

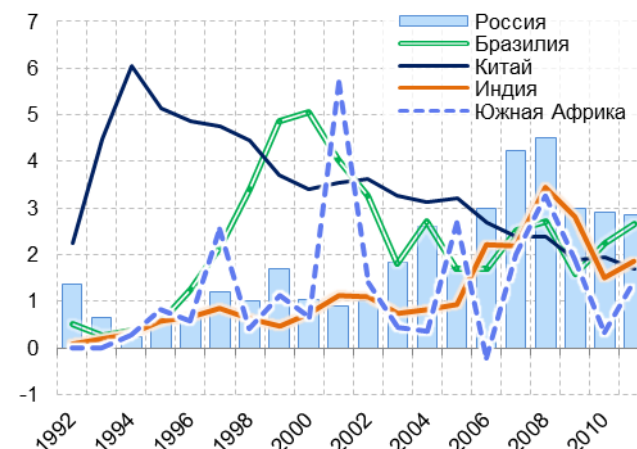
Реальный сектор**4. Россия как опцион типа колл, или Нужна ли инвестиционная привлекательность российской экономике?**

5 июля 2012 г. UNCTAD презентовал в Москве (и мире) свой очередной «World Investment Report-2012», посвященный динамике прямых иностранных инвестиций (ПИИ) в глобальном аспекте. Хотя в России их приток (по методологии Банка России, которую использует ООН) вырос в 2011 г. на 22%, однако их объем был на 30% ниже пика 2008 г., а дальнейшие его перспективы на фоне ослабления рубля относительно валют стран–торговых партнеров (грозящего стать хроническим) негативны.

Презентация доклада UNCTAD о мировых инвестициях позволяет отметить ряд любопытных тенденций в динамике прямых иностранных инвестиций в мире и России. Во-первых, произошел своего рода «раскол БРИКС», с одной стороны, на Бразилию и Китай, которые в 2011 г. заметно превзошли по общему объему годового притока ПИИ уровень 2008 г. (Бразилия – почти в полтора раза, Китай – на 14%), а с другой стороны, на Индию, Россию и Южную Африку, которые на 30–40% отстают от предкризисного максимума. Мы оставляем для отдельного разговора вопрос о структуре ПИИ, хотя нельзя не отметить, что в России в них крайне велика доля реинвестированной прибыли и низка доля green-field проектов, то есть нового строительства⁹.

⁹ В выпуске «Нового курса» № 68 (май 2011 г.) мы уже писали, что в соответствии с методологией ЦБ РФ к прямым инвестициям относится вся реинвестированная в России прибыль иностранцев, а не только реинвестирование в форме взносов в капитал (как в статистике ПИИ у Росстата); при этом Банк России стремится учитывать динамику иностранных инвестиций не только в сегменте нефинансовых предприятий (как Росстат), но и в экономике в целом, охватывая и банковский сектор. Поэтому ПИИ по методологии Банка России кратно больше, чем по оценкам Росстата.

Рис. 4.1. Приток прямых иностранных инвестиций в странах БРИКС в 1992–2011 гг., в % ВВП



Источник: UNCTAD, IMF, расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Во-вторых, Россия и иже с ней из БРИКС отстают по валу ПИИ не только по отношению к двум передовикам БРИКС, но и к развивающимся странам в целом, где уровень 2008 г. превзойден в среднем на 5% (см. таблицу 4.1). Правда, приток ПИИ в развитые страны в 2011 г. был на 27% ниже уровня 2008 г., что может позволить российским властям в очередной раз с гордостью сказать, что у нас дела лучше, чем у них. Однако хорошо понятно, что ситуация в развитых странах связана с европейским долговым кризисом и не меняет в лучшую сторону ситуацию в России, оценки которой усугубляются оперативной информацией: в первом квартале, по предварительной оценке Банка России, было зафиксировано снижение притока ПИИ в Россию почти на 20% по отношению к первому кварталу 2011 г.

Таблица 4.1. Прямые иностранные инвестиции (приток – inward), млрд. долл.

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2011 к 2010	2011 к 2008
Бразилия	33	22	17	10	18	15	19	35	45	26	49	67	137%	148%
Китай	41	47	53	54	61	72	73	84	108	95	115	124	108%	114%
Индия	4	5	6	4	6	8	20	26	43	36	24	32	131%	73%
Россия	3	3	3	8	15	13	30	55	75	36	43	53	122%	71%
Южная Африка	1	7	2	1	1	7	-1	6	9	5	1	6	473%	64%
Мир в целом	1403	826	627	573	742	983	1462	1971	1791	1198	1309	1524	116%	85%
Развитые страны	1138	601	441	369	419	619	978	1307	1020	606	619	748	121%	73%
Развивающиеся страны	258	216	175	184	293	332	429	573	650	519	617	684	111%	105%
G-8	765	341	250	183	254	475	644	821	612	386	427	483	113%	79%
СНГ	5	7	9	16	26	26	43	77	107	63	69	85	123%	79%

Источник: UNCTAD, расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

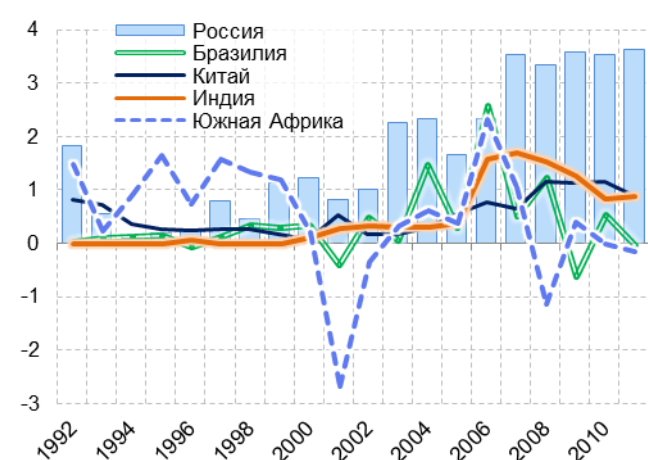
В-третьих, нужно отметить, что с точки зрения соотношения прямых иностранных инвестиций и ВВП ситуация в России находится на грани перелома тенденции. Если, начиная с 2006 г., Россия, по нашим расчетам, занимала первое место среди стран БРИКС по отношению ПИИ к ВВП (опережая, в том числе, и Китай), а в 2008 г.

это соотношение составляло 4,5% ВВП (см. рис. 4.1), то в 2011 г. этот показатель снизился до 2,9%, и богатая не только ресурсами, но и молодым растущим населением Бразилия со своими 2,7% ВВП нашу страну почти догнала. Улучшили свои относительные показатели также Индия и Южная Африка, а Китай продолжил плавное замедление до 1,7% ВВП от пика в 6% ВВП в далеком 1994 г., когда его ВВП в долларовом выражении был ниже уровня прошлого года в 13 раз, а российский – лишь в 7 раз.

Если конъюнктура на рынке нефти не будет улучшаться, то динамика прямых инвестиций в Россию может ухудшиться, ведь если отвлечься от нефтяного фактора, то по степени инвестиционной привлекательности Россия отстает от многих своих конкурентов. С нефтью было связано и относительно стабильное состояние номинального эффективного курса рубля в 2010–2011 гг. (в 2011 г. он даже вырос на 4%), что поддерживало инвестиционную привлекательность России. Но сейчас ситуация тоже на переломе: номинальный эффективный курс рубля падает с апреля (по данным Банка России), в июне это падение ускорилось до 5,8% к маю и составило 1,8% к декабрю 2011 г. Падение курса компенсирует ускоренный рост зарплат и потребления в России, которое, в отличие от многих стран, где в свое время рост относительных удельных трудовых издержек (RULC) сопровождался ростом конкурентоспособности стран на внешних рынках (Япония, Германия и другие¹⁰), не компенсируется усилением инвестиционной и инновационной активности, не говоря уже о перестройке судебной системы, стабилизации прав собственности и снижении технических и институциональных барьеров для бизнеса. Но падение номинального курса рубля (которое при инерционном развитии станет перманентным – процентов на 10–15 в год) может выбить одну из основ предкризисного «инвестиционного бума» в России – стабильность национальной валюты.

¹⁰ Такая ситуация с RULC описана широко известным в экономической науке «парадоксом Калдора», загадка которого связана с активизацией инновационного фактора как компенсатора роста удельных затрат.

Рис. 4.2. Отток прямых иностранных инвестиций в странах БРИКС в 1992-2011 гг., в % ВВП



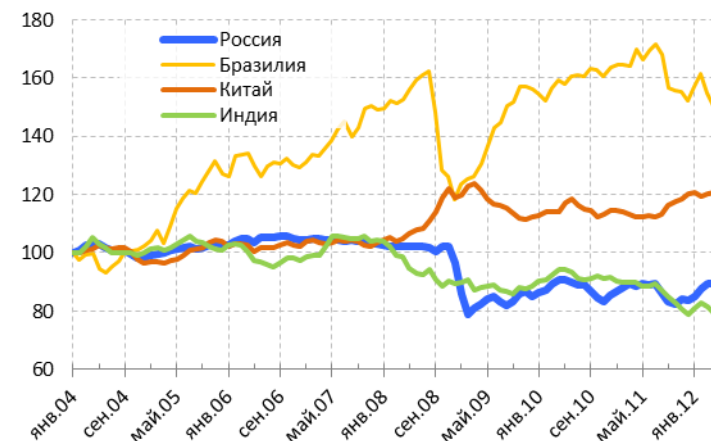
Источник: UNCTAD, IMF, расчёты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

Россия обречена конкурировать с другими странами за привлечение инвестиций, в том числе и инвестиций собственных транснациональных компаний, ищущих себе наиболее эффективного применения. По нашим расчетам, наша страна – единственная из стран БРИКС, которая в последние годы инвестирует за границу даже чуть больше (3,6% ВВП в 2011 г.), чем нерезиденты инвестируют в нашу экономику. Объем накопленных иностранных инвестиций в нашу экономику на начало 2012 г. составил 457,5 млрд. долл., а российских инвестиций за рубеж – 362 млрд. долл. Это больше, чем у Бразилии и Индии, которые накопили за рубежом, по данным «World Investment Report-2012» 203 и 112 млрд. долл. соответственно, и лишь немногим уступает Китаю – 366 млрд. долл. Относительно ВВП «заграничная экономика» России кратно больше китайской, если учесть, что в 2011 г. ВВП Китая в номинальных долларах был больше российского (1850.4 млрд. долл.) почти в 4 раза.

Нужно ли добиваться усиления притока прямых иностранных инвестиций? Да, несомненно, ведь даже если инвестиции российских компаний за рубеж имеют производственный характер и влияют на рост капитализации, то внутренние имеют тот дополнительный плюс, что стимулируют спрос, занятость и экономический рост в России. Кроме того, прямые иностранные инвестиции несут в страну передовые технологии и системы управления. Конечно, если это не замаскированный приток отогнанной за рубеж «серой» экспортной выручки, что часто случается, так как в целом в регионе Юго-Восточной Европы, СНГ и Грузии, где Россия превалирует, треть ПИИ в прошлом голу пришли из Кипра и Британских Виргинских островов – известных офшоров, которые являются двумя крупнейшими инвесторами в регион.

Какая тенденция в среднесрочном плане возобладает в России – усиление оттока или притока капитала? Это зависит не только от финансовой конъюнктуры и усилий бизнеса, но и от действий властей по улучшению инвестиционного климата в России. Что же можно предложить для привлечения инвестиций в российскую экономику помимо базового трио – судебная система, права собственности и

Рис. 4.3. Номинальный эффективный курс национальных валют стран БРИК (100 = янв. 2004 г.; по май 2012 г.)



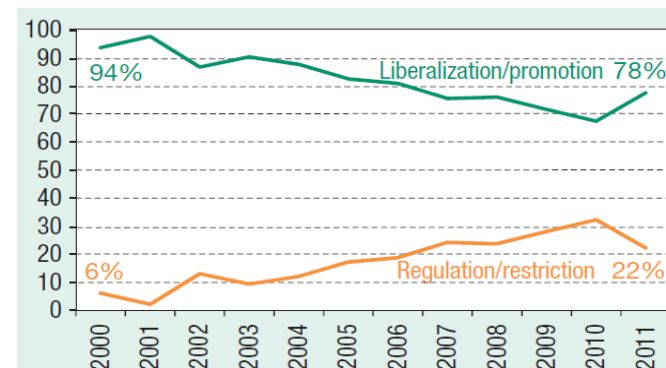
Источник: Bank for International Settlements (BIS).

приватизация и инвестклимат, состояние которых заведомо плохое? UNCTAD в своем докладе в специальной главе отмечает тренд в мире на инвестиционную политику нового поколения, которая, с одной стороны, учитывает возросшую после кризиса роль государства в разных странах и активизацию промполитики (в частности в Бразилии и Аргентине), а с другой стороны, требует взаимной ответственности и свободы передвижения капитала по миру. В России с ее традицией многовекового абсолютизма во всех сферах упор должен быть сделан на второе, а не на первое, что ещё больше усугубит перекося в сторону государства, появившийся еще задолго до кризиса. Нужно учесть, что в прошлом году в мире политика по отношению к ПИИ стала более либеральной, а доля ограничительных мер уменьшилась до 22% от суммы регулятивных нововведений в мире (против 31% в 2010 г., см. рис. 4.4). Единственно значимый пример либерализации этой сферы в России в 2011 г. (который, впрочем, специально был отмечен в докладе UNCTAD – может быть, из-за своей исключительности) – это увеличение размера требующего специального одобрения покупаемого иностранцами пакета акций в добывающих секторах с 10 до 25%. Как говорится, мелочь, но им приятно!

Инвестиционная привлекательность экономики – это, в конечном счете, выгодность конкретных инвестиционных проектов. Традиционно считается, что инвестиционная привлекательность экономики зависит от трех факторов – от суммы необходимых вложений и приведенной стоимости денежных потоков от проекта, которая определяется прогнозными cash-flow и процентной ставкой. Соответственно, правительство в своих официальных программах по улучшению инвестиционного климата (когда они, наконец, появятся) будет делать упор на такие стандартные меры, как развитие инфраструктуры, государственное страхование экспорта, долевое участие государства, снижение инфляции и т. д.

Может быть, в связи с этим стоит применить новый подход и рассматривать переходную экономику России по аналогии с реальным опционом, т. е. как перспективную, но рискованную сферу вложений, как инвестиционный проект с отложенной отдачей? Оценка инвестпроектов по методу реальных опционов часто

Рис. 4.4. Регулятивные изменения в режиме функционирования ПИИ в странах мира, %



Источник: UNCTAD.

используется в сырьевых секторах, однако в условиях мирового кризиса и усиления стремления к хеджированию рисков новые методы оценки инвестпроектов выходят за пределы сырьевого сектора. В этом случае спектр факторов инвестиционной привлекательности расширится в несколько раз – ведь для оценки проекта – опциона в соответствии с методологией Блэка-Шоулза, перенесенной в реальный сектор, необходимо учесть не три, а по меньшей мере шесть факторов. И наиболее эффективными будут не те факторы инвестпривлекательности, на которые делается упор традиционно, а такие, от которых, в соответствии с новыми разделами финансовой теории (отмеченных, кстати, Нобелевской премией), зависит цена и финансового, и реального опциона.

В таком случае для экономики России, как это не парадоксально звучит, в частности, необходимо не снижать, а повышать неопределенность (в позитивном смысле этого слова), т. е. всячески развивать интерес к российскому рынку в мире, делать ставки на прорывные проекты, рискованные, но сулящие сверхприбыли. В прошлом году таких проектов было немного. Вспоминается лишь сделка Exxon Mobil (США) и Роснефти по разработке арктических месторождений, да поглощение российского Полюс-Золота Казах-Золотом за 6,3 млрд. долл.

Нужно увеличивать текущую стоимость денежных потоков от инвестиционных проектов, а для этого нужно сохранить емкий внутренний рынок и не гнаться за снижением издержек на оплату труда, пытаясь конкурировать с Китаем и Индией. Не стоит, конечно, жертвовать лишь борьбой с инфляцией, хотя справедливости ради надо сказать, что рост процентной ставки ведет к росту цены реального опциона в отличие от традиционной оценки инвестпроекта. Однако у высокой инфляции слишком много минусов, которые перевешивают возможные плюсы.

В общем, мы за новую политику повышения инвестиционной привлекательности России. Без нее состоявшееся на днях вступление России в ВТО не будет иметь должного положительного эффекта. А он должен быть! Без нее примеры притока крупного иностранного капитала в Россию станут все более редким явлением. Уйдут и те, кто уже пришел. Тот же СИС – главный суверенный денежный фонд

Китая, который согласился инвестировать 1 млрд. долл. в СП с российским фондом прямых инвестиций (РФПИ) и пока приобрел посредством него совсем небольшой актив – маленькую долю в ВТБ. Но дальше он может настаивать на переводе средств СП в Казахстан и Белоруссию, благо инвестиционная декларация СП это позволяет. Все зависит от реальной инвестиционной привлекательности России. Конкуренты не спят, а капитальные потоки, за которые идет борьба, становятся менее обильными. Предварительные данные текущего года пока говорят о назревающем проигрыше России конкурентам (см. выше о данных первого квартала), а этот проигрыш будет поважнее провала футбольной сборной на Евро-2012, который так огорчил россиян.

Валерий Миронов, Дарья Авдеева