

СЧЕТ ОПЕРАЦИЙ С КАПИТАЛОМ В 2010 Г. ОКАЗАЛСЯ ЗНАЧИТЕЛЬНО ХУЖЕ ОЖИДАНИЙ

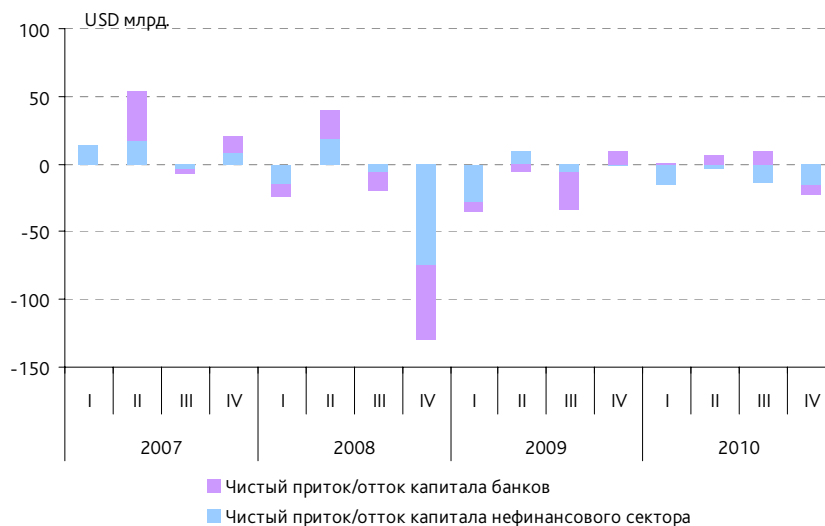
МАРИЯ ПОМЕЛЬНИКОВА +7 495 789 35 94
maria.pomelnikova@trust.ru

Согласно опубликованным вчера оценкам Банка России, счет операций с капиталом в 4К 2010 г. составил минус USD22.7 млрд. По итогам минувшего года суммарный чистый отток капитала частного сектора достиг USD38.3 млрд., что превышает официальный прогноз Основных направлений денежно-кредитной политики (-USD22 млрд.) и озвученный в декабре прогноз по версии представителей ЦБ (-USD30 млрд.). Сальдо счета текущих операций практически вдвое превысило отток капитала, достигнув USD72.6 млрд.

КОММЕНТАРИЙ

Главным неприятным сюрпризом новой статистики стало превышение величины оттока капитала не только официальных прогнозов, но и оценок большинства экспертов. Напомним, что мы ожидали оттока капитала из частного сектора за 2010 г. в рамках USD35 млрд., из которых USD20 млрд. в 4К 2010 г. (USD5-6 млрд. в сентябре, USD7 млрд. в ноябре и USD8 млрд. в декабре соответственно). Расхождение наших расчетов с итоговой статистикой ЦБ обусловлено более интенсивным, чем мы полагали, оттоком капитала в декабре, в основном из нефинансового сектора.

ДИАГРАММА 1. ДИНАМИКА ПРИТОКА/ОТТОКА КАПИТАЛА ЧАСТНОГО СЕКТОРА В 2007-2010 ГГ.



Источник: Банк России, расчеты НБ «Траст»

Согласно новым данным, пик оттока капитала, который начал набирать обороты еще в конце 3К 2010 г., пришелся на ноябрь-декабрь 2010 г. Если нефинансовый сектор продолжал вывозить капитал на протяжении всего 2010 г. (-USD49.7 млрд. за 2010 г., в декабре -USD16.5 млрд.), то сальдо счета капитала в банковском секторе до конца 3К 2010 г. было положительным (+USD10 млрд. в 3К 2010 г.), после чего сменилось чистым оттоком на уровне -USD6.2 млрд., что стало примечательной особенностью новой статистики.

Причина столь существенного оттока капитала в 4К 2010 г. кроется в бегстве в менее рискованные зарубежные активы, что отразилось как на балансах банков (-USD11.4 млрд. против -USD5.4 млрд. в 3К 2010 г.), так и на балансах компаний (-USD18.1 млрд. против -USD15.5 млрд. в 3К 2010 г.). При этом по какой-то причине банки и компании не стремились активно рефинансировать прежние внешние займы и наращивать размещение на внешних рынках, в ходе чего внешние обязательства за 4К 2010 г. составили скромные USD5.2 млрд. и USD3.1 млрд. соответственно, в противном случае отток капитала в последнюю декаду минувшего года был бы более умеренным. Ухудшение инвестиционного климата в целом не способствовало росту прямых иностранных инвестиций, которые за 2010 г. сжались до USD28.6 млрд. (против USD30.1 млрд. в 2009 г.), что заметно меньше наших первоначальных оценок (USD35 млрд.). Инвестиции российских компаний за рубеж тем временем составили USD41.9 млрд. (против USD44.9 млрд. в 2009 г.).

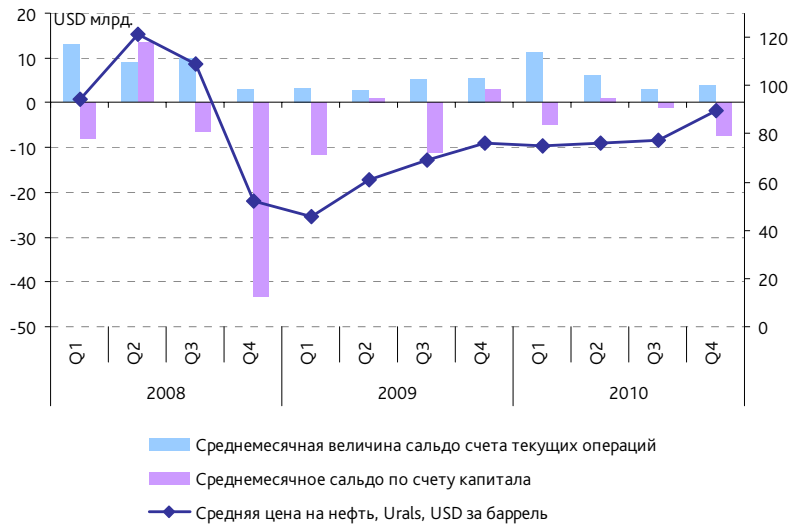
Ускорение оттока капитала во 2П 2010 г. объясняется совокупностью нескольких факторов. Во-первых, это результат роста объема погашений внешних долгов (USD23 млрд. по графику ЦБ в ноябре-декабре 2010 г., из которых USD13.4 млрд. в декабре пришлось на нефинансовый сектор), во-вторых, бегство в менее рискованные активы и наращивание валютных позиций на фоне более негативного восприятия локальных рублевых рисков. То, что политическим аспектам зарубежные инвесторы уделяют не меньше внимания, чем финансовым рискам, наглядно демонстрирует факт совпадения отставки Ю. Лужкова с ускорением оттока капитала. Свою лепту в увеличение капитальных потоков, вероятно, внес эффект отложенного спроса. Предпочтение зарубежных активов рублевым связано с постепенным сокращением



конкурентного преимущества соотношения «риск-доходность» на фоне низких ставок, набирающей обороты инфляции, нестабильности экономического роста в России.

Важно, что статьи «изменение задолженности по своевременно не поступившей экспортной валютной и рублевой выручке и непогашенным импортным авансам» и «чистые пропуски и ошибки», по которым традиционно оценивается степень бегства «серого» капитала из страны, в 2010 г. значительно превысили значения 2009 г., достигнув USD28.9 млрд. (+1.7USD млрд. к 2009 г.) и USD5.4 млрд. (+USD3.7 млрд. к 2009 г.) соответственно. Образуя вкуче до USD35 млрд. оттока, такие цифры не могут не настораживать.

ДИАГРАММА 2. ПЛАТЕЖНЫЙ БАЛАНС В 2008-2010 ГГ.



Источник: Банк России, расчеты НБ «Траст»

Основным поддерживающим фактором для платежного баланса и курса рубля в минувшем году стал значительный профицит сальдо торговых операций, который по итогам 2010 г. составил USD149.2 млрд., что не противоречит нашему прогнозу USD145 млрд. Несмотря на скачок цен на нефть, в 2011 г. мы ожидаем сокращения торгового сальдо до USD125 млрд., поскольку увеличение внутреннего спроса за счет повышения потребительской и инвестиционной активности традиционно трансформируется в более динамичный рост импорта. Учитывая сжатие торгового сальдо и то, что баланс инвестиционных доходов, оплаты труда и услуг (суммарно минус USD72.5 млрд. в 2010 г.) в текущем году обещает сократиться незначительно, профицит счета текущих операций в 2011 г. может, на наш взгляд, оказаться заметно меньше, чем годом ранее – около USD54 млрд. против USD72.6 млрд. в 2010 г.

Между тем ситуация со счетом капитала выглядит менее определенной. Хотя декабрьские данные указывают на более лояльное восприятие инвесторами локальных финансовых и политических рисков, многое будет зависеть от того, как к текущим условиям адаптируются параметры риск-доходность, и позволит ли это привлечь избыточную ликвидность, скопившуюся на глобальных рынках в связи с действиями ФРС и ЕЦБ. Несмотря на то, что среди потенциальных реципиентов этой ликвидности конкуренцию России в первую очередь создает Бразилия, перспектива дальнейшего повышения депозитных ставок Банком России, на наш взгляд, повышает вероятность возобновления притока капитала.

Скромные продажи валюты ЦБ в декабре (суммарно USD940 млн.) указывают на постепенное «выравнивание» диспропорций платежного баланса за счет увеличения профицита торгового сальдо и сокращения оттока капитала, что позитивно для курса рубля и создает условия для перехода ЦБ к покупкам валюты уже в ближайшем времени. Мы полагаем, что в январе-феврале отток капитала может продолжиться, однако его величина ожидается гораздо меньше величины сальдо счета текущих операций. На наш взгляд, в последующие месяцы, предположительно с марта 2011 г., капитальный счет может обнулиться и смениться притоком капитала.

КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

ГЛАВА ИНВЕСТИЦИОННОГО БЛОКА

Игорь Потапов

+7 (495) 647-90-44

ДИРЕКЦИЯ АНАЛИЗА ЭКОНОМИКИ И ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Леонид Игнатьев +7 (495) 647-23-60

Департамент макроэкономики и стратегии

Роман Дзугаев +7 (495) 789-36-09

Мария Помельникова +7 (495) 789-35-94

Алексей Тодоров

Департамент кредитного анализа

Сергей Гончаров +7 (495) 786-23-48

Юлия Сафарбакова

Дмитрий Турмышев +7 (495) 647-25-89

Выпускающая группа

+7 (495) 789-36-09

Татьяна Андриевская

Николай Порохов

research.debtmarkets@trust.ru

ДИРЕКЦИЯ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Дмитрий Игумнов +7 (495) 647-25-98

Торговые операции

Андрей Труфакин +7 (495) 789-60-58

Кирилл Коваленко +7 (495) 647-25-97

Клиентские продажи

Александр Хлопецкий +7 (495) 647-28-39

Олеся Курбатова +7 (495) 647-25-90

Артем Петросьян +7 (495) 647-25-67

Яна Шнайдер +7 (495) 647-25-74

sales@trust.ru

Департамент количественного анализа и информационного развития

Андрей Малышенко +7 (495) 786-23-46

Светлана Федоровых

REUTERS: TRUST

TRUSTBND/RUR1 ОФЗ
TRUSTBND/RUR2 Субфедеральные облигации
TRUSTBND/RUR3 Телекоммуникационные облигации
TRUSTBND/RUR4 Корпоративные еврооблигации
TRUSTBND/RUR5 Корпоративные еврооблигации
TRUSTBND/EUR1 Суверенные и субфедеральные еврооблигации
TRUSTBND/EUR2 Корпоративные еврооблигации (нефть и газ, телеком)
TRUSTBND/EUR3 Корпоративные еврооблигации (промышленность)
TRUSTBND/EUR4 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/EUR5 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/EUR6 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/RF30 Russia 30

BLOOMBERG: TIBM

TIBM11. Рублевые корпоративные облигации
TIBM12. Суверенный долг и OBB3
TIBM13. Корпоративный внешний долг
TIBM4. Макроэкономика и денежный рынок
TIBM2. Навигатор долгового рынка
TIBM3. Анализ эмитентов

WEB: [HTTP://WWW.TRUST.RU](http://www.trust.ru)

Настоящий отчет не является предложением или просьбой купить или продать какие-либо ценные бумаги или связанные с ними финансовые инструменты либо принять участие в какой-либо стратегии торговли. Хотя информация и мнения, изложенные в настоящем отчете, являются, насколько нам известно, верными на дату отчета, мы не предоставляем прямо оговоренных или подразумеваемых гарантий или заключений относительно их точности или полноты. Представленные информация и мнения не были специально подготовлены для конкретной операции любых третьих лиц и не представляют детальный анализ конкретной ситуации, сложившейся у третьих лиц. Мы можем изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. Информация и заключения, изложенные в настоящем отчете, не заменяют независимую оценку инвестиционных потребностей и целей какого-либо лица. Мнения, выраженные в данном отчете, могут отличаться или противоречить мнениям других подразделений НБ «ТРАСТ» (ОАО) («Банк») в результате использования разных оценок и критериев, а также проведения анализа информации для разных целей. Данный документ может использоваться только для информационных целей. Описание любой компании или компаний, или их ценных бумаг, или рынков, или направлений развития, упомянутых в данном отчете, не предполагают полноты их описания. Утверждения относительно прошлых результатов не обязательно свидетельствуют о будущих результатах. Банк и связанные с ним стороны, должностные лица, директора и/или сотрудники Банка и/или связанные с ними стороны могут владеть долями капитала компаний или выполнять услуги для одной или большего числа компаний, упомянутых в настоящем отчете, и/или намереваются приобрести такие доли капитала и/или выполнять либо намереваются выполнять такие услуги в будущем (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). Банк и связанные с ним стороны могут действовать или уже действовали как дилеры с ценными бумагами или другими финансовыми инструментами, указанными в данном отчете, или ценными бумагами, лежащими в основе таких финансовых инструментов или связанными с вышеуказанными ценными бумагами. Кроме того, Банк может иметь или уже имел взаимоотношения, или может предоставлять или уже предоставлял финансовые услуги упомянутым компаниям (включая инвестиционные банковские услуги, фондовый рынок и прочее). Сотрудники Банка или связанные с ним стороны могут или могли быть также сотрудниками или директорами упомянутых компаний (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). В Банке разработаны и внедрены специальные процедуры, препятствующие несанкционированному использованию служебной информации, а также возникновению конфликта интересов в связи с оказанием Банком консультационных и других услуг на финансовом рынке. Банк и связанные с ним стороны не берут на себя ответственность, возникающую из использования любой информации или заключений, изложенных в настоящем отчете. Цитирование или использование всей или части информации, содержащейся в настоящем отчете, допускается только с прямо оговоренного разрешения Банка. Настоящий отчет может быть использован инвесторами на территории России с учетом действующего законодательства РФ. Иностранные инвесторы (включая, но не ограничиваясь: Швейцария, Королевство Нидерландов, Германия, Италия, Франция, Швеция, Дания, Австрия) могут использовать настоящий отчет только, если они являются институциональными инвесторами по законодательству страны регистрации. Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован в качестве брокера-дилера уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций США, распространяется контрагентам Банка в США и предназначается только для этих лиц, которые подтверждают, что они являются основными институциональными инвесторами США, как это определено в Правиле 15a-16 Закона США о ценных бумагах от 1934 года, и понимают и принимают все риски, связанные с операциями с финансовыми инструментами (включая ценные бумаги). Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций Великобритании, и распространяется контрагентам Банка в Великобритании, не являющимся частными инвесторами.

Каждый аналитик Департамента исследований долговых рынков, частично или полностью отвечающий за содержание данного отчета, подтверждает, что в отношении каждого финансового инструмента или эмитента, упомянутых в отчете: (1) все выраженные мнения отражают его личное отношение к данным ценным бумагам или эмитентам; (2) его вознаграждение напрямую или косвенно не связано с рекомендациями или взглядами, выраженными в отчете; и (3) он не проводит операции с финансовыми инструментами компаний, анализ деятельности которых он осуществляет. Банк не несет никакой ответственности за использование кем-либо информации, основанной на мнении аналитика Департамента исследований долговых рынков в отношении какого-либо финансового инструмента.