

Платежный баланс РФ за 1П21

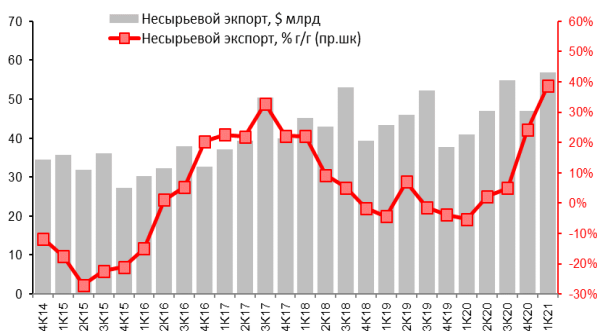
Статистика внешнего сектора подтверждает инфляционные опасения

Данные платежного баланса России за 1П21 подтверждают усиление инфляционных рисков. Ненефтяной экспорт превзошел ожидания, показав рост на 31% г/г, что мы связываем со скачком мировых цен на металлы и сельхозтовары. Импорт также подскочил на 28% г/г, в том числе на 42% г/г в 2К21, что в основном отражает рост цен, а не объемов. Еще одним проинфляционным признаком является более сильный в сравнении с ожиданиями чистый отток капитала, который составил \$28 млрд в 1П21 против \$51 млрд за весь 2020 г., что объясняет слабость курса рубля. Единственный позитивный момент связан с тем, что конъюнктура высоких цен на сырьевых рынках позволила Минфину купить \$10 млрд на валютном рынке в 1П21 с целью их дальнейшего размещения в ФНБ; эти сбережения теперь не инвестируются в долларовые активы и по этой причине не выиграют от текущего контекста сильного доллара.

Профицит российского текущего счета достиг \$43,1 млрд в 1К21, превысив профицит за весь 2020 г., результат за 2К21 является самым сильным результатом за 2К, начиная с 2011 г.: Профицит российского счета текущих операций за 1П21 превзошел ожидания и составил \$43,1 млрд, отражая более сильный в сравнении с ожиданиями профицит за 2К21 на уровне \$19,9 млрд, который к тому же оказался самым большим профицитом за 2К, начиная с 2011 г. Профицит счета текущих операций за 1П21 уже превысил размер профицита за весь прошлый год в размере \$36,1 млрд, что стало возможным благодаря благоприятной конъюнктуре цен на сырьевых рынках.

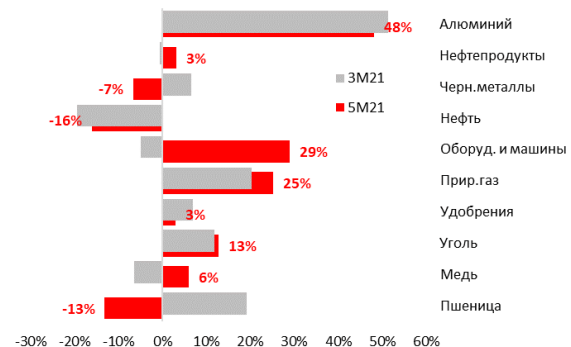
Несырьевые доходы превзошли ожидания в 2К21: Тогда как доходы от российского сырьевого экспорта (нефть и газ) находились под давлением сокращения производства и в среднем составили \$50 млрд за квартал в 1П21, динамика несырьевого экспорта превзошла ожидания. Несырьевые доходы подскочили с \$47 млрд в 1К21 до \$57 млрд в 2К21, что стало самым высоким квартальным значением несырьевых экспортных доходов в исторической перспективе, показав рост на 39% г/г (см Рис. 1). Хорошая новость заключается в том, что подобная позитивная динамика не связана только с эффектом цен: по данным ФТС в апреле-мае Россия показала сильное увеличение объемов экспорта машиностроения, который вырос на 29% г/г (см Рис. 2) и улучшение динамики экспорта угля и меди. В итоге, несмотря на то, что цифры Росстата за 1К21 говорят о снижении российского экспорта на 2,4% г/г в реальном выражении, мы ожидаем, что в 2К21 экспорт вырастет в реальном выражении. В рамках этого тренда и также благодаря смягчению квот по добыче в рамках решения ОПЕК+, доля нефтяного экспорта составила 49% совокупного экспорта в 1П21.

Рис. 1: Несырьевой экспорт РФ, \$ млрд и % г/г



Источники: ЦБ РФ, Альфа-Банк

Рис. 2: Изменение физических объемов экспорта РФ, % г/г



Источники: ФТС, Альфа-Банк

Импорт вырос на 42% г/г в 2К21 и на 28% г/г за 1П21: Быстрый рост экспорта, тем не менее, был в целом нейтрализован очень сильной динамикой импорта, который вырос на 42% г/г в 2К21, сильно превысив наши ожидания и увеличившись на 28% г/г за 1П21. В отличие от экспорта мы считаем, что здесь ключевым драйвером тренда роста был эффект роста цен: ранее мы рассчитали, что цены на импорт в среднем выросли на 15% г/г в 1К21 и даже с учетом вероятного восстановления реальных объемов импорта в 2К21 мы полагаем, что цены на импорт должны показать увеличение примерно на 30-35% г/г за 1П21. Из данных таможенной статистики следует, что продовольственные товары, в частности пальмовое масло и соя, продолжают показывать чудовищный рост цен на 35% г/г и на 57% г/г за 5М21 соответственно. Из-за быстрого роста импорта отношение несырьевого экспорта к импорту сохранилось на уровне 75% (см Рис. 3).

Аналитический отдел research@alfabank.ru

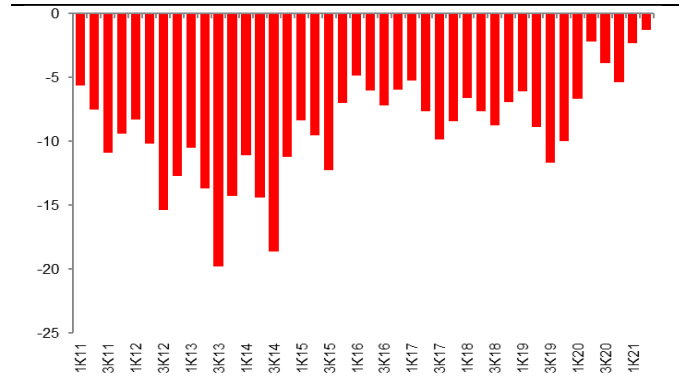
Альфа Групп и (или) ее аффилированные лица ведут и намерены далее вести бизнес с компаниями, деятельность которых освещена в настоящем отчете. Инвесторы должны осознавать, что Альфа-Групп и (или) ее аффилированные лица могут иметь конфликт интересов, который может повлиять на объективность данного отчета. Инвесторы должны рассматривать данный отчет только как один из факторов при принятии своего инвестиционного решения. Для получения дополнительной информации об инвестиционно-банковских отношениях Альфа Групп и (или) ее аффилированных лиц, если таковые имеются, с компаниями, упомянутыми в настоящем отчете и относящейся к рейтинговой системе, методам оценки, сертификации аналитиков и потенциальному конфликту интересов Альфа Групп и (или) ее аффилированных лиц обратитесь к разделу «Информация» в конце данного отчета.

Рис. 3: Сырьевой экспорт, % экспорта и несырьевой экспорт, % импорта



Источники: ЦБ РФ, Альфа-Банк

Рис. 4: Баланс счета услуг РФ, \$ млрд за квартал



Источники: ЦБ РФ, Альфа-Банк

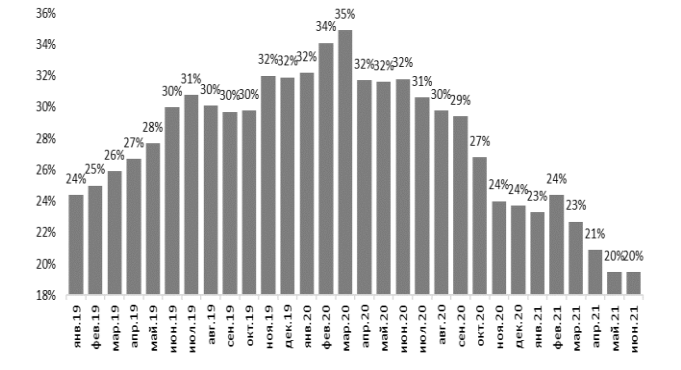
Баланс услуг показал дефицит на уровне \$3,6 млрд за 1П21 в условиях закрытых границ: Сильные данные текущего счета по-прежнему опирались на благоприятное состояние баланса услуг, который продемонстрировал умеренный дефицит на уровне \$1,3 млрд в 2К21 и дефицит на уровне \$3,6 млрд за 1П21 (см Рис 4) против стандартного уровня дефицита первого полугодия на уровне \$15 млрд в годы до пандемии. Это доказывает, что закрытие границ позитивно сказывается на структуре российского платежного баланса. Другой позитивный эффект пандемии, хотя и гораздо меньший, заключается в том, что баланс оплаты труда за 1П21 оказался нулевым против умеренного дефицита \$2 млрд за 1П в предшествовавшие пандемии годы.

Рис. 5: Текущий счет и чистый отток капитала, \$ млрд



Источники: ЦБ РФ, Альфа-Банк

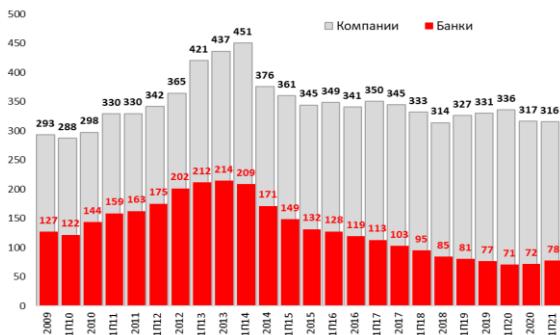
Рис. 6: Доля нерезидентов на рынке ОФЗ, %



Источники: ЦБ РФ, Альфа-Банк

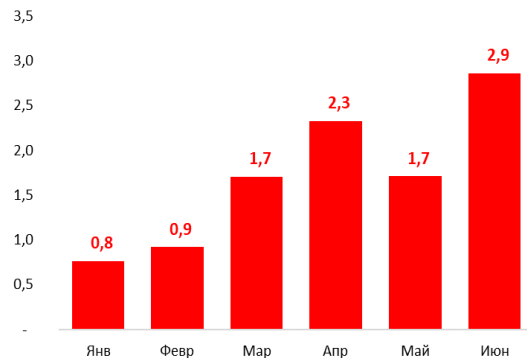
Чистый отток капитала составил \$28 млрд, его пятая часть может отражать финансовые инвестиции россиян в зарубежные ценные бумаги: Сильное ускорение роста импорта – не единственный фактор, который нейтрализовал сильный экспорт. Чистый отток капитала составил \$28 млрд, превысив уровень 1П20 и всего 2019 г. (см Рис 5). Мы считаем, что уход иностранных инвесторов из российских активов, в частности с рынка ОФЗ, был вызван санкционными опасениями и ростом опасений по поводу динамики СФР в условиях монетарного ужесточения в США в этом году, и был одной из причин, которая стояла за сильным оттоком капитала из России. Доля нерезидентов снизилась с 23,3% в январе этого года всего до 19,5% к июню (см Рис. 6), вероятно добавив \$4 млрд в чистый отток капитала. С другой стороны, второй важный фактор, объясняющий сильный чистый отток капитала, связан с инвестициями российских инвесторов на иностранных рынках. По оценкам ЦБ, россияне инвестировали порядка \$6 млрд в активы на финансовых рынках в 1К21, в том числе порядка \$3 млрд в иностранные облигации и акции. Мы полагаем, что по итогам 1П21 цифра чистых зарубежных инвестиций могла составить порядка \$5 млрд, что эквивалентно примерно 20% всего чистого оттока российского частного капитала.

Рис. 7: Внешний долг российских компаний и банков, \$ млрд



Источники: ЦБ РФ, Альфа-Банк

Рис. 8: Покупки валюты Минфином в 2021 г., \$ млрд в месяц



Источники: ЦБ РФ, Альфа-Банк

Российские банки увеличили свой внешний долг на \$6 млрд в 1П21: Сильный чистый отток частного капитала тем более стал неожиданностью, что теперь он никак не связан со снижением внешнего долга. Напротив, российские банки увеличили свой внешний долг с \$72 млрд на конец 2020 г. примерно до \$78 на июнь 2021 г., или на \$6 млрд за 6 месяцев; долг российских компаний составил \$316 млрд в июне против \$317 млрд в конце прошлого года, указывая на завершение процесса снижения долга (см Рис. 7).

Минфин купил \$10,3 млрд на валютном рынке в 1П21...: Оставшийся гэп между профицитом текущего счета на уровне \$43 млрд и чистым оттоком капитала в размере \$28 млрд был покрыт за счет покупок валюты Минфином на рынке. Объем месячных покупок составил примерно \$1,3 млрд в 1К21 и вырос до \$2,3 млрд в месяц в 2К21, отражая восстановление цен на нефть (см Рис. 8). За 1П21 Минфин приобрел \$10,3 млрд на валютном рынке.

...и больше не инвестирует свои сбережения в долларовые активы: Помимо собственно наращивания сбережений второй важной вехой в динамике управления ФНБ в 1П21 стало решение прекратить инвестиции в долларовые активы. Напомним, что на Санкт-Петербургском экономическом форуме было объявлено о решении правительства перенаправить долларовые сбережения ФНБ в другие активы. Это заявление никак не повлияло на российский валютный рынок, так как касалось только размещений средств ФНБ на внешних рынках, и затрагивало относительно небольшую сумму российских иностранных вложений в размере \$40 млрд, учитывая, что диверсификация уже была приоритетом на протяжении последних несколько лет. По последним данным, доля активов, номинированных в евро, в структуре инвестиций ФНБ составляет 40%, доля активов в юанях выросла до 30%, доля золота возросла до 20% и по 5% вложений приходится на активы в фунте и иене.

Мы считаем, что данные платежного баланса подтверждают наши инфляционные опасения: В целом, мы считаем, что данные по платежному балансу за 1П21 свидетельствуют о том, что улучшение доходов от экспорта нейтрализовали факторы, которые вызывают у нас инфляционные опасения. Во-первых, очень быстрый рост импорта, скорее всего, принесет больше инфляции на локальный рынок: по нашей оценке, импортируемая инфляция составила порядка 30-35% в 1П21. Во-вторых, динамика чистого оттока капитала, который оказался выше ожиданий и вызван как уходом нерезидентов с рынка ОФЗ, так и инвестициями локальных инвесторов на зарубежных рынках, может сохраниться. Эти факторы капитального счета указывают на то, что вероятность благоприятного эффекта переноса, т.е. укрепления курса рубля, на горизонте ближайших 12-18 месяцев невелика. Наконец, размышляя о перспективах на 2П21, мы считаем последнее решение ОПЕК+ по увеличению добычи проинфляционным, так как восстановление инвестиций и производственной активности в секторе добычи полезных ископаемых, вероятно, будет дополнительно способствовать восстановлению внутреннего спроса. В целом данные платежного баланса указывают на то, что внешняя конъюнктура не помогает в борьбе с инфляционным давлением.

Альфа-Банк Рынок акций

Ул. Каланчевская, 27 Москва, Россия 107078
+7 (495) 795-3712

Начальник дирекции Ценных бумаг Михаил Грачев
+7 (495) 7857404 mgrachev@alfabank.ru

Начальник управления Акции Константин Шапшаров
+7 (495) 228 8828 kshapsharov@alfabank.ru

Аналитический отдел

Начальник отдела

Борис Красноженов bkrasnozhenov@alfabank.ru
+7 (495) 795-3612

Макроэкономика

Наталья Орлова, Ph.D. norlova@alfabank.ru
+7 (495) 795-3677

Стратегия

Джон Волш jwalsh@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 8238)

Металлы и горная добыча

Борис Красноженов bkrasnozhenov@alfabank.ru
+7 (495) 795-3612

Юля Толстых yatolstyh@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 8681)

Радмир Фаттахов rifattakhov@alfabank.ru
+7 (499) 923 6697 (доб. 8380)

Нефть и Газ

Никита Блохин NBlokhin2@alfabank.ru
+7 (499) 923 6697 (доб. 8037)

Торговые операции и продажи (Москва)

Международные продажи

Александр Зоров azorov@alfabank.ru
+7 (495) 745-5621

Светлана Голодинкина sgolodinkina@alfabank.ru
+7 (495) 785-7416

Торговые операции

Артем Белобров abelobrov@alfabank.ru
+7 (495) 785-7414

Потребительский

Евгений Кипнис ekipnis@alfabank.ru
+7 (495) 795-3713

Олеся Воробьева oovorobyeva@alfabank.ru
+7 (499) 681-3075

Финансы

Евгений Кипнис ekipnis@alfabank.ru
+7 (495) 795-3713

TMT, Сельское хоз-во

Анна Курбатова akurbatova@alfabank.ru
+7 (495) 795-3740

Олеся Воробьева oovorobyeva@alfabank.ru
+7 (499) 681-3075

Перевод

Анна Мартынова amartynova@alfabank.ru
+7 (495) 795-3676

Спец. по данным/Аналитик

Денис Дорощев didorofeev@alfabank.ru
+7 (499) 923-6697 (доб. 8086)

РЕПО

Вячеслав Савицкий vsavitskiy@alfabank.ru
+7 (495) 783-5107

Олег Морозов omorozov@alfabank.ru
+7 (499) 923 6697 (доб. 6972)

Альфа Директ +7 (495) 786-4886

© Альфа-Банк, 2021 г. Все права защищены. Генеральная лицензия ЦБ РФ № 1326 от 16 01 2015 г.

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация являются исключительной собственностью Альфа-Банка. Несанкционированное копирование, воспроизводство и распространение настоящего материала, частично или полностью, в отсутствие разрешения Альфа-Банка в письменной форме строго запрещено. Данный материал предназначен АО «Альфа-Банк» (далее – «Альфа-Банк») для распространения в Российской Федерации. Он не предназначен для распространения среди частных инвесторов. Несмотря на то, что приведенная в данном материале информация получена из публичных источников, которые по мнению Альфа-Банка, являются надежными, Альфа-Банк, его руководящие и прочие сотрудники не делают заявлений и не дают заверений ни в прямой, ни в косвенной форме, относительно своей ответственности за точность, полноту такой информации и отсутствие в данном материале каких-либо важных сведений. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, могут быть изменены без предупреждения. Альфа-Банк не дает заверений и не заявляет, что упомянутые в данном материале ценные бумаги и/или суждения предназначены для всех его получателей. Данный материал распространяется исключительно для информационных целей. Распространение данного материала не является деятельностью по инвестиционному консультированию. Информация, приведенная в данном материале, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Альфа-Банк и связанные с ним компании, руководящие сотрудники и прочие сотрудники всех этих структур, в т.ч. лица, участвующие в подготовке и издании данного материала, могут иметь отношения с маркет-мейкерами, а иногда и выступать в качестве таковых, а также в качестве консультантов, брокеров или представителей коммерческого, или инвестиционного банка в отношении ценных бумаг, финансовых инструментов или компаний, упомянутых в данном материале, либо входить в органы управления таких компаний. Ценные бумаги с номиналом в иностранной валюте подвержены колебаниям валютного курса, которые могут привести к снижению их стоимости, цены или дохода от вложений в них. Кроме того, инвесторы, вкладывающие средства в ценные бумаги типа АДР, стоимость которых изменяется в зависимости от курса иностранных валют, принимают на себя валютный риск. Инвестиции в России и в российские ценные бумаги сопряжены со значительным риском, поэтому инвесторы, прежде чем вкладывать средства в такие бумаги, должны провести собственное исследование и изучить экономические и финансовые показатели самостоятельно. Инвесторы должны обсудить со своими финансовыми консультантами риски, связанные с таким приобретением. Альфа-Банк и их дочерние компании могут публиковать данный материал в других странах. Поскольку распространение данной публикации на территории других государств может быть ограничено законом, лица, в чьем распоряжении окажется данный материал, должны быть информированы о таких ограничениях и соблюдать их. Любые случаи несоблюдения указанных ограничений могут рассматриваться как нарушение закона о ценных бумагах и других соответствующих законов, действующих в той или иной стране.