

## Тенденции и факторы оттока капитала в 2004 году

### 1. Основные тенденции

В 2004 году прервалась наблюдавшаяся на протяжении предшествующих четырех лет тенденция уменьшения чистого оттока капитала из страны. По сравнению с 2003 годом среднеквартальная величина этого оттока увеличилась в семь раз – с 0.6 до 4.3 млрд. долл. (см. графики 1, 2).

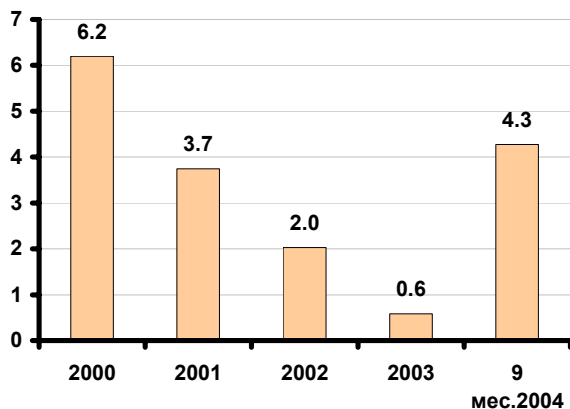
Основными факторами, вызвавшими рост чистого оттока в 2004 году, стали:

- ⇒ возобновление со второго квартала чистых покупок наличной валюты населением;
- ⇒ переход банков от сокращения чистых иностранных активов к их наращиванию.

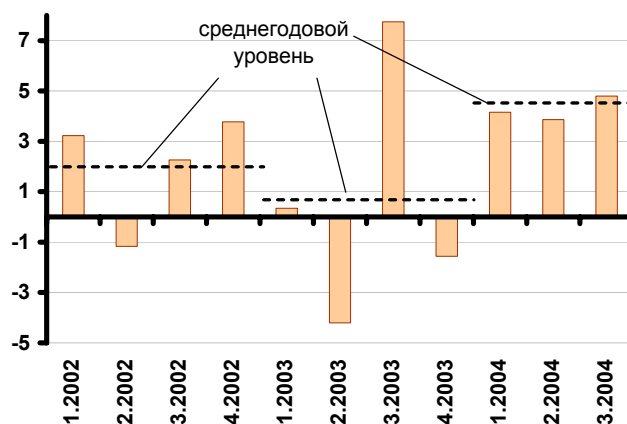
Капитальные операции негосударственного сектора включают в себя следующие:

- прирост наличной валюты;
- изменение иностранных активов и обязательств банков;
- вывоз капитала («теневой» отток);
- прямые и портфельные инвестиции за рубеж и из-за рубежа;
- зарубежные ссуды и займы нефинансовых компаний.

**График 1. Чистый отток капитала, в среднем за квартал (млрд. долл.)**



**График 2. Чистый отток капитала, поквартально (млрд. долл.)**



**Таблица 1. Чистый отток капитала («+» - отток, «-» - приток) по годам, в среднем за квартал, млрд. долл.**

	2001	2002	2003	январь-сентябрь 2004	прирост 2004 к 2003
<b>Чистый отток капитала</b>	<b>3.7</b>	<b>2.0</b>	<b>0.6</b>	<b>4.3</b>	<b>3.7</b>
в том числе:					
<b>операции населения (прирост наличной валюты)</b>	<b>0.2</b>	<b>0.2</b>	<b>-1.6</b>	<b>-0.7</b>	<b>1.0</b>
<b>операции банков</b>	<b>-0.3</b>	<b>-0.6</b>	<b>-2.6</b>	<b>2.4</b>	<b>5.0</b>
изменение активов	0.4	0.3	0.2	2.2	1.9
изменение обязательств	-0.7	-0.9	-2.8	0.3	3.1
<b>операции нефинансовых компаний</b>	<b>3.9</b>	<b>2.5</b>	<b>4.8</b>	<b>2.5</b>	<b>-2.3</b>
вывоз капитала	4.0	4.7	6.0	6.6	0.6
прямые и портфельные инвестиции за рубеж, прочие активы	0.8	1.4	4.3	2.1	-2.2
зарубежные ссуды и займы	-0.2	-2.1	-3.8	-3.1	0.7
прямые и портфельные инвестиции из-за рубежа, прочие обязательства	-0.7	-1.5	-1.7	-3.1	-1.4

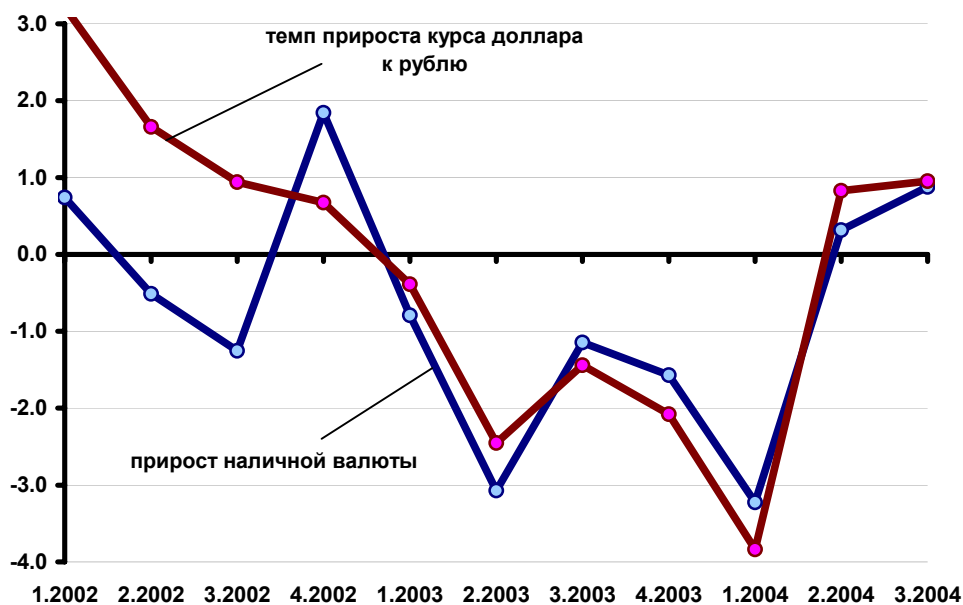
## 2. Валютные активы населения

Налично-валютные активы населения, снижавшиеся на протяжении предшествующих двух лет, со второго квартала текущего года начали расти на 0.6 млрд. долл. в квартал (против сокращения на 1.6 млрд. долл. за квартал в 2003 г.).

Факторы:

- ⇒ возобновление роста номинального курса доллара к рублю во втором квартале текущего года. Как показывает анализ, в последние годы наблюдается четкая взаимосвязь между динамикой обменного курса и приростом наличной валюты у населения (см. график 3);
- ⇒ банковский «кризис» мая-июля 2004 года, который привел к сокращению вложений населения на рублевые депозиты банков (на 1.0-1.3% за июль-август) и переводу высвободившихся средств в наличную валюту (см. график 4).

**График 3. Прирост наличной валюты на руках у населения (млрд. долл.) и динамика обменного курса (%)**



**График 4. Вложения населения в рублевые депозиты<sup>1</sup> (млрд. руб.) и наличную валюту (млрд. долл.)**

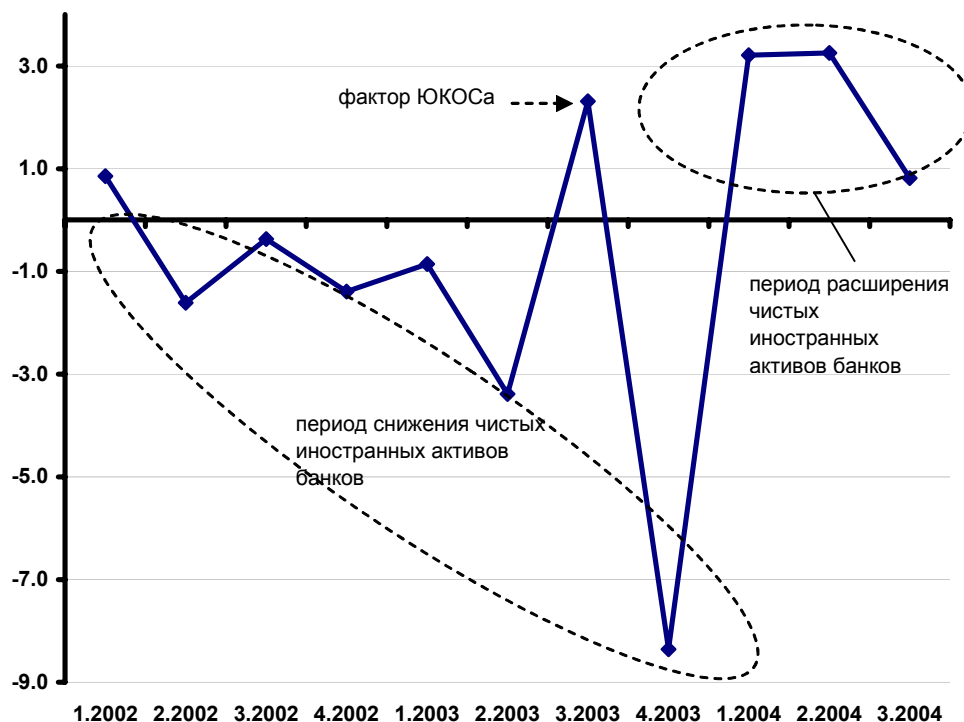


<sup>1</sup> третий квартал 2004 г. – по данным за июль-август.

### 3. Операции банков

В текущем году банки перешли от снижения чистых иностранных активов к их наращиванию (см. график 5). По оценке, отток капитала из страны через банковскую систему составит 7-7.5 млрд. долл. против притока в прошлом году 10.3 млрд. долл.

**График 5. Прирост чистых иностранных активов банков  
(активы за вычетом пассивов, млрд. долл.)**



Смена инвестиционного поведения банков обуславливалась следующими факторами:

⇒ изменение динамики обменного курса рубля.

В период номинального укрепления рубля (февраль 2003 – январь 2004 годов) банки интенсивно привлекали зарубежные заимствования, размещая значительную часть полученных средств в высоколиквидные безрисковые рублевые активы (ГКО-ОФЗ, депозиты в ЦБ РФ, обязательства ЦБ РФ по обратному выкупу ценных бумаг). Цель таких операций – извлечение краткосрочной прибыли за счет разницы курсов рубля на момент привлечения и погашения обязательств.

Поскольку размещение осуществлялось в безрисковые рублевые инструменты с низким уровнем процентных ставок, даже

незначительное снижение курса рубля делало такие операции убыточными.

Стабилизация номинального курса рубля в феврале-марте и его снижение в апреле-августе привели к отказу банков от проведения таких операций и, соответственно, от новых заимствований. В результате за первые три квартала 2004 года зарубежные пассивы российских банков сократились на 0.8 млрд. долл. против прироста на 11.3 млрд. долл. за прошлый год.

- ⇒ ускоренный рост средств на банковских валютных счетах компаний. За первые восемь месяцев 2004 года объем средств на валютных счетах и депозитах предприятий увеличился на 46% (в долларовом эквиваленте) против 8% по рублевым счетам.

Столь быстрый рост средств на валютных счетах стимулировал банки к расширению вложений в иностранные активы с целью поддержания баланса между собственными валютными активами и обязательствами перед клиентами («длинной валютной позиции»).

- ⇒ снижение доверия со стороны зарубежных кредиторов к крупным частным банкам с российским капиталом в результате банковского «кризиса».

Одним из результатов «кризиса» стало заявление международного рейтингового агентства Moody's Investors Service о планируемом пересмотре в сторону понижения рейтингов долгосрочных депозитов в иностранной валюте 18 российских банков<sup>1</sup> (июль 2004 г.). Этот факт, а также общее снижение доверия к российским банкам ограничило приток зарубежных капиталов в банковскую систему.

#### **4. Вывоз капитала**

Вывоз («теневой» отток) капитала в 2004 году стабилизировался приблизительно на уровне предшествующего года (см. график 6). Его среднеквартальный объем составил 6.6 млрд. долл. против 6.0 млрд. долл. в прошедшем году.

Такая динамика заметно отличается от динамики предшествующих четырех лет, на протяжении которых вывоз капитала из страны интенсивно увеличивался.

---

<sup>1</sup> В их число входит ряд ведущих российских коммерческих банков: Альфа-банк, Росбанк, МДМ-банк, Межпромбанк, Банк Москвы, ИБГ "НИКойл", Петрокоммерцбанк, банк "Траст", банк "Зенит".

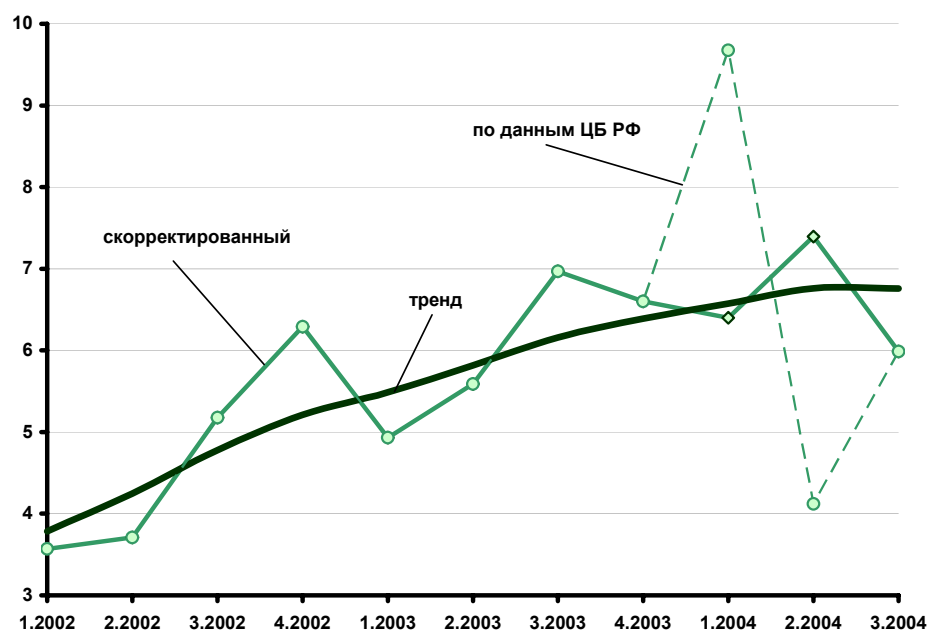
Как показывает анализ, основными мотивами вывоза капитала являются:

- ⇒ вывод компаниями средств с последующим их реинвестированием в российскую экономику – с целью налоговой оптимизации и снижения инвестиционных рисков;
- ⇒ вывод компаниями средств для обслуживания внешнеторговых операций;
- ⇒ формирование «теневых» накоплений, размещенных в зарубежные финансовые активы и недвижимость.

На долю каждого из мотивов приходится приблизительно 1/3 совокупного вывоза капитала.

Стабилизация оттока капитала по всей видимости, обуславливается снижением масштабов «оптимизации» налогообложения при инвестировании ресурсов (по схеме: «вывоз капитала → обезличивание капиталов → реинвестирование в российскую компанию под видом зарубежных вложений»). На это указывает синхронность прекращения роста оттока капитала и стабилизация объемов ссуд и инвестиций, поступающих из-за рубежа.

**График 6. Вывоз капитала<sup>1</sup> (млрд. долл.)**



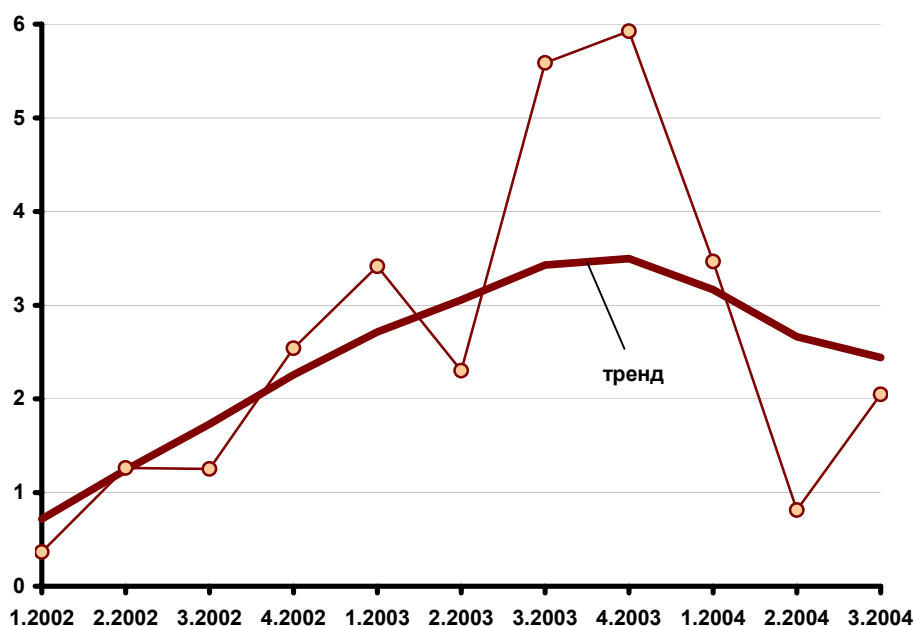
<sup>1</sup> Согласно данным ЦБ РФ (платежный баланс) в первом квартале 2004 года произошло резкое расширение вывоза капитала, а во втором – столь же резкое его снижение. Эти колебания связаны с изменением позиции «чистые ошибки и пропуски», являющейся балансирующей статьей платежного баланса. Согласно ЦБ РФ, во втором квартале впервые за весь период наблюдений имел место масштабный чистый приток валюты по статье «чистые ошибки и пропуски» (около 3 млрд. долл.). С высокой вероятностью «скачки» по этой позиции обусловлены некорректной оценкой ЦБ РФ других позиций платежного баланса, что привело к соответствующему изменению этой балансирующей статьи.

## 5. Прямые и портфельные инвестиции за рубеж

По итогам первых трех кварталов 2004 года произошло существенное (в 1.7 раза) падение объема прямых и портфельных инвестиций нефинансовых компаний за рубеж (см. график 7).

Это сокращение в значительной мере объясняется вытеснением портфельных инвестиций за рубеж размещением средств на валютных депозитах в российских банках. По существу можно говорить о замещении одного вида оттока капитала другим.

**График 7. Прямые и портфельные инвестиции нефинансовых компаний за рубеж (млрд. долл.)**

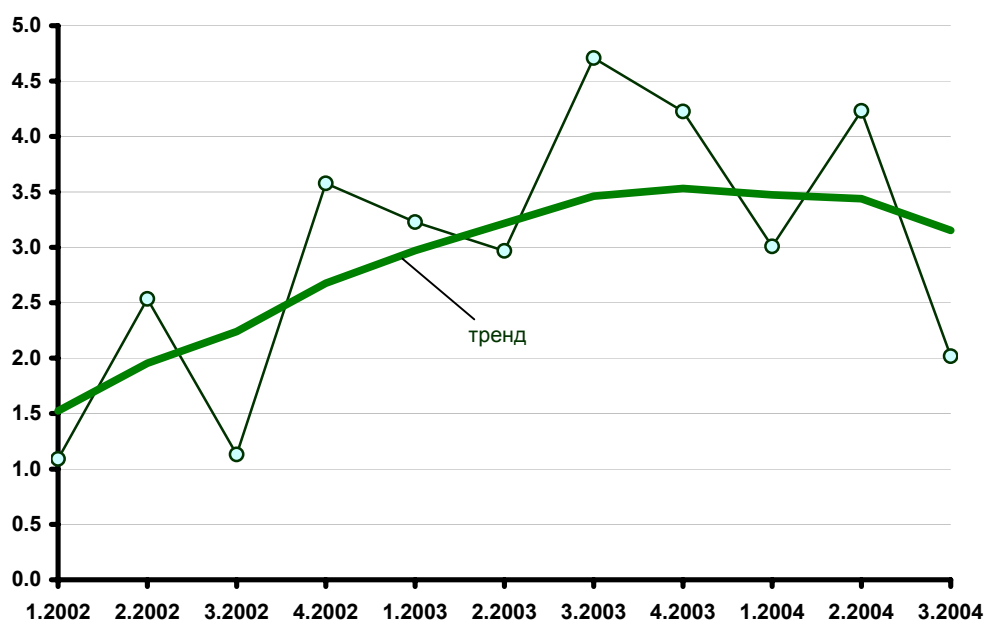


## 6. Зарубежные ссуды и займы нефинансовых компаний

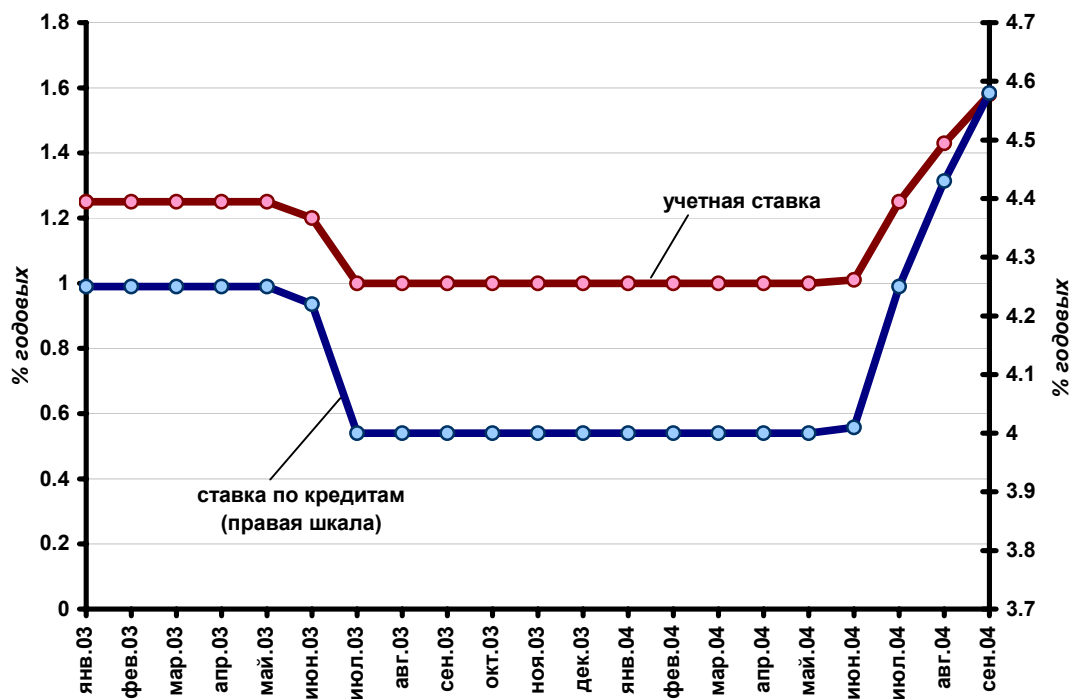
В 2004 году наметилось замедление динамики внешних заимствований российских компаний (см. график 8). Эта тенденция обуславливается действием следующих факторов:

- ⇒ в течение июля-сентября ФРС США повысила учетную ставку с 1.0% до 1.75%. Это привело к общему повышению стоимости привлечения заемных ресурсов на внешних рынках (см. график 9).
- ⇒ наступают сроки погашения крупных ссуд и займов, привлеченных российскими предприятиями за рубежом в период с 2002 года по начало 2004 года. Соответственно, значительная часть вновь привлекаемых кредитов направляется на их погашение (пример – сентябрьское размещение еврооблигаций «Норильским никелем» для рефинансирования краткосрочных долгов). Это ограничивает чистый приток ресурсов от внешних заимствований.

**График 8. Привлечение ссуд и займов нефинансовыми компаниями (млрд. долл.)**



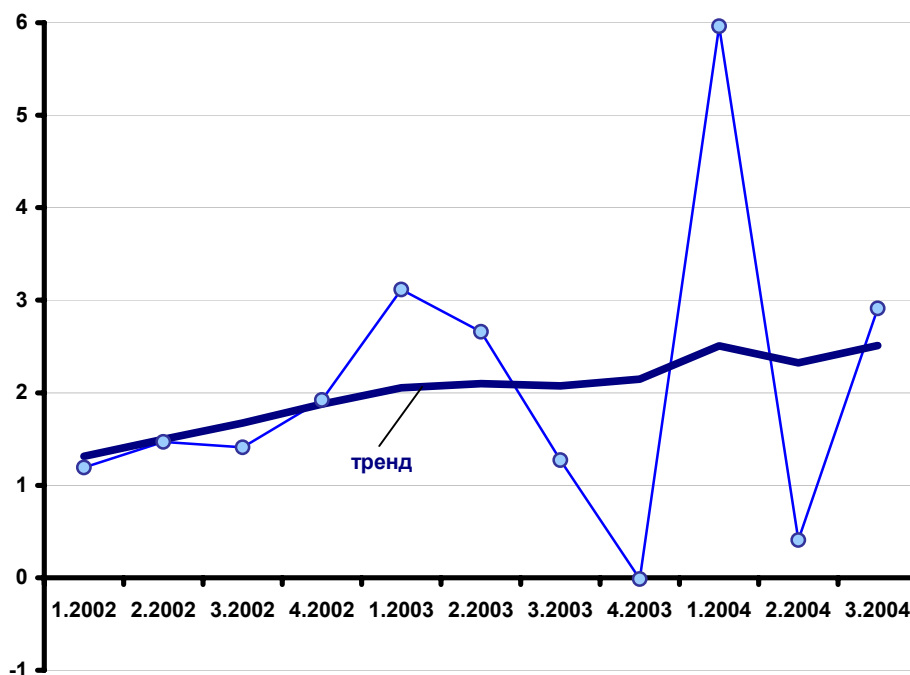
**График 9. Учетная ставка ФРС и средняя ставка по кредитам предприятиям на рынке США (% годовых, в среднем за месяц)**



## 7. Прямые и портфельные инвестиции из-за рубежа

Наметился рост притока прямых и портфельных инвестиций в нефинансовый сектор, правда, весьма неустойчивый (см. график 10). По итогам трех кварталов объем этих инвестиций составил 9.3 млрд. долл. против 7.0 млрд. долл. за аналогичный период прошлого года.

**График 10. Прямые и портфельные инвестиции в нефинансовые компании из-за рубежа (млрд. долл.)**



Ведущий эксперт ЦМАКП

Солнцев О.Г.