

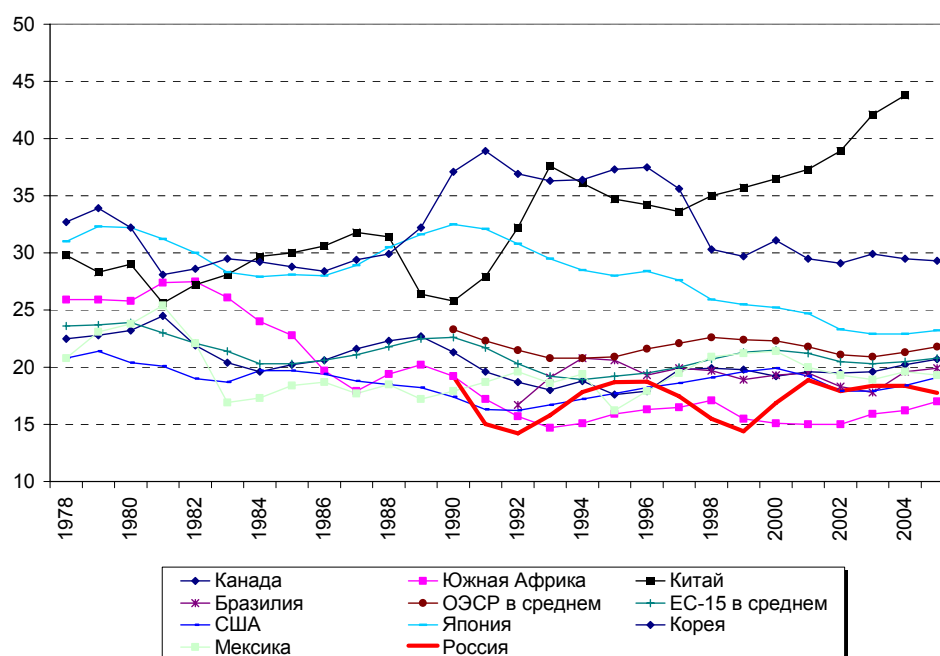


КОММЕНТАРИИ

ИНВЕСТИЦИОННАЯ АКТИВНОСТЬ В РОССИИ: ЧЕГО ОЖИДАТЬ В БЛИЖАЙШЕЙ ПЕРСПЕКТИВЕ?

Несмотря на значительное ускорение роста инвестиций в 2007 г. (21,1% г/г против 13,7% в 2006 г.), Россия остается страной с относительно низким уровнем накопления основного капитала по отношению к ВВП (см. рис. 1)³. Между тем в условиях быстро растущей загрузки мощностей для удержания высоких темпов экономического роста на фоне относительно приемлемой инфляции необходима достаточно высокая инвестиционная активность.

Рис. 1. Доля вложений в основной капитал относительно ВВП по странам мира (в %)



Примечание. ОЭСР и ЕС-15 в среднем без Чехии, Венгрии, Польши и Словакии.

Источники: ОЭСР, Центр развития.

Источниками финансирования инвестиций могут быть иностранный капитал или национальные сбережения.

Соотношение валового притока иностранных инвестиций и всех внутренних инвестиций в основной капитал составило в 2007 г. лишь около 12%, что только на 2 п.п. выше среднегодовых значений последних лет. Не менее трети привлекаемых иностранных инвестиций в январе-сентябре 2007 г., по данным Росстата, расходовалось на погашение кредитов и финансовые вложения (примерно в равных долях), треть шла на инвестиции в основной и оборотный капитал (при этом на инвестиции в основной капитал – лишь 10%), а еще одна треть – на прочие нужды (можно предположить, что на сделки по слияниям и поглощениям).⁴ В 2008 г. привлечение средств с мировых рынков может столкнуться со

³ Несмотря на то, что в 2007 г. этот показатель увеличился до 21%.

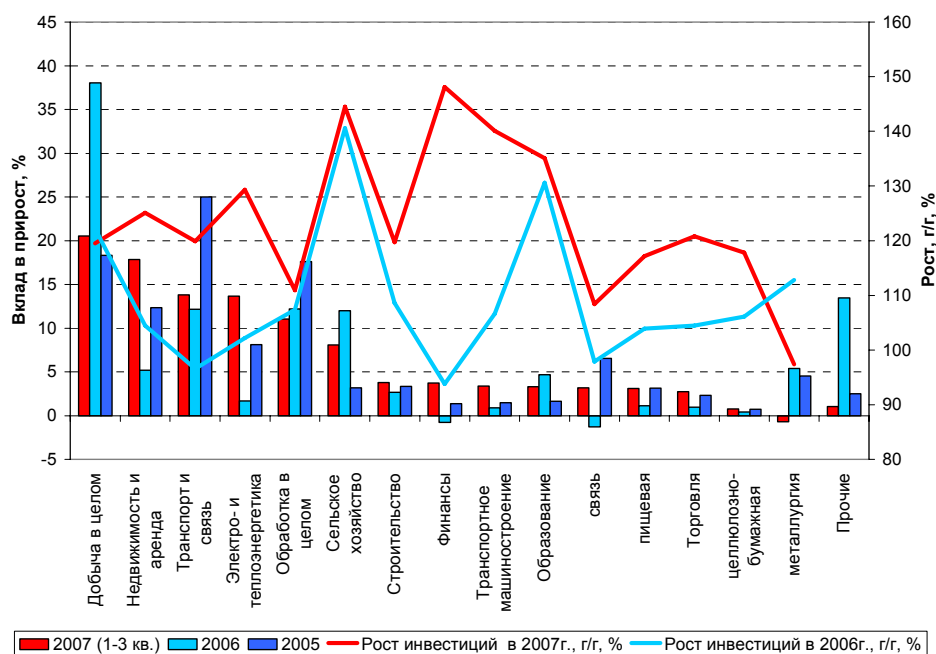
⁴ Объем последних, по оценкам аналитической группы M&A-Intelligence журнала «Слияния и поглощения», составил в 2007 г. около 130 млрд. долл., увеличившись по сравнению с 2006 г. в три раза.



значительными трудностями. Так, в январе 2008 г. масштабы первичных размещений сократились до самого низкого уровня за последние 50 месяцев, а количество поглощений оказалось минимальным с ноября 2004 г. По данным Thomson Financial, цитируемых РБК, в первый месяц года IPO на мировых биржах провели всего 45 компаний, разместив акций на 6,3 млрд. долл. (в январе 2007 г. разместили свои бумаги 203 компании на 35,6 млрд. долл.). При этом было отменено 21 IPO на общую сумму 6,3 млрд. долл. — рекордный показатель за последние два года. Общая сумма полученных компаниями кредитов в январе не превысила 175 млрд. долл., в то время как, например, в мае 2007 г. этот показатель достигал почти 1,4 трлн. долл.⁵ Однако, даже при прогнозируемом полуторо-двукратном замедлении притока иностранных инвестиций в российскую экономику в 2008 г. можно ожидать, что именно сделки по слияниям и поглощениям, а не инвестиции в основной капитал в первую очередь будут подвергнуты «секвестру».

Теоретически даже при полном отсутствии внешних источников финансирования Россия может наращивать темпы инвестирования за счет использования национальных сбережений. Сбережения составляют сейчас около 34% ВВП, а доля инвестиций относительно последних, хотя и выросла с 44% в 2000 г. до 61% в 2007 г., еще далека до предельных значений. С другой стороны, на практике динамика инвестиционной активности очень изменчива и во многом определяется инвестиционными программами естественных монополий и крупнейших сырьевых компаний (прежде всего нефтяного сектора) (см. рис. 2).

Рис. 2. Вклад секторов экономики в суммарный рост инвестиций в основной капитал (п.п.)



Примечание. На диаграмме со строчных букв написаны виды деятельности более низкого уровня классификации видов экономической деятельности, чем остальные.

Источники: Росстат. Центр развития.

⁵ См. «IPO взяли тайм-аут» и «Рекорд на российском рынке M&A», РБК-daily от 5 и 7 февраля 2008 г., соответственно.



Так, ускорение прироста инвестиций в 2007 г. хотя и носило фронтальный характер, но все-таки в значительной мере определялось ситуацией в добыче, электроэнергетике, на транспорте и в операциях с недвижимым имуществом. Эти сектора находятся под сильным влиянием государства и зачастую работают в рамках инвестиционных стратегий, которые носят долгосрочный характер⁶. Этот факт дает возможность с достаточной степенью достоверности прогнозировать динамику роста инвестиций (по крайней мере, на короткий период), если удастся выявить инвестиционные планы крупнейших компаний и понять, насколько точно выполняется заранее намеченный график.⁷

Чего же может ожидать российская экономика в плане инвестиционной динамики в 2008 г.?

Таблица 1. Инвестиции в основной капитал естественных монополий (по текущему среднегодовому курсу⁸, млрд. долл.)

	2000 г.	2003 г.	2005 г.	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г.
Всего по трем (электроэнергетика в целом, РЖД в целом, ОАО "Газпром")	7,8	13,9	20,5	29,2	53,1	76,4	84,9	86,8
Отношение инвестиций большой тройки монополий к инвестициям в экономику (по полному кругу), %	18,4	19,5	16,1	17,3	21,2	22,0	19,3	15,8
Электроэнергетика в целом	1,6	3,6	5,5	6,6	23,0	35,4	38,8	38,0
в том числе								
собственные средства						7,0	9,0	15,2
федеральный бюджет						2,5	2,8	2,2
Прочее						25,9	27,0	20,6
Железнодорожный транспорт	2,6	4,0	5,3	6,4	9,3	15,0	16,5	16,4
- макс. Вариант Стратегии-2030						29,8	34,0	37,8
в том числе частные инвесторы						19,1	19,1	18,7
- мин. вариант Стратегии-2030						24,3	27,8	30,9
В том числе частные инвесторы						17,8	17,8	17,4
ОАО "Газпром" - всего (с учетом трубы)	3,7	6,3	9,7	16,2	20,8	26,0	29,6	32,4

Источники: Росстат, отчеты компаний, Центр развития.

Сразу можно сказать, что быстро серьезной диверсификации экономики не произойдет. Прирост инвестиций, по всей видимости, составит по итогам года 15-17%. Это наиболее вероятный сценарий при условии консервации темпов роста инвестиций в добыче полезных ископаемых и в обрабатывающем секторе на уровне 2007 г. (т.е. около 20 и 10% г/г соответственно). Что касается электроэнергетики, то после ускорения, наблюдавшегося в 2007 г., здесь произойдет снижение темпов роста инвестиций примерно в два раза просто в силу эффекта высокой базы (хотя, судя по отчетности

⁶ Достаточно назвать инвестиционную программу РАО «ЕЭС России» или одобренную в сентябре прошлого года Стратегию развития железнодорожного транспорта до 2030 г.

⁷ Еще в начале прошлого года, после принятия инвестиционной программы РАО «ЕЭС России» на 2006-2010 гг., мы предсказывали увеличение темпов прироста инвестиций в основной капитал на 6-8 п.п. по сравнению с 2006 г.

⁸ Прогноз Центра развития (для 2008-2010гг. - 23,8; 24,4; 25,5 руб./долл., соответственно).



эмитента за четвертый квартал 2007 г., привлечение средств, несмотря на ухудшение ситуации на финансовых рынках, идет в целом почти по намеченному Советом директоров холдинга графику)⁹.

Динамика инвестиционной активности в другом ключевом секторе – на транспорте и связи, на который приходится около 20% суммарных инвестиций в экономику, - определяется как выполнением плана нефтяных компаний и ОАО «Газпром» по развитию трубопроводного транспорта (при этом последний должен увеличить инвестиции почти на треть, доведя их суммарный объем до 26 млрд. долл.), так и началом реализации долгосрочной стратегии развития железнодорожного транспорта. По оценкам ОАО «РЖД», объем инвестиций в отрасль в 2008 г. составит порядка 360 млрд. руб. (примерно 15 млрд. долл.), что почти на 40% ниже минимального среднегодового уровня, предусмотренного Стратегией развития железнодорожного транспорта на 2008-2015 гг., т.е. в первый период реализации долгосрочной программы развития российских железных дорог.

В целом, сильное вовлечение государства или зависимых от него компаний в инвестиционный процесс характерно для стран, добивавшихся в прошлом значимого роста доли инвестиций в ВВП, например для Кореи и Китая, модернизовавшихся «сверху» (см. Рис.1). Конечно, «коррупционные риски» реализации такого сценария крайне велики, и Россия в этом смысле - не исключение. Кроме того, хотя львиную долю средств на реализацию инвестиционных программ электроэнергетики и железнодорожного транспорта планируется привлечь от частных инвесторов (см. Табл. 1), но, если по какой-либо причине государство изменит свои планы, предполагаемого притока частных инвестиций не произойдет и общая динамика инвестиций резко замедлится.

Валерий Миронов

⁹ По данным РАО «ЕЭС России», всего, по состоянию на 31 декабря 2007 завершено 10 (ОГК-5, ОГК-3, ОГК-4, ОГК-2 и ОГК-6; Мосэнерго, ТГК-5, ТГК-1, ЮГК ТГК-8 и Кузбассэнерго) проектов размещения дополнительной эмиссии акций с целью привлечения инвестиций. Объем привлеченных средств составил 322,7 млрд. руб. при запланированном – 312,3 млрд. руб. Суммарный объем денежных средств (с учетом продажи принадлежащих РАО «ЕЭС России» пакетов акций и относящихся к «госдоле» ОГК-5, ОГК-3, ОГК-4, ТГК-1, ЮГК ТГК-8, ТГК-9 и ОАО «Мосэнерго»), привлеченных на реализацию Инвестиционной программы всего холдинга РАО «ЕЭС России» составил почти 612 млрд. руб.