

МАТЕРИАЛЫ КРУГЛОГО СТОЛА

ИНВЕСТИЦИИ В РОССИИ

ЧТО ОПРЕДЕЛЯЕТ ИНВЕСТИЦИОННЫЙ КЛИМАТ?

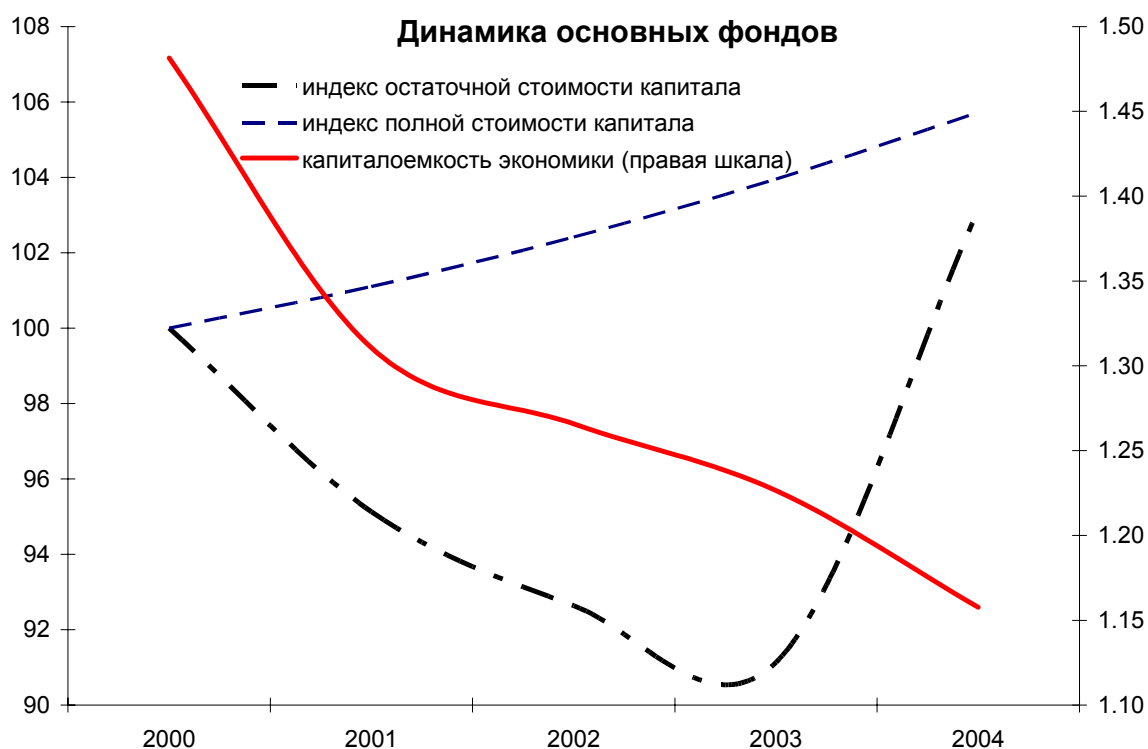
ИНСТИТУТ ОТКРЫТОЙ ЭКОНОМИКИ

22 февраля 2005 г.

МОСКВА

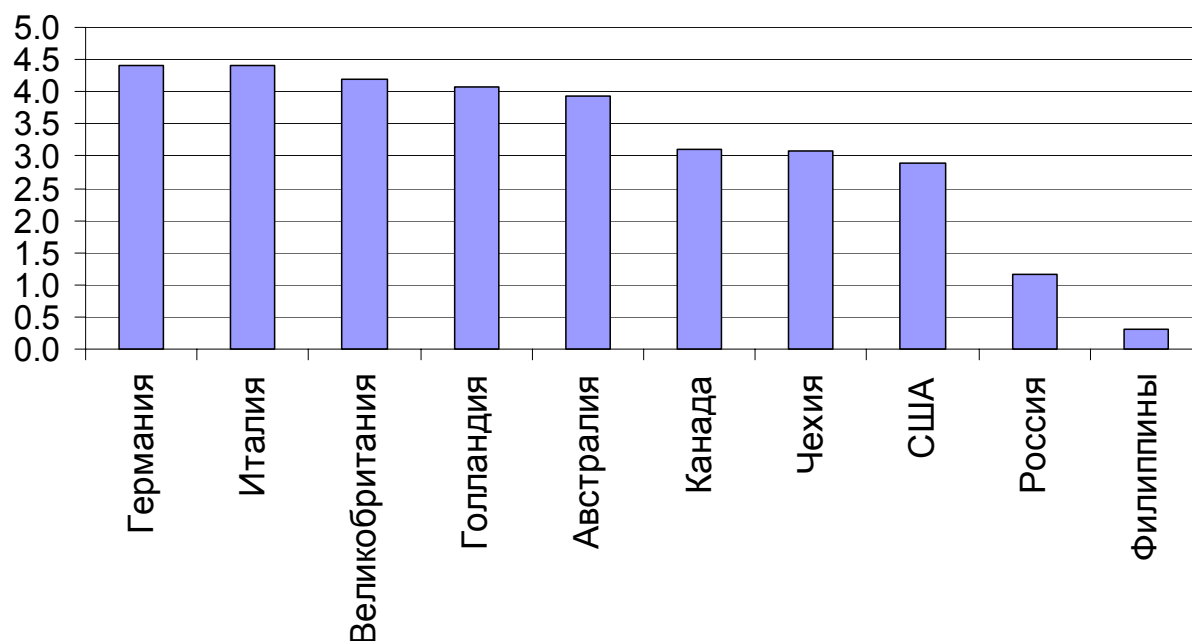
КАПИТАЛ И ИНВЕСТИЦИИ

На протяжении последних лет стоимость капитала (основных фондов) в России снижалась. В течение 2000-2002 гг. *остаточная стоимость* основного капитала сократилось на 10% при росте ВВП на 25%. В 2003 г. статистика зафиксировала значительный рост капитала, но во многом за счет переучета и значительного увеличения остаточной стоимости фондов находившихся на балансе МПС. Фактического увеличения основных фондов в 2003 г. также не произошло.



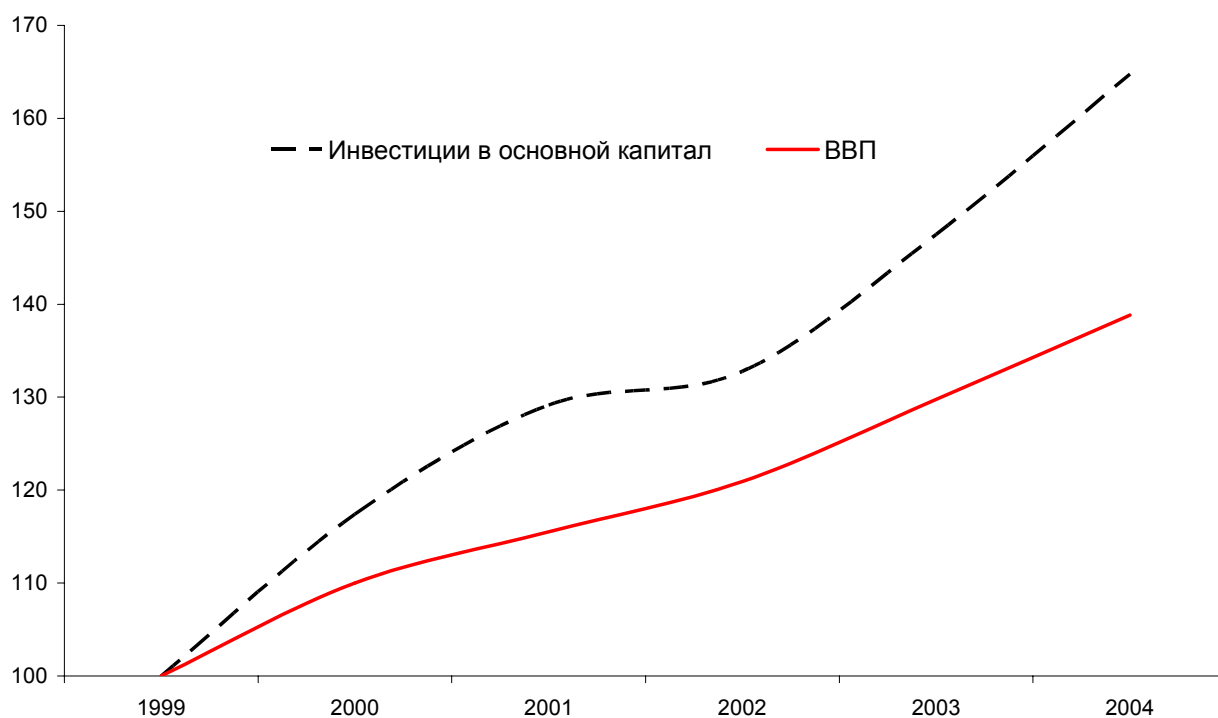
Стоит отметить, что негативная динамика основных фондов вместе со значительным ростом ВВП привела к дальнейшему снижению капиталоемкости экономики России – отношению основных фондов к ВВП. Данный показатель был невысоким и в 2000 г (около 1.5), а на начало 2004 г. он составил 1.15 (для сравнения – в странах с устойчивой экономикой он равен 3–4.5). Таким образом, можно сделать вывод о том, что экономика России недокапитализированна и, следовательно, инвестиции и увеличение основных фондов должны играть важную роль в поддержании высоких темпов роста (в противовес ситуации в развитых экономках, находящихся на сбалансированной траектории развития и растущих в основном за счет технологического прогресса).

Уровень капиталоемкости в различных странах

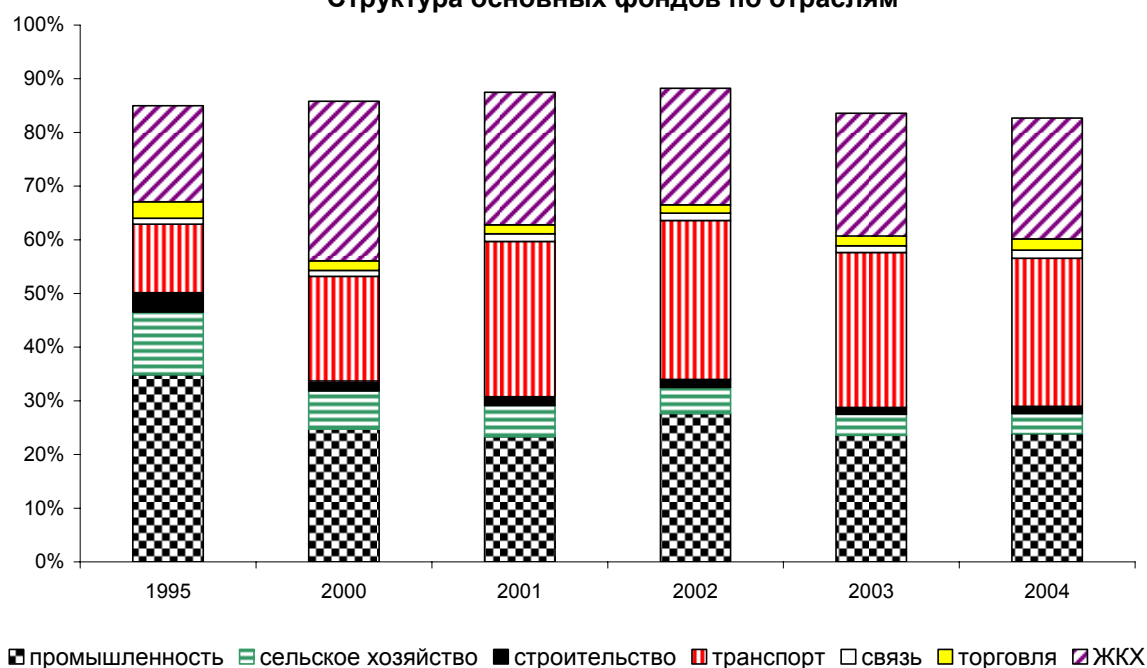


Несмотря на то что, за последние годы накопленный прирост инвестиций в основные фонды превышает прирост ВВП (к 2004 г. они выросли на 65% по сравнению с 1999 г., в то время как ВВП – на 39%). Доля инвестиций в ВВП за счет значительного оттока капитала остается невысокой (16.5% в 2003 г). Этот факт, а также очень высокая степень износа основных фондов является причиной того, что объем основного капитала в стране не увеличивается.

Рост инвестиций и ВВП

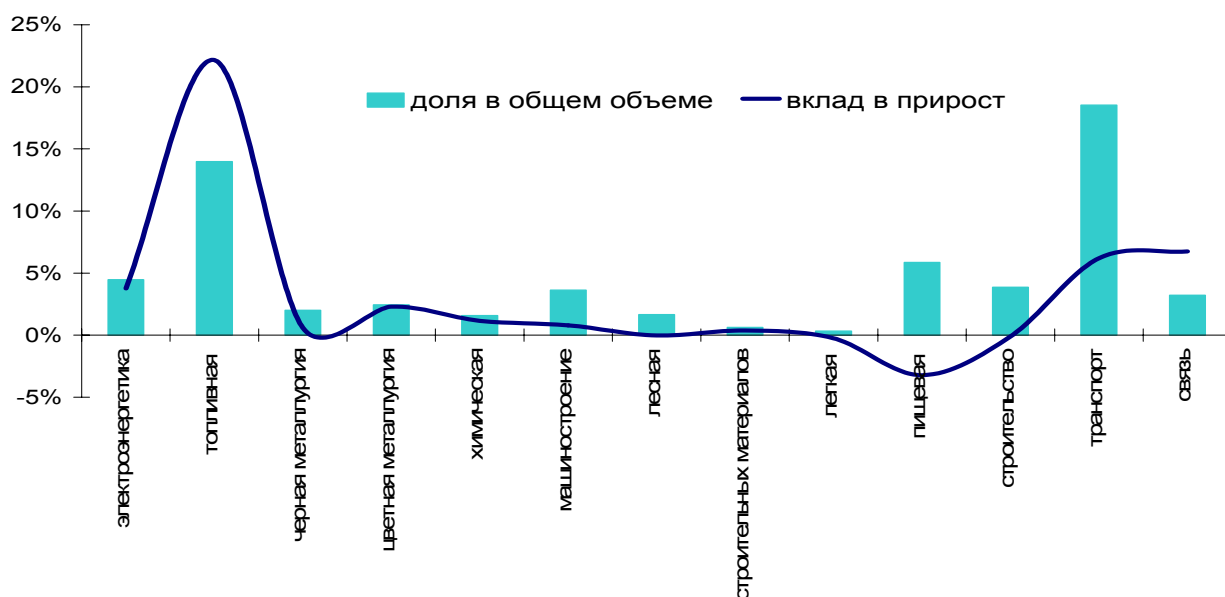


Структура основных фондов по отраслям



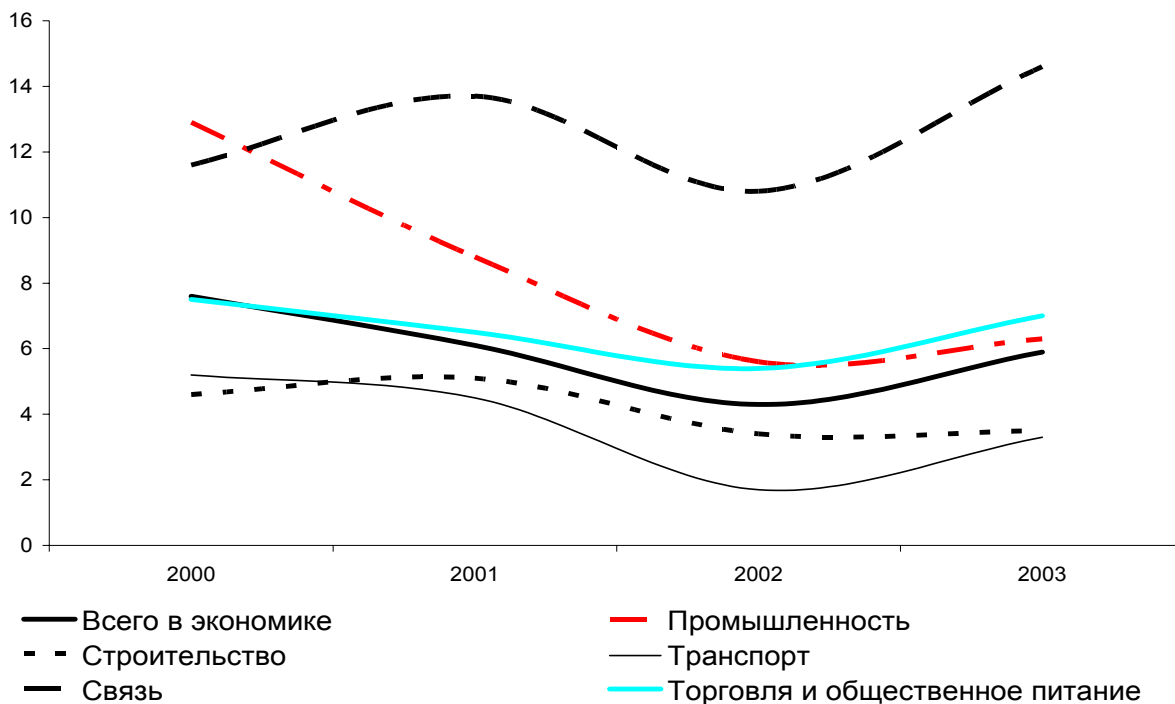
В отраслевом разрезе видно, что бурный рост инвестиции в последнее время наблюдался в топливной (нефтяной и газовой) промышленности и связи. Инвестиции в машиностроении в последние годы не росли. У большинства секторов (исключая топливную промышленность, металлургию, промышленность стройматериалов и связь) их вклад в прирост инвестиций был ниже доли этого сектора в общем объеме инвестиций. Таким образом, можно сделать вывод, что текущая структура инвестиций лишь усиливает сырьевую ориентацию Российской экономики со всеми вытекающими отсюда проблемами. Основными из них являются сильная зависимость от внешней конъюнктуры и замедление технологического прогресса, что как следствие приведет к будущему отставанию от развитых стран, как по уровню развития, так и по темпам долгосрочного роста.

**Инвестиции по отраслям в 2000-2003 гг.:
доля в общем объеме и вклад в прирост**



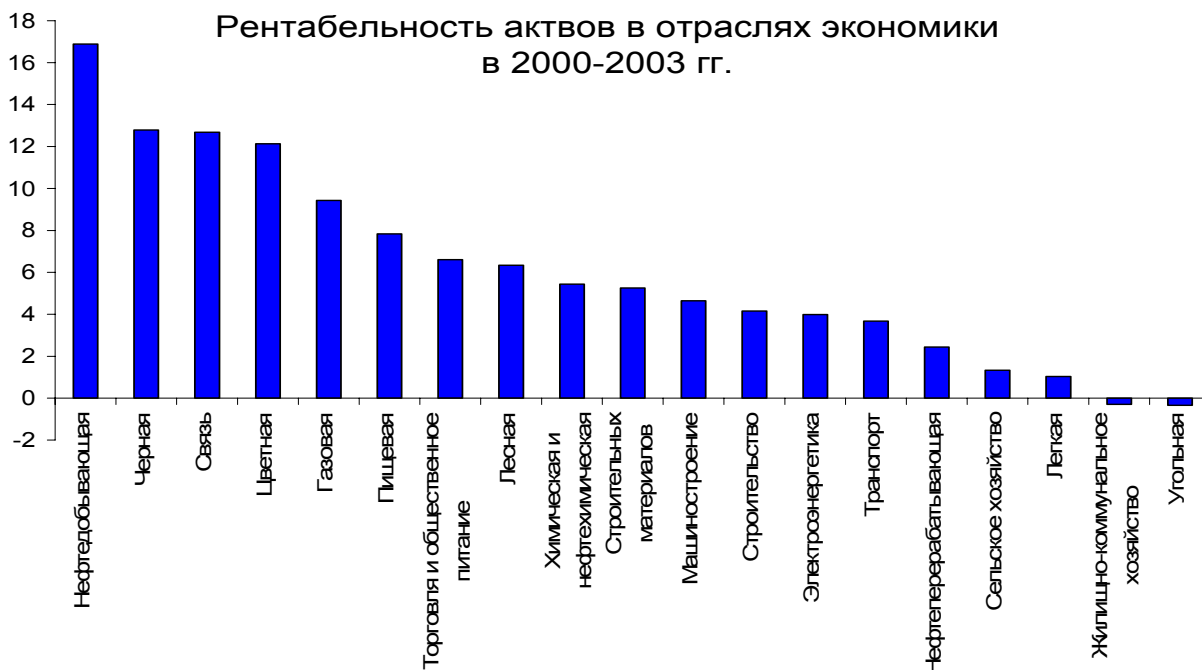
Несмотря на сохраняющуюся недокапитализированность российской экономики средний уровень рентабельности активов в ней находится на не очень высоком уровне в 6%-7%. Скорее всего это связано с низким качеством рабочей силы и плохо развитой инфраструктурой (как следствие высокими издержками производства). Особо огорчает временная динамика рентабельности активов: за 2000 – 2003 гг. она снизилась с 7.6% до 5.9%.

Динамика рентабельности активов по отраслям экономики



По секторам экономики в последние годы рентабельность активов наиболее высокая в сырьевом секторе (нефтепереработке и металлургии). Даже учитывая значительное влияние трансфертного ценообразования официальная рентабельность в этих секторах превысила 10%, фактически она в несколько раз выше. Из остальных секторов стоит выделить связь – в ней рентабельность активов также превышает 10%.

Рентабельность активов в отраслях экономики в 2000-2003 гг.



ГОСУДАРСТВЕННАЯ ИНВЕСТИЦИОННАЯ ПОЛИТИКА

В российской экономике, по нашему мнению, роль государства в поддержке роста и обеспечении эффективности инвестиционных процессов существенна. Это связано, во-первых, с очень низким уровнем развития институтов гражданского общества и рыночной экономики и, во-вторых, со значительной долей сырьевого сектора в экономике.

Для обеспечения эффективности государственной инвестиционной политики должны решаться следующие задачи:

1. развитие и совершенствование институтов рыночной экономики и гражданского общества
2. оценка угрозы «голландской болезни»
3. эффективное использование «излишков» бюджета

1. Развитие и улучшение институциональных факторов

Сокращение административных барьеров ведения бизнеса, снижение уровня коррупции среди чиновников, создание действительно независимой судебной системы (как гражданской, так и арбитражной) – основные цели, стоящие перед правительством в рамках совершенствования институциональной сферы развития бизнеса. Все это ведет к снижению рисков, издержек производства, улучшения инвестиционного климата и росту инвестиций.

Политика Правительства также должна строиться на принципах равенства всех предпринимателей перед буквой закона и методами его применения, отсутствия каких-либо преференций или претензий, основанных лишь на личных дружеских взаимоотношениях или неприязни представителей власти и бизнеса.

2. Оценка угрозы «голландской болезни»

Значительная доля сырьевого сектора в Российской экономике ставит перед Правительством еще одну важную задачу: противодействие синдрому “голландской болезни”. Суть ее состоит в том, что в период высоких мировых цен сырья его добыча и экспорт оказываются очень прибыльными, в силу чего производственная структура экономики, и отраслевая структура инвестиций оказывается смещенной в пользу добывающего сектора, а доля обрабатывающего сектора падает. Последствием этого является замедление технологической и инновационной активности, происходящей преимущественно в обрабатывающем секторе, а также возможно перманентное снижение долгосрочных темпов роста после падения цен на сырье или достижения физических ограничений на его добычу и транспортировку. Цель Правительства в этом случае – создание таких фискальных стимулов, которые смогут восстановить социально оптимальную структуру экономики.

3. Эффективное использование «излишков» бюджета

Создание Стабилизационного Фонда РФ – первый шаг на пути создания оптимальной структуры экономики. Стабфонд на сегодняшний день выполняет две основные функции:

- накопление резервов (для возможных расходов при ухудшении внешней конъюнктуры или для сокращения внешнего долга);
- снижение посленалоговой рентабельности в нефтяном секторе.

Однако экономике необходимы также дополнительные меры, способствующие росту рентабельности перерабатывающего сектора. Средства Фонда могут быть использованы именно на это, а не на повышение пенсий после очередной неудачной социальной реформы. Здесь можно выделить два основных направления: (1) структурная перестройка экономики с помощью макроэкономического регулирования и (2) более активного вмешательства государства в экономику.

В качестве мер макрорегулирования, направленных на рост доходности вложений в перерабатывающий сектор, можно предложить снижение НДС до 13%, введение инвестиционных льгот по налогу на прибыль (конечно при их строгом администрировании). Также важным фактором является упрощение налогового администрирования, которое до 50% увеличивает номинальную налоговую нагрузку. Накопленные в Фонде средства могут быть использованы в бюджете в случае возможных потерь при снижении налогов.

Другим возможным методом повышения эффективности перерабатывающего сектора является участие государства за счет средств Стабфонда в инвестиционных проектах как инфраструктурных, так и высокотехнологичных инновационных. Но при этом необходимо обеспечить создание такой процедуры отбора проектов, которая позволит ликвидировать риск коррупции и неэффективного расходования средств – возможно передача функции отбора проектов независимому агентству, может быть с привлечением ведущей иностранной консалтинговой фирмы. Одним из наиболее эффективных методом вложений в реальный сектор являются инвестиционные проекты, осуществляемые совместно с частным бизнесом.

ИНОСТРАННЫЕ ИНВЕСТИЦИИ В РОССИИ

Несмотря на то, что нет статистической зависимости между объемом иностранных инвестиций и темпом роста экономики, страны, которые наиболее успешны в плане привлечения зарубежных капиталов, обычно отличаются высокими темпами развития. Так, например, в 1997 – 2002 годах средний темп роста реального ВВП в развивающихся странах и странах с переходной экономикой, которые имели соотношение иностранных инвестиций с ВВП в 5% и выше, был равен 4%, в остальных – 1,6%. Как показывают исследования, рассматривая варианты размещения средств, инвесторы уделяют внимание разным группам факторов. При долговых вложениях ключевым вопросом является платежеспособность заемщика, его возможности своевременно обслуживать взятые обязательства; при портфельных инвестициях – ликвидность рынка, динамика валютных курсов; при прямых – стоимость рабочей силы, законодательное обеспечение прав инвесторов, политическая стабильность. В соответствии с этим страны, чьи резиденты достаточно успешно размещают свои долговые обязательства на внешних рынках, могут существенно отставать в плане привлечения прямых иностранных инвестиций, традиционно считающихся наиболее выгодной для реципиента формой иностранных инвестиций.

После резкого падения иностранных инвестиций в российскую экономику в 1998 – 2000 годах, вызванного финансовым кризисом (эффект репутации), в 2001 году приток иностранного капитала в российскую экономику возобновился. Пика он достиг в 2003 году, когда в страну поступило 33,6 млрд. долл. от нерезидентов. В структуре иностранных инвестиций преобладают ссуды и займы, - то есть средства, получаемые как кредиты от иностранных банков, а также как доходы от размещения ценных бумаг за рубежом. В силу низкой ликвидности российского финансового рынка, а также существования высоких политических рисков доли портфельных и прямых иностранных инвестиций невелики, составляя 13% и 25% соответственно (средние показатели за 2001-2004 годы) (рис. 1).

Согласно данным авторитетного международного агентства PRS Group, выпускающего справочник International Risk Guide с оценками странового риска, Россия по степени привлекательности для инвесторов занимает 51 место из 140 оцениваемых развитых и развивающихся стран. Причем, по уровню платежеспособности по долгам и динамике и стабильности экономики она занимает соответственно 28 и 34 места, опережая ряд развитых стран, включая Великобританию. В то же время политические риски оцениваются как чрезвычайно высокие (68 место) и именно их эксперты агентства рассматривают как основные факторы оттока капитала из страны и важнейшие препятствия для иностранных инвестиций. В качестве основных причин складывающейся ситуации отмечается высокая коррупция и административное давление, а также отсутствие прозрачных и демократических процедур в политике и экономике.

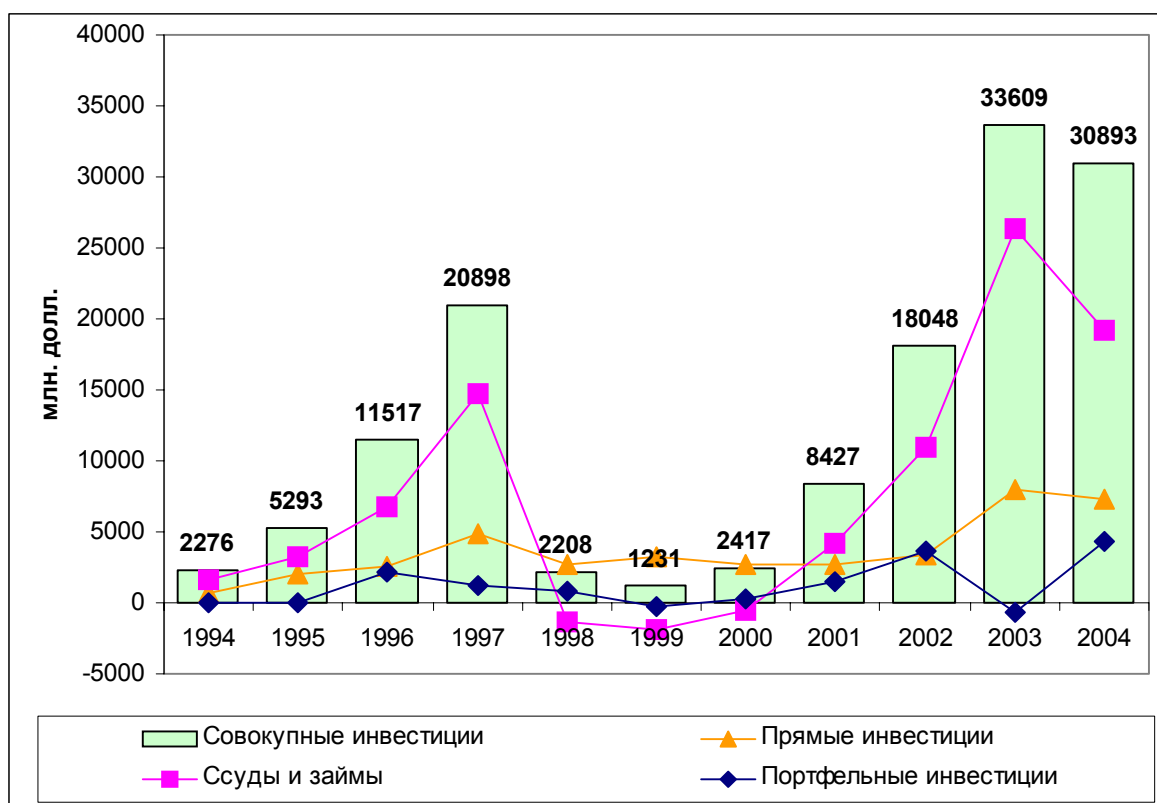


Рис. 1. Динамика и структура иностранных инвестиций

Источник: Банк России

В 2004 году российские банки заняли за рубежом 7 млрд. долл. В структуре привлекаемых средств преобладали краткосрочные синдицированные кредиты, хотя доля долгосрочных привлечений (в основном выпуски евробондов) постоянно растет и составляет в настоящее время уже 45%. Рост иностранных заимствований банков связан, во-первых, с дешевизной иностранных ресурсов, а, во-вторых, с невозможностью привлекать долгосрочные средства в нужном объеме внутри страны. Повышение суверенного рейтинга позволило российским банкам снизить стоимость привлечения средств с зарубежных рынков. Сейчас за счет иностранных ресурсов финансируется большинство программ ипотечного кредитования в России.

Правда, здесь необходимо отметить несколько тревожных моментов. Во-первых, иностранные обязательства российских банков к настоящему моменту времени превысили более чем на 20% иностранные активы (рис. 2). Во-вторых, значительная часть привлеченных средств размещается в рублевые кредиты, что увеличивает валютные риски банков. Как показывают наши расчеты, умеренного роста процентных ставок в США и Европе и девальвации рубля будет достаточно, чтобы поставить под угрозу способность российских банков (а это крупнейшие кредитные организации) своевременно обслуживать взятые на себя обязательства.

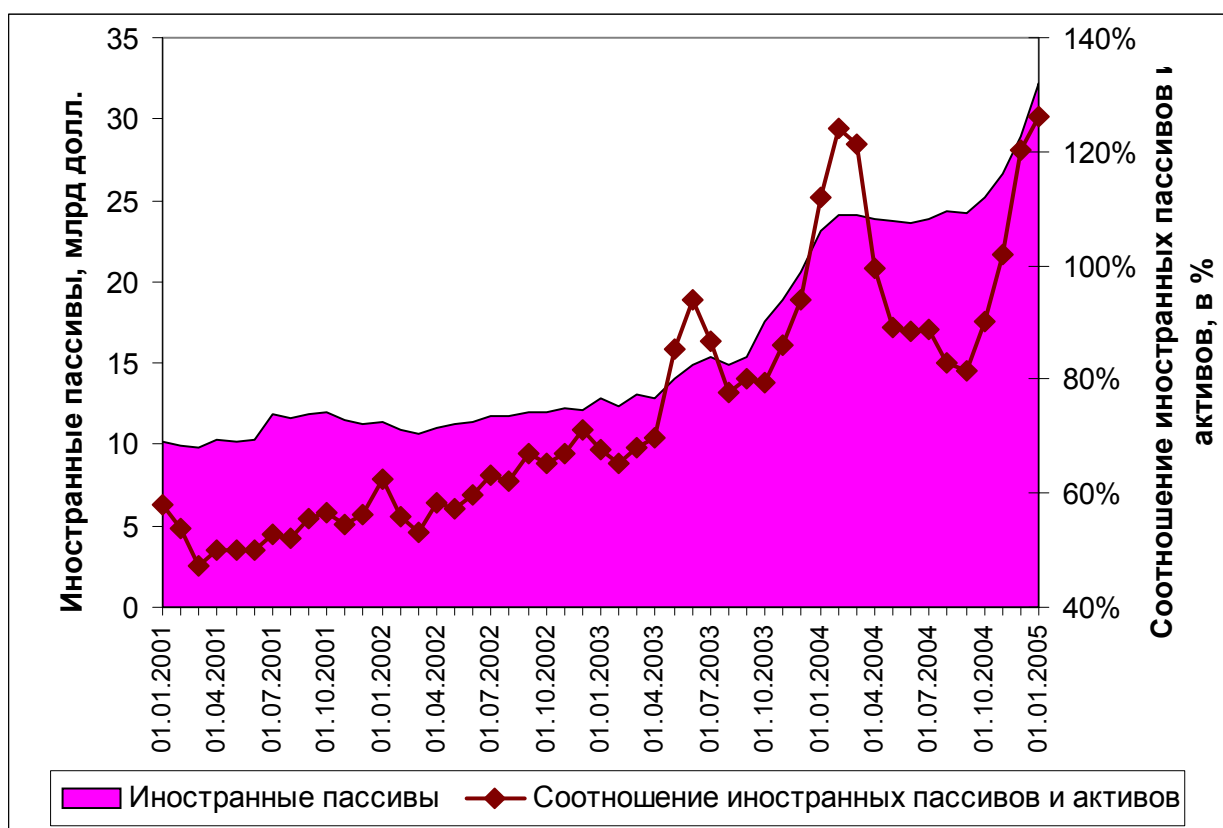


Рис. 2. Иностранные активы и пассивы российских банков.

Источник: Банк России

Российские предприятия в прошлом году привлекли у иностранных компаний и банков в виде ссуд и займов 13,8 млрд. долл., что на 8,6% меньше чем в 2003 году. Несмотря на то, что иностранные заимствования (которые у предприятий реального сектора в отличие банков в основном долгосрочные) выгодны в связи с более низкими процентными ставками на международных рынках по сравнению со стоимостью капитала внутри страны, а также реальным и номинальным укреплением рубля, они в прошлом году не росли. Одновременно прямые инвестиции нерезидентов в российскую экономику сократились с 7,5 до 6,6 млрд. долл. Единственной формой иностранных вложений в российскую экономику, превысившей в 2004 году показатель 2003 года, стали портфельные инвестиции (+3,6 млрд. долл. против сокращения на 0,4 млрд. долл. в 2003 году), которые более краткосрочны и, таким образом, менее подвержены инвестиционным рискам.

БЕГСТВО КАПИТАЛА

Согласно оценке платежного баланса России за 2004 год, представленного Центральным банком объем вывезенного нелегально и по «серым схемам» капитала из страны составил в прошлом году рекордные 31,2 млрд. долл. (+30% к показателю 2003 года). Основную часть этой суммы (более 75%) составила своевременно не поступившая экспортная выручка, неисполненные импортные контракты, а также фиктивные переводы на покупку ценных бумаг. Правда, если сопоставить объемы бегства капитала с величиной внешнеторгового оборота страны и ВВП, то получится, что показатели «серого» и нелегального вывоза средств примерно одинаковы во все последние годы и равняются 8-11% внешнеторгового оборота и 5-6% ВВП (рис. 3).

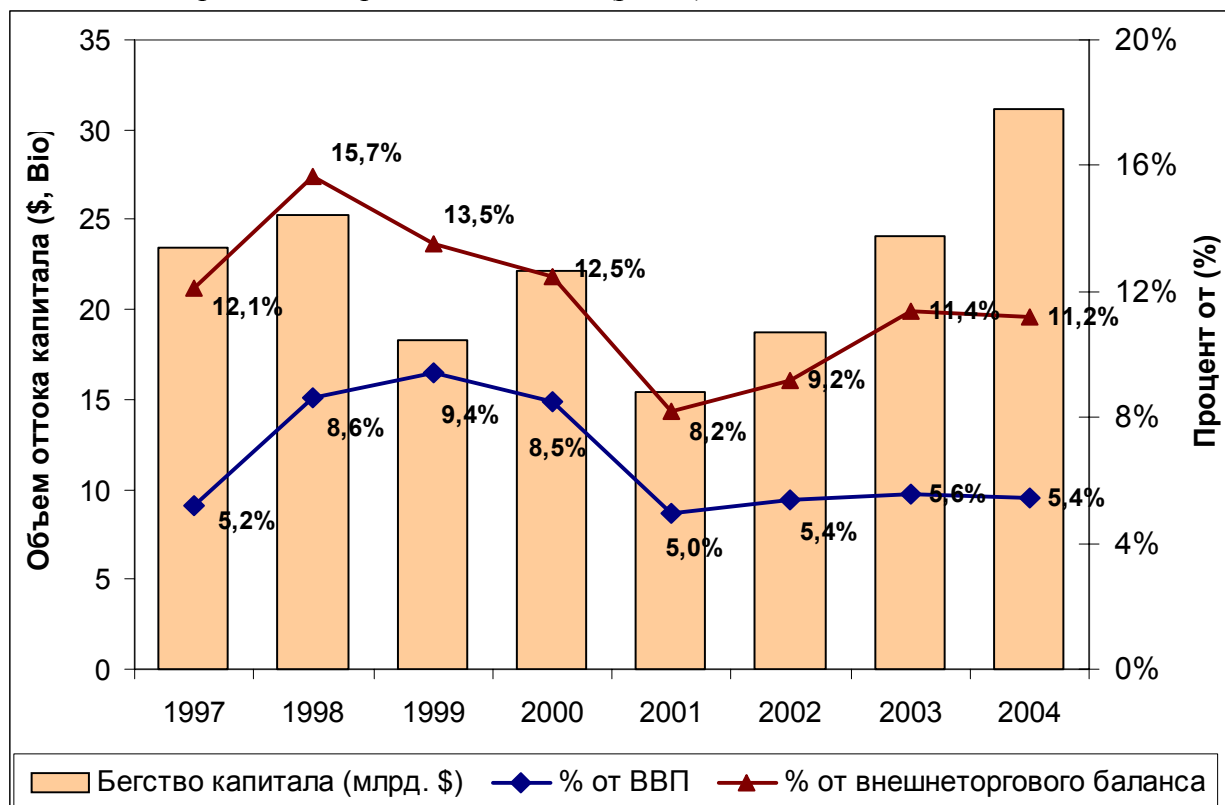


Рис. 3. Бегство капитала из России

Источник: оценка сделана на основании данных Банка России

Однако обращают на себя внимание два обстоятельства. Первое, в 2002 году произошел перелом тенденции сокращения бегства капитала, наблюдавшейся в 1999-2001 годах, и в 2003-2004 годах вывозили из страны денег больше, чем в 2002 году, как в абсолютном, так и относительном выражении. Второе, ни присвоение России инвестиционного рейтинга, ни реальное и номинальное укрепление рубля, по идее, делающие российскую экономику доходным и надежным направлением вложений, не могут переломить тенденцию роста объемов бегства капитала.

Объем чистого вывоза капитала частным сектором (превышение иностранных вложений над величиной обязательств перед нерезидентами по всем инвестиционным операциям, включая как легальные, так и нелегальные) составил по оценке Банка России в 2004 году 7,8 млрд. долл. Он, таким образом, перекрыл показатель 2003 года более чем в 4 раза.

В III квартале 2004 года объем чистого вывоза капитала из России достиг рекордного за все послекризисные годы уровня в 8 млрд. долл. (рис. 4), перекрыв на 0,4 млрд. долл. прежнее «достижение», установленное годом ранее - в III квартале 2003 года. В последнем квартале 2004 года наблюдался чистый ввоз капитала в страну в размере 10,3 млрд. долл., из которых 8,6 млрд. долл. пришлось на банки. Данный результат связан, прежде всего, с номинальным укреплением рубля на 3,5% в ноябре – декабре прошлого года, сделавшим невыгодным размещение средств на счетах в зарубежных банках, а также переносом банками в связи с кризисом лета 2004 года размещений еврооблигаций. То есть он был обусловлен скорее конъюнктурными соображениями, а не реальным сдвигом в поведении российских и иностранных инвесторов.

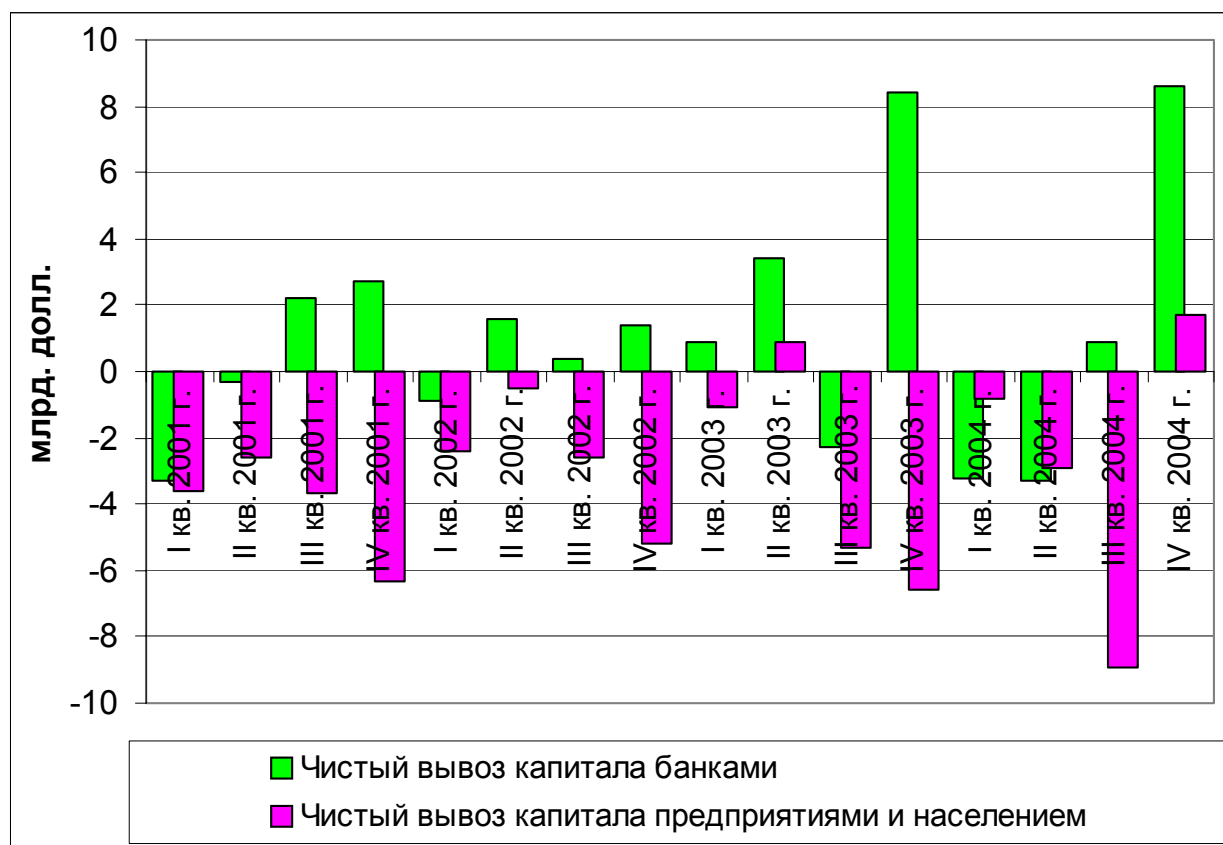


Рис. 4. Чистый легальный вывоз капитала различными секторами экономики в 2001-2004 годах.

Источник: Банк России

Основным экспортером капитала из России является реальный сектор. Банки более жестко контролируются государством, кроме того, они вряд ли могут получать существенную выгоду ни от размещения средств по низким ставкам на международном рынке, ни от создания филиалов и дочерних организаций за рубежом. Предприятия, наоборот, получают выгоду от создания иностранного бизнеса. Во-первых, таким образом, диверсифицируются источники получения доходов. Во-вторых, создание точек продаж, сервисных компаний позволяет более качественно конкурировать на иностранных рынках. В-третьих, приобретение предприятий помогает российским товаропроизводителям обходить барьеры и рогатки, действующие в отношении них во многих развитых странах. Кроме того, манипуляции с экспортными и импортными ценами практически невозможно ни заметить, ни пресечь, и они крайне удобны для вывоза средств за рубеж менеджерами и владельцами компаний для персональных инвестиций.

Иностранные обязательства предприятий и населения выросли в 2004 году на 24 млрд. долл., а активы – почти на 35 млрд. долл. Из последней суммы на легальные инвестиции предприятий и населения за рубежом пришлось всего 6,5 млрд. долл. (-35,6% по сравнению с 2003 годом). Таким образом, можно говорить о том, что, несмотря на осуществленную либерализацию валютного законодательства российские предприятия и граждане предпочитают обходить легальные каналы вывоза капитала из страны, и, причем, в 2004 году данная тенденция даже усилилась.