



ЦЕНТР МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИХ ИССЛЕДОВАНИЙ

---

Январь 2012

**Основные причины оттока капитала из России**



## ВВЕДЕНИЕ

Отток капитала в целом за последние полтора года носил разный характер. В конце 2010 года у российских банков образовалась «избыточная ликвидность», которая сначала была вложена в том числе в иностранные депозиты, но потом постепенно израсходована на кредитование и покупку облигаций российских компаний с доходностью, несколько более низкой, чем на мировых рынках.

Уникальность периода между IV кварталом 2010 года и II кварталом 2011 года заключалась в том, что в это время крупные российские заемщики активизировали свои займы на внутреннем рынке. Поскольку большинство крупных российских компаний зарегистрировано в зарубежных юрисдикциях, кредитование или покупка облигаций таких компаний банками может отражаться на их балансах как кредит нерезидентам и регистрироваться как отток капитала. Поэтому можно констатировать, что в конце 2010 – середине 2011 года оттока капитала из России носил специфический характер – это был рост кредитования российских компаний, но через иностранные юрисдикции.

Кроме того отток капитала происходил на фоне увеличения (хотя и медленного) внешних долговых обязательств и притока капитала в другие развивающиеся страны (то есть на фоне «валютных войн»).

Начиная с сентября 2011 года, как и в кризисный период, отток капитала был в значительной степени связан с невозможностью рефинансировать ранее взятые долги. При этом ситуация в России в этот период мало отличалась от ситуации в других развивающихся странах.

По нашей оценке, глубинной причиной оттока капитала в конце 2010 и на протяжении первой половины 2011 года является нестерилизованное использование в конце 2010 года средств Резервного фонда для финансирования дефицита государственного бюджета. В 2011 году на фоне изменившейся ситуации на глобальных рынках выброс денежной массы привел к оттоку капитала при замедляющейся инфляции.

Ксения Юдаева<sup>1</sup>

Директор Центра макроэкономических исследований

---

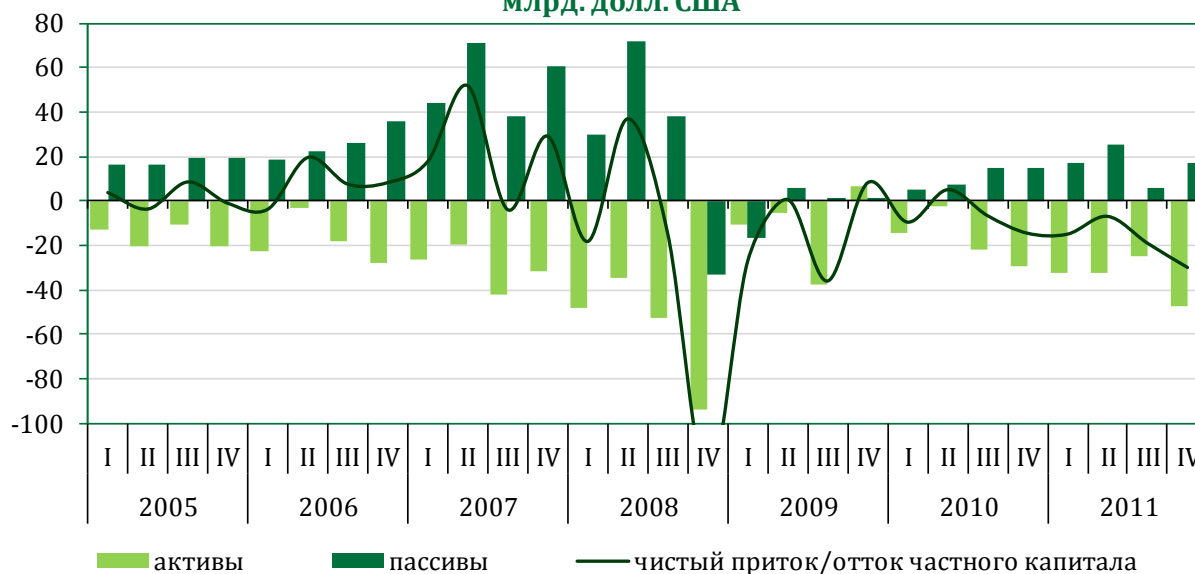
<sup>1</sup> Автор выражает благодарность ведущему аналитику ЦМИ Михаилу Матыцину за помощь в написании обзора

## ОБЩАЯ СИТУАЦИЯ С ОТТОКОМ КАПИТАЛА ИЗ РОССИИ В ПОСЛЕДНИЕ ГОДЫ

На протяжении большей части двадцатилетней истории современной России частный сектор вывозил капитал из страны. Это явление в 1990-х – начале 2000-х годов было принято называть бегством капитала и объяснять плохим инвестиционным климатом. Исключением стали два предкризисных года – 2006–2007, когда наблюдался массивный приток капитала в страну. С некоторыми перерывами такая ситуация сохранялась еще некоторое время – до начала кризиса осенью 2008 года. С осени 2008 года возобновился отток капитала из России, который прерывался только в IV квартале 2009 года и во II квартале 2010 года, когда возникла иллюзия возвращения к ситуации 2006–2007 годов. Отметим еще одну закономерность – для России характерно усиление оттока капитала или замедление его притока в I квартале каждого года. При этом из-за специфического характера осуществления государственных расходов на декабрь каждого года приходится всплеск роста денежной массы.

Начиная с III-IV квартала 2010 года отток капитала носит постоянный характер. Россия не была затронута «валютными войнами», то есть массивным притоком капитала в развивающиеся страны на фоне осуществления Федеральной резервной системой США новой программы «количественного ослабления» (QE2). До июля 2011 года отмечался затихающий характер оттока капитала, но начиная с августа 2011 года отток снова усилился.

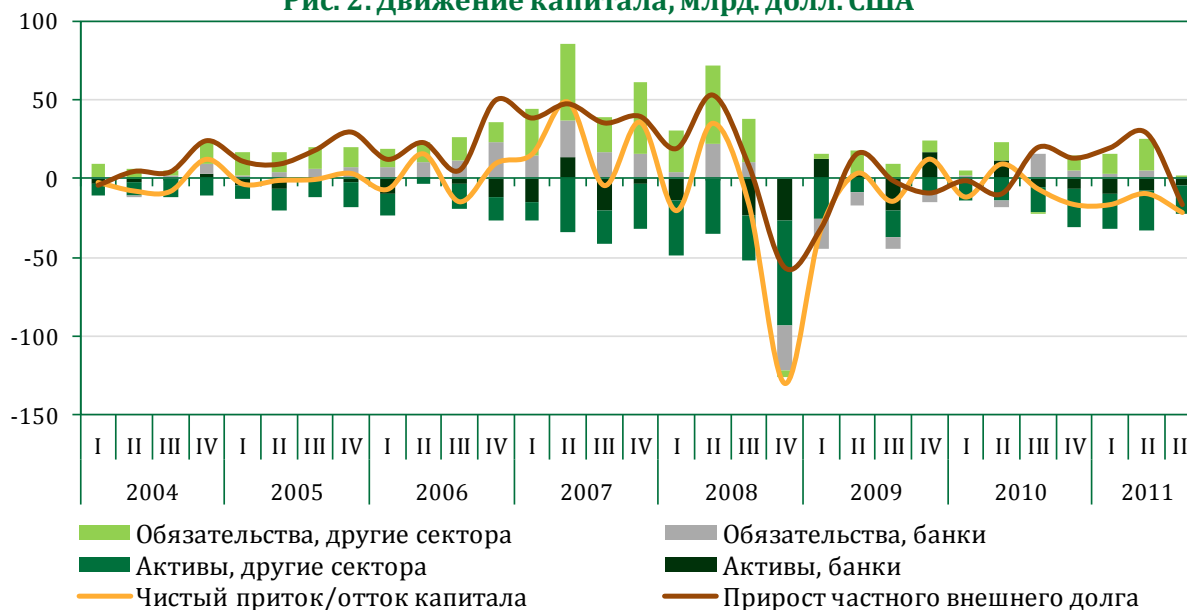
**Рис. 1. Изменение иностранных активов и пассивов банков и корп. сектора, млрд. долл. США**



Источник: ЦБР, расчеты ЦМИ

С учетом такой динамики притоков–оттоков капитала из России можно констатировать, что характерной для страны является ситуация оттока, а не притока капитала. Именно поэтому общим местом в последнее время стала характеристика ситуации не как усиления оттока, а как окончания или резкого сокращения притока капитала, которая сохранялась до конца 3-го квартала 2011 года. Судя по предварительным данным, в 4-м квартале на фоне обострения кризиса в еврозоне усилился отток. С учетом того, что в 2007–2008 годы глобальная экономика была перегрета, можно даже выдвинуть гипотезу, что массивный приток капитала в Россию и в некоторые другие похожие страны был своего рода отражением наличия пузыря на глобальном рынке, который начал сдуваться после кризиса 2008 года. Единственная проблема этой интерпретации состоит в том, что после объявления в США политики QE2 многие развивающиеся страны захлестнула волна притока капитала, которая, однако, обошла стороной Россию.

Рис. 2. Движение капитала, млрд. долл. США



Источник: ЦБР, Haver Analytics, расчеты ЦМИ

Из графиков 1 и 2 видно, что отток капитала в конце 2010 – начале 2011 года действительно мало отличался от значений, зафиксированных в в 2007–2008 годах (до кризиса), а вот приток капитала был существенно меньше, скорее на уровне 2005 – начала 2006 года. Так, среднеквартальный прирост иностранных обязательств с I квартала 2010 года по III квартал 2011 года составил 12 млрд долл. против 34,3 млрд долл. в среднем за квартал в период с I квартала 2005 года по III квартал 2008 года. В III квартале 2011 года на фоне глобального бегства от рисков прирост обязательств российского частного сектора составил всего 0,9 млрд долл., что, впрочем, хотя бы не означает снижения обязательств, которое было зарегистрировано в разгар кризиса 2008–2009 годов (совокупно почти на 50 млрд долл. за IV квартал 2008 года и I квартал 2009 года).

Из графика изменения активов и пассивов частного сектора также видно, что в 2010–2011 годы прирост иностранных активов частного сектора происходил в объемах (22 млрд долл. в среднем за квартал), сопоставимых с показателями докризисного периода (24,2 млрд долл. в среднем с I квартал 2005 года по III квартал 2008 года). При этом в период высоких цен на нефть (например, с III квартала 2007 года по III квартал 2008 года) отмечался даже более существенный, чем в последние два года, прирост иностранных активов российского частного сектора: в среднем за квартал на 39,2 млрд долл.



Источник: ЦБР, Haver Analytics

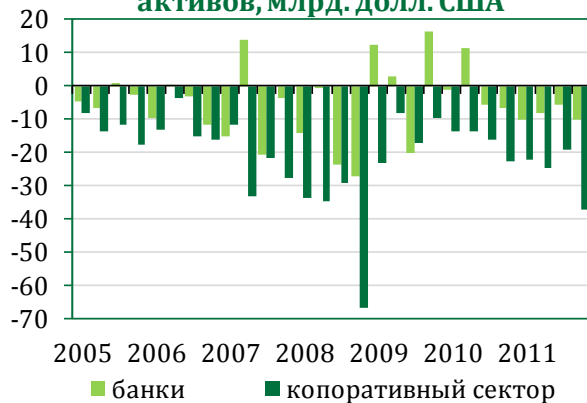
Важный фактор движения капитала – это накопление долга. Основная масса внешнего долга частного сектора была накоплена именно в 2005–2007 годы. К тому времени снизилась долговая нагрузка государства и общая макроэкономическая ситуация в России выглядела очень устойчивой. Во время острой фазы кризиса 2008–2009 годов долг сокращался. Значительная часть оттока капитала в этот момент направлялась на погашение долга. Такую же картину мы наблюдаем и в III квартале 2011 года, когда начался кризис доверия на европейском рынке. В этот период отток капитала составил 18,7 млрд долл., а внешний долг снизился на 19,2 млрд долл. (хотя частично снижение долга связано с эффектом переоценки). А вот в конце 2010 – начале 2011 года объем долга продолжал накапливаться, несмотря на отток капитала. Нечто похожее, но в гораздо меньших объемах происходило в период 2005 – начала 2006 года, но такого существенного различия между притоком капитала и накоплением долга, как в 2010–2011 годах, прежде не наблюдалось.

Можно констатировать, что отток капитала в целом за последние 1,5 года носил разный характер. В период с конца 2010 года и до третьего квартала 2011 года отток капитала происходил на фоне увеличения (хотя и медленного) внешних долговых обязательств и на фоне притока капитала в другие развивающиеся страны (то есть на фоне «валютных войн»). Начиная с сентября 2011 года отток, как и в кризисный период, в значительной степени был связан с невозможностью рефинансировать ранее взятые долги. Это являлось характерной тенденцией не только для России, но и для других развивающихся стран.

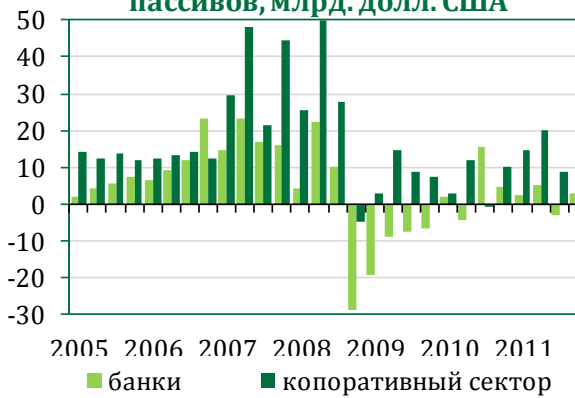
Таким образом, природа оттока капитала в III квартале 2011 года не вызывает больших вопросов, а наиболее странным представляется период между IV кварталом 2010 года и II кварталом 2011 года.

### КАНАЛЫ ОТТОКА КАПИТАЛА

Отток капитала из России в последние полтора года происходит как через банковский, так и через небанковский сектор. Но, как и в предкризисный период, основной вывоз капитала в 2010–2011 годы осуществляется небанковским сектором. При этом в отдельные кварталы 2009 года банки даже снижали свои иностранные активы. Ввоз капитала также в основном происходит через небанковский сектор (исключение – III квартал 2010 года), как до, так и после кризиса. Более того, в 2009 году банки заметно сократили (на 34,2 млрд долл.) задолженность по внешним займам.

**Рис. 4.1. Изменение иностранных активов, млрд. долл. США**

Источник: ЦБР, расчеты ЦМИ

**Рис. 4.2. Изменение иностранных пассивов, млрд. долл. США**

Источник: ЦБР, расчеты ЦМИ

Небанковский сектор может осуществлять вывоз капитала, покупая активы за рубежом, выплачивая ранее накопленные долги и просто размещая за рубежом накопленные средства, к примеру экспортную выручку. Во врезке даны комментарии клиентских менеджеров Сбербанка на тему причин, по которым клиенты могут выводить капитал за рубеж. Если говорить о банках, то в российских условиях банки могут выводить средства, кредитуя нерезидентов. При этом, поскольку большинство крупных российских компаний зарегистрировано в зарубежных юрисдикциях, кредитование или покупка облигаций таких компаний банками может отражаться на их балансах как кредит нерезидентам и регистрироваться как отток капитала. В 2006–2008 годах крупные российские промышленные компании часто кредитовались за рубежом напрямую — либо получая синдицированные кредиты, либо за счет выпуска еврооблигаций. В 2010 году ситуация изменилась.

В этот период компании вновь начинают активно занимать средства, но уже на внутреннем рынке, причем часто в форме облигаций. Почему это происходит? По информации от представителей компаний, процентные ставки по российским займам в рублях после проведения валютного свопа зачастую оказывались ниже, чем возросшие с учетом большей степени риска цены на привлечение капитала напрямую с западных рынков. Но поскольку облигации в России обычно выпускаются через зарегистрированное в офшоре SPV, то операции по покупке облигаций российских компаний, или операции кредитования зарегистрированных за рубежом компаний, имеющих основные производственные мощности в России, должны были быть оформлены как операции по кредитованию нерезидентов. По состоянию на 1 сентября 2011 года в ссудной задолженности нерезидентов перед Сбербанком 87% составляла задолженность компаний, бизнес которых фактически расположен в России. Банкам выгодно кредитовать компании, зарегистрированные в зарубежных юрисдикциях. Заключение сделки в английском праве существенно повышает уровень защиты прав кредитора. К примеру, при заключении сделки на Кипре изъятие ценных бумаг возможно через 3 дня, а в России для этого необходимо 1-1,5 года в связи с длительностью получения решения и несовершенными процедурами процессуального производства.

Таким образом, уникальность периода между IV кварталом 2010 года и II кварталом 2011 года заключалась в том, что в это время крупные российские заемщики активизировали свои займы на российском рынке, однако значительная часть таких займов и выпусков облигаций регистрировалась в статистике притока/оттока капитала как увеличение иностранных активов банков.

**Причины оттока капитала: комментарии клиентских менеджеров**

1. Вследствие проблем у иностранных финансовых институтов со второго полугодия 2011 года возникли серьезные сложности рефинансирования задолженности (как публичной, так и двусторонней) на международных финансовых рынках начиная. Как следствие, часть внутренних заимствований была использована для рефинансирования долгов перед иностранцами.

Данный тренд был до известной степени усилен за счет сложившейся в первой половине года ситуации, когда стоимость рублевого финансирования с последующим свопованием в валюту (через *cross-currency swap*) оказывалась ниже, чем аналогичное по сроку валютное заимствование (как публичное, так и банковское) на международных финансовых рынках. Корпорации (прежде всего экспортеры) могли привлекать средства внутри России в рублях и направлять их на погашение иностранных заимствований, таким образом снижая стоимость заимствований (*cross-currency swap* в этом случае выступает инструментом хеджирования возникающих у экспортеров валютных рисков).

2. Рост внешнего долга на фоне усилившегося оттока капитала в конце 2010 – начале 2011 года может быть частично отнесен к усилившейся в тот момент M&A активности как на внешнем, так и на внутреннем рынке (примерами служат профинансированные Сбербанком сделки по приобретению Новороссийского морского торгового порта консорциумом Транснефть/Сумма Капитал или компании WIND-Telecom группой Вымпелком). В силу своей специфичности такие сделки довольно часто структурируются в юрисдикциях, подчиняющихся (преимущественно) праву Великобритании.

3. Приобретение иностранных активов до сих пор играет заметную роль в трансграничном движении капитала, поскольку, по мнению многих клиентов, кризис открывает интересные возможности по приобретению подешевевших активов за рубежом.

4. Клиенты со сложной корпоративной структурой зачастую привлекают заимствования на нерезидентов, особенно если речь о таких специфических кредитных продуктах, как РЕПО и маржинальные кредиты под залог акций.

Следует отметить, что данные комментарии релевантны, скорее всего, только для крупнейших производителей. Очевидно, что они вряд ли могут быть экстраполированы на весь рынок.

Некоторые случаи сделок, интерпретируемых как отток капитала, по информации клиентов банка:

- крупный металлургический холдинг (цветная металлургия): менеджмент компании ощущает отток капитала из России – в первую очередь в снижении возможностей кредитования иностранными банками (например, Unicredit, BNP Paribas) и в оттоке капитала с фондового рынка, что негативно влияет на котировки;
- металлургический холдинг: торговое финансирование внешнего трейдера было приостановлено инобанками. Были удлинены сроки оплаты по расчетам с трейдером. Высвобождающиеся средства направляются на развитие активов в России;
- крупный многоотраслевой холдинг: реализует ряд крупных инвестиционных проектов за рубежом, в том числе связанных со строительством портовых сооружений. В рамках реализации проектов западные соинвесторы требуют, чтобы компания консолидировала средства на счетах в зарубежных банках для подтверждения платежеспособности;
- авиакомпания: компания приобретает воздушные суда на дочерние структуры, зарегистрированные за рубежом (Бермуды, Ирландия), также на указанные компании оформляется лизинг, что приводит к необходимости наполнять их ликвидностью;
- крупный логистический оператор: часть средств консолидируется за рубежом на цели приобретения иностранных активов у нерезидентов;
- крупный многоотраслевой холдинг: приобретение активов на территории РФ путем оплаты нерезиденту. Со слов клиента, это требование продавца;
- энергетическая компания: покупка активов в Европе стоимостью до 1,5 млрд евро;
- крупный производитель цемента: покупка за счет собственных средств акций европейского конкурента (~700 млн долл.);
- крупный химический холдинг: финансирование приобретения активов за рубежом (~900 млн долл.);
- крупный угледобывающий холдинг: снижение возможностей кредитования дочерними структурами иностранных банков. Поэтому увеличивают объемы кредитования в Сбербанке;
- крупный производитель удобрений: привлечение кредитов для осуществления выкупа миноритариев (через нерезидентов). Акционеры компании (через нерезидентов) активно привлекают кредиты под залог акций.

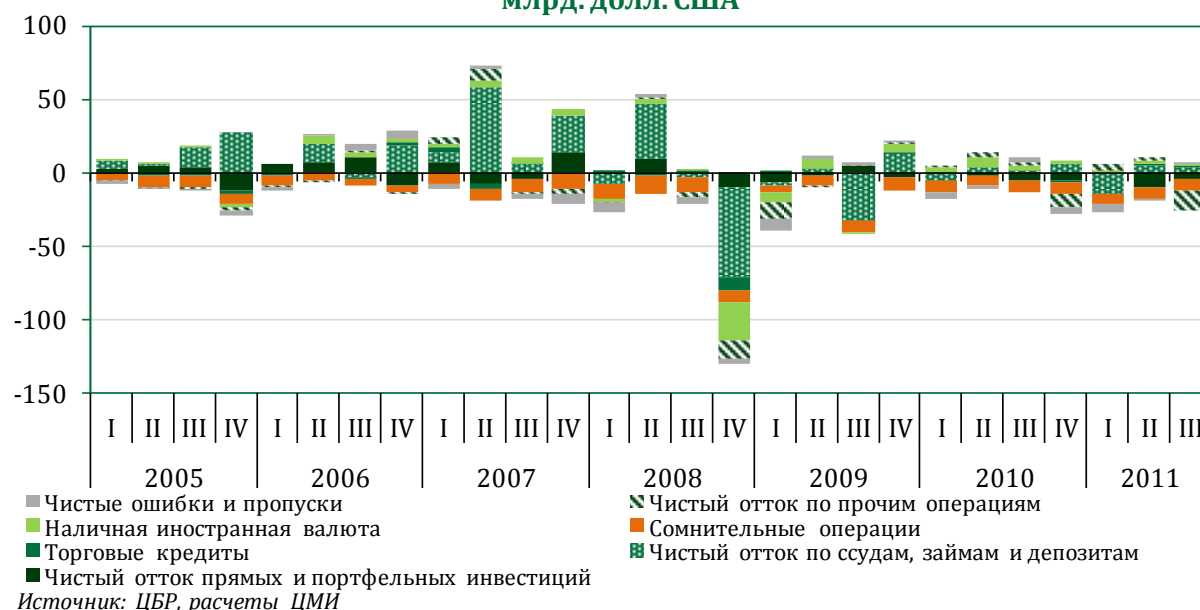


Вернемся к тезису о том, что после острой фазы кризиса в России наблюдалось не усиление оттока, а недоприток капитала при сохранении относительно постоянного (или чуть меньшего) оттока. Теперь более понятна и природа этого оттока. Он действительно связан, как считается, с инвестиционным климатом или качеством российских институтов. Недостатки российской институциональной среды ведут к тому, что через офшоры идет в Россию не только инвестиционный российский капитал, но и кредитные средства от российских банков к российским же компаниям. Таким образом, отток капитала из российской экономики носил несколько специфический характер – это был рост кредитования российских компаний, зарегистрированных в иностранных юрисдикциях или через иностранные юрисдикции. Возможно, такие операции все равно учитываются как рост внешнего долга, что и привело к его увеличению в рассматриваемый период. При этом одним из наиболее частых направлений использования кредитов было замещение иностранного кредитования.

### ПРОЦЕНТНЫЙ АРБИТРАЖ – ФАКТОР ОТТОКА КАПИТАЛА

Еще один интересный вопрос – почему в этот период российские компании переключились на займы на российском, а не на иностранном рынке? В отличие от периода конца 2008 – начала 2009 года или конца III квартала 2011 года говорить о том, что в указанный период внешние рынки были закрыты для российских компаний, сложно. Однако, как уже было отмечено выше, в это время существовал процентный дифференциал между займами в рублях и свопованием таких займов в валютные и прямыми валютными займами. В качестве примера: в феврале 2011 года крупный холдинг по производству минеральных удобрений привлек рублевый кредит по ставке 8% годовых на 2 года; при использовании *cross-currency swap* результирующая ставка в долларах США составила около 4% годовых. Для сравнения: в это же время доходность по еврооблигациям крупнейших российских эмитентов сопоставимого кредитного качества составляла 4,25–4,5% годовых. Этот процентный дифференциал был связан с наличием так называемой избыточной ликвидности в российской банковской системе. Как только избыточная ликвидность закончилась, прекратился и отток капитала (в начале лета 2011 года он сменился притоком), однако кризис доверия в Европе быстро привел к возобновлению оттока, но уже по другим причинам.

**Рис. 5. Каналы чистого оттока(-) и притока(+) капитала частного сектора, млрд. долл. США**



Как видно на графике, иллюстрирующем каналы чистого оттока (-) или притока капитала (+) частного сектора на основе данных платежного баланса (рис. 5), главным каналом чистого оттока

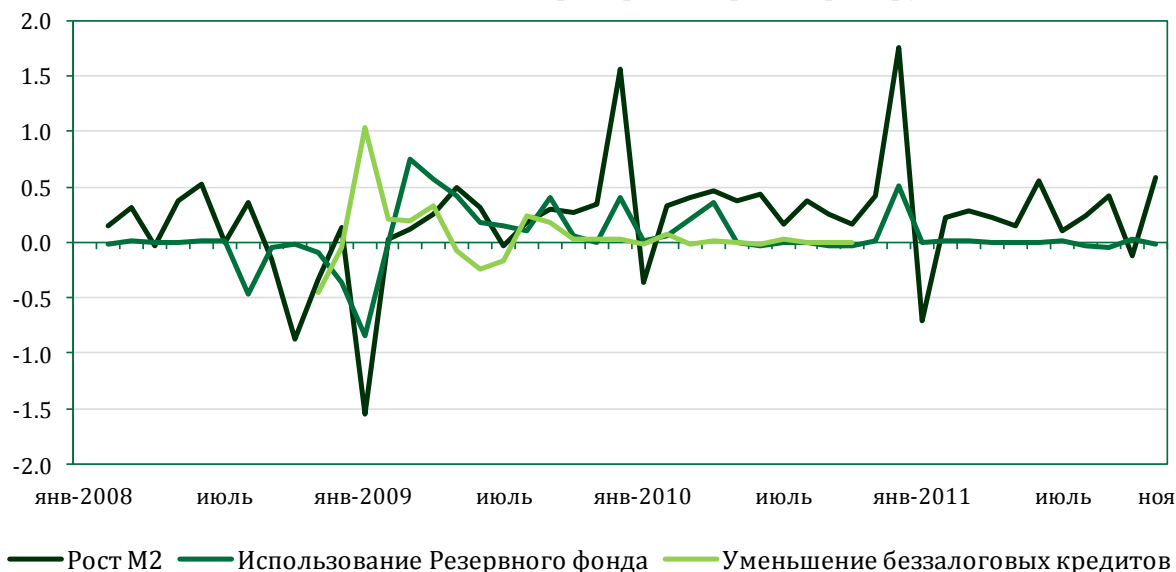


капитала в I квартале 2011 года было отрицательное сальдо операций по ссудам, займам и депозитам: в этот период российские банки активно (11,6 млрд долл.) кредитовали нерезидентов, считающихся таковыми по крайней мере формально, а также «распикивали» ликвидность на депозиты. Во II квартале 2011 года отток капитала по статье «ссуды и депозиты банков» также был весьма значительным (9 млрд долл.), но он был более чем компенсирован притоком по соответствующим статьям как для банков (6,2 млрд долл.), так и для небанковского сектора (7,7 млрд долл.). Также график подтверждает ранее сделанное наблюдение о том, что рост внешнего долга частного сектора в предкризисные годы являлся главным источником притока капитала в российскую экономику.

Кроме того, как видно на графике на рис. 5, в посткризисные годы (за исключением III квартала 2009 года) чистый приток капитала по каналам прямых и портфельных инвестиций был отрицательным, причем чистый отток этих инвестиций увеличился во II квартале 2011 года. Для прямых и портфельных инвестиций, как и в целом для потоков капитала, в посткризисные годы характерна ситуация превышения оттока из России над притоком в страну (14,2 млрд долл. против 8,8 млрд долл. в среднем за 2010–2011 годы), в то время как в докризисный период скорее наблюдалась обратная картина (13,6 млрд долл. против 14,8 млрд долл. в среднем за квартал в 2006–2008 годы). Эта ситуация означает, в частности, что на российском фондовом рынке все более активную роль играют российские, а не иностранные игроки. Данный вывод также хорошо сочетается с тем фактом, что многие банки в послекризисные годы наращивали свои портфели акций и облигаций. При этом рынок облигаций развивался особенно активно: компании стремились использовать именно этот канал займов, являвшийся беззалоговым. Как уже отмечалось выше, часть покупок банками облигаций крупных российских компаний по платежному балансу могла бы быть зарегистрирована как покупка зарубежных активов.

Еще одним каналом оттока капитала, заметным на графике на рис. 5 и заслуживающим упоминания, является отток по статье «Сомнительные операции», или, как называлась эта статья ранее, «Своевременно не полученная экспортная выручка, непоступившие товары и услуги в счет переводов денежных средств по импортным контрактам, переводы по фиктивным операциям с ценными бумагами»: величина оттока капитала по этой статье сохраняется устойчивой в среднем на уровне около 7 млрд долл. уже на протяжении многих лет. Согласно официальной статистике платежного баланса Банка России на данную статью приходится более 40% результирующей величины чистого оттока капитала в I–III кварталах 2011 года (88% – в 2010 году).

**Рис. 6. Ликвидность и резервный фонд, трлн. руб.**



Источник: Минфин, ЦБР

Итак, отток капитала в значительной степени объясняется тем, что в конце 2010 года у российских банков образовалась «избыточная ликвидность», которая была сначала вложена в том числе в иностранные депозиты, но затем – постепенно израсходована на кредитование и покупку облигаций российских компаний с доходностью, несколько более низкой, чем на мировых рынках. Откуда взялась избыточная ликвидность? Как мы уже отмечали выше, ситуация в конце 2010 – начале 2011 года очень напоминает ситуацию начала – середины 2000-х годов. Тогда в России наблюдался большой профицит торгового баланса, и именно он был основным источником формирования ликвидности. Центральный банк во многом работал как валютный комитет, монетизируя приток валютной выручки. В конце 2010 года наблюдалось нечто подобное: рост цен на нефть привел к увеличению сальдо торгового баланса, которое лишь с лагом было компенсировано ростом импорта. Но, на наш взгляд, этот фактор не был основной причиной прироста избыточной ликвидности. В конце 2010 года дефицит бюджета в последний раз, но в значительных размерах был профинансирован за счет средств Резервного фонда. При этом, в отличие от более ранних периодов, данный прирост ликвидности не был компенсирован адекватным снижением беззалоговых кредитов или других источников ликвидности. Поэтому *глубинной причиной оттока капитала в конце 2010 и на протяжении первой половины 2011 года скорее всего является нестерилизованное использование в конце 2010 года средств Резервного фонда для финансирования дефицита государственного бюджета*. В середине 2000-х годов рост наличных денег в таком размере обычно не приводил к длительному оттоку капитала, тем не менее всплески оттока капитала в начале года были характерны и для этого периода. Рост предложения денег компенсировался ростом спроса, что позволяло наращивать денежную массу без значительного эффекта на инфляцию. Спрос на деньги, по нашим оценкам, перестал расти в 2007 году, результатом чего был всплеск инфляции в конце того года. В 2011 году на фоне изменившейся ситуации на глобальных рынках выброс денежной массы привел к оттоку капитала при замедляющейся инфляции.

Отметим, кстати, что, несмотря на наличие «избыточной ликвидности», инфляция не росла, а снижалась. Причиной этого, скорее всего, была грамотная политика ЦБ, который пытался стерилизовать всплеск ликвидности, имевший место в конце 2010 года. Наличие же процентного дифференциала позволило российским компаниям привлекать кредиты по чуть более низким ставкам, чем они могли бы делать на зарубежных рынках. Поэтому подобная ситуация способствовала сохранению темпов роста на уровне около 4%.

**ВОЗМОЖНЫЕ ПЕРСПЕКТИВЫ ДВИЖЕНИЯ КАПИТАЛА В РОССИЮ**

Что будет происходить на российском рынке дальше? Будет ли продолжаться отток капитала или же он остановится либо даже сменится притоком? Однозначного ответа на этот вопрос дать невозможно, все будет зависеть от сочетания внутренних и внешних факторов:

1. в случае обострения кризиса доверия на глобальных рынках, безусловно, будет обостряться отток капитала из России, связанный как с отсутствием возможности рефинансирования уже накопленного долга, так и с ожиданиями девальвации рубля. В этих условиях можно рекомендовать Банку России предоставлять ликвидность системе, несмотря на снижение курса рубля и отток капитала. Более того, можно рассмотреть возможность открытия канала стрессового валютного рефинансирования банков за счет резервов или свопов с иностранными банками. По воздействию на экономику такой подход эквивалентен осуществлению интервенций на валютном рынке, но он позволит сохранить доверие к политике сокращения интервенций, объявленной Банком России;
2. компенсирующим фактором для оттока капитала в будущем выступит рост внутренних процентных ставок. Россия привыкла жить в ситуации отрицательных процентных ставок по депозитам. В предкризисные годы стали нормой низкие положительные или даже отрицательные ставки по кредитам. Размер ставок на депозиты зависел от инфляции и низкой конкуренции на рынках депозитов. В условиях, когда государство выводило деньги из экономики в виде Резервного фонда и в страну шел приток дешевого капитала, депозиты были не нужны. Сейчас ситуация изменилась, и государство само может стать более активным заемщиком. А при наличии серьезных проблем в глобальном финансовом секторе приток капитала будет идти на более жестких условиях, даже если крупнейшие державы мира станут осуществлять политику количественного ослабления (к примеру, ЕЦБ увеличит закупки облигаций европейских стран);
3. поэтому ситуация, при которой Центральный банк превращается в главного поставщика ликвидности, станет нормой, и именно от его действия повлияют на то, будет ли этой ликвидности слишком много или слишком мало. Повторение ситуации конца 2010 года с выбросом большого количества ликвидности может приводить к оттоку капитала, а недостаточное ее предоставление – к росту процентных ставок. Поэтому ЦБ следует более четко определиться с инструментами политики. Сейчас таковым является не только и не столько процентная ставка по РЕПО, сколько объемы предоставления РЕПО. Возможно, есть смысл сосредоточиться на таргетировании какой-либо рыночной процентной ставки, к примеру ставки межбанковского рынка. Или наоборот – поставить перед собой четкие цели по темпам роста денежного предложения;
4. еще один урок из сложившейся ситуации: в условиях, когда отечественные компании зарегистрированы и осуществляют финансовые операции через иностранные юрисдикции, сложно определить настоящие размеры оттока капитала. Наш анализ показывает, что в течение большей части 2011 года фактический отток капитала мог бы быть меньшим, чем юридический. Но решение этой проблемы лежит не в области совершенствования статистики, а в области совершенствования институтов и создания условий, при которых компании и сделки регистрировались бы в России.

**Стандартная оговорка об ограничении ответственности, в обязательном порядке прилагаемая ко всем аналитическим продуктам.****Отказ от ответственности**

Данные, приведенные в настоящем документе, не являются рекомендацией о вложении денег. Информация предоставлена исключительно в ознакомительных целях. Любая информация, представленная в настоящем документе, носит ознакомительный характер и не является предложением, просьбой, требованием или рекомендацией к покупке, продаже, или предоставлению (прямому или косвенному) ценных бумаг или их производных. Продажа или покупка ценных бумаг не может осуществляться на основании информации, изложенной в настоящем документе, и указанных в нем цен. Информация, изложенная в настоящем документе, не может быть использована в основе какого-либо юридически связывающего обязательства или соглашения, включая, но не ограничиваясь обязательством по обновлению данной информации. Она не может воспроизводиться, распространяться или издаваться любым информируемым лицом в целях какого-либо предложения, мотива, требования или рекомендации к подписке, покупке или продаже любых ценных бумаг или их производных. Будет считаться, что каждый, получивший информацию, провел свое собственное исследование и дал свою собственную оценку перспектив инвестиций в инструменты, упомянутые в настоящем документе. Сбербанк России не берет на себя никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки, затраты или ущерб, понесенные в связи с использованием информации, изложенной в настоящем документе, включая представленные данные. Информация также не может быть рассмотрена в качестве рекомендации по определенной инвестиционной политике или в качестве любой другой рекомендации.

Информация не может рассматриваться как обязательство, гарантия, требование, обещание, оферта, рекомендации, консультации и т.д. Банк не должен нести ответственность за последствия, возникшие у третьих лиц при использовании информации, изложенной в настоящем документе.

Банк в праве в любое время и без уведомления изменять информацию, изложенную в настоящем документе

Третьи лица (инвесторы, акционеры и пр.) должны самостоятельно оценить экономические риски и выгоды от сделки

(услуги), налоговые, юридические, бухгалтерские последствия, свою готовность и возможность принять такие риски

Банк не дает гарантии точности, полноты, адекватности воспроизведения информации третьими лицами и отказывается

от ответственности за ошибки и упущения, допущенные ими при воспроизведении такой информации

Информация, изложенная в настоящем документе, не может быть интерпретирована как предложение / оферта или как рекомендация / консультация по инвестиционным, юридическим, налоговым, банковским и другим вопросам. В случае возникновения потребности в получении подобных консультаций следует обратиться к специалистам.