Николай КАЩЕЕВ,
директор аналитического
департамента, Промсвязьбанк

В чем измерять санкции?

Одна из излюбленных тем для рассуждений из не такого уж давнего прошлого — нехватка прямых иностранных инвестиций в российской экономике. На какое-то время эти дискуссии сошли на нет на фоне бума BRICS и вполне активного проникновения в РФ международных торговых сетей и автопроизводителей. Тем не менее отчего бы не попробовать использовать именно этот вид международных финансовых потоков как, вероятно, наиболее «фундаментальный» для измерения непосредственного влияния пресловутых санкций на российскую экономику?

На самом деле, с этой точки зрения инвестиционная история России действительно не слишком богата рядами данных: например, более или менее приличные объемы прямых инвестиций в РФ наблюдаются начиная с 2006 года. Поясним на всякий случай: прямыми инвестициями называются как инвестиции в создание новых компаний и предприятий, так и в приобретение существующих — то есть это в целом инвестиции в акционерный капитал. К ним также относятся некоторые виды инвестиций в долг компаний. Такой вид инвестиций считается наиболее долгосрочным и не слишком подверженным конъюнктуре момента, особенно влиянию ситуации на финансовых рынках, в отличие от портфельных инвестиций, то есть инвестиций в малые объемы, миноритарные пакеты акций ниже определенного размера. Другим видом инвестиций считается приобретение различных долговых обязательств, от простых кредитов до различных инструментов с фиксированной доходностью.

В России с 2006 по 2014 год средняя величина прямых инвестиций в квартальном выражении достигала $13 млрд, что не так плохо. Это меньше, чем в Бразилии и, разумеется, в Китае и примерно сопоставимо с Индией (довольно закрытой экономикой). В 2012 году, по оценке UNCTAD, агентства ООН по торговле и развитию, Россия даже заняла третье место в мире с притоком прямых инвестиций в объеме $94 млрд после Китая ($127 млрд) и США ($159 млрд). Для полноты картины: на четвертом месте находились Британские Виргинские острова, отставшие от России всего на $2 млрд. Российская цифра включала приобретение пакета акций Роснефти British Petroleum, однако, по данным ЦБ РФ, приток прямых инвестиций в этом году составил лишь примерно $70 млрд. Это тоже немало. В 2015 году, по версии UNCTAD, России не было среди первых 20 крупнейших реципиентов прямых инвестиций. Для сравнения: в 2015 году США получили приток

прямых инвестиций в $380 млрд, Гонконг — $175 млрд, Китай (без Гонконга) — $136 млрд, на четвертом месте — Ирландия, $101 млрд.

К слову, источником 60–70% прямых инвестиций в мире до сих пор выступают страны ОЭСР.

Россия одновременно являлась достаточно активным прямым инвестором за рубеж. Как мы знаем, довольно значительная часть таких инвестиций — это сделки, осуществляемые в офшорных юрисдикциях. Тем не менее чистые прямые инвестиции в России за период с 2006 по 2014 год в среднем составляли всего лишь менее минус $180 млн в квартал, то есть показывали слабый отток. Но это происходило на фоне очень высокой волатильности: то глубокий минус — чистый отток, как в 2013 году, 17 млрд за год, то приток — как в 2008 году, свыше $19 млрд по итогам года.

Начиная с третьего квартала 2014 года ситуация с прямыми инвестициями в Россию резко изменилась. Среднеквартальный приток прямых инвестиций упал в семь раз, с $13 млрд до менее $2 млрд и, и лишь четвертый квартал 2016 года изменил статистику ($21 млрд, по версии ЦБ), однако речь снова шла о широко известной однократной сделке. Инвестиции из России упали куда как менее существенно — на 45%, до примерно $7 млрд в квартал. Чистый отток прямых инвестиций вырос до $3.2 млрд в квартальном выражении. Не лишне заметить, что в 2010–2014 годах приток капитала на Британские Виргинские и Каймановы острова из России составил в сумме $77 млрд (17% от общего объема средств, вложенных в эту зону), что ставит РФ на третье место после Гонконга ($148 млрд, треть общего объема) и США ($93 млрд).

Россия в период расцвета нефтяного бума привлекала не только прямые инвестиции. В 2006 году чистый приток частного капитала стал сопоставим с торговым сальдо РФ и достиг почти $50 млрд, а в 2007 году и вовсе без малого $90 млрд, из которых примерно $50 млрд привлекли банки, остальное — реальный сектор. По большей части это были займы за рубежом: банки заняли $70 млрд, а реальный сектор — более $150 млрд, что кратно превосходило объем прямых инвестиций. Однако уже в 2008 году приток капитала сменился оттоком: $133 млрд было куплено за российские рубли, по данным ЦБ. С тех пор чистый отток капитала не прекращался, и он ни разу, вплоть до 2016 года, не был ниже $50 млрд. В 2016 году он упал до $19 млрд, но не прекратился. Не прекратился он и в первом квартале 2017 года.

Очевидно, что можно связать происходящее с санкциями, однако их введение необыкновенно точно совпало с обрушением цен на нефть. В третьем квартале 2014 года цена смеси Brent упала с примерно $113 до $95, а в следующем квартале — до $57. На крымскую операцию нефть практически не отреагировала.

Косвенным подтверждением того, что после 2010 года в мире произошли довольно крупные изменения, является в целом сходная динамика на всех развивающихся рынках после кризиса 2008 года. В 2010 году приток частного капитала в развивающиеся экономики достиг предкризисного максимума — около $1.2 трлн в год. Только держался в этот раз он на таком уровне несколько лет подряд. Впрочем, почти на одном и том же уровне. Одновременно вырос и отток капитала. В итоге чистый капитал, достигнув пика в 2010 году (около $500 млрд), стал снижаться и в 2014 году пересек нулевую черту. В Китае начала тормозить экономика, нефть рухнула в это же самое время, а валюты большой группы развивающихся экономик претерпели девальвацию. Самая глубокая случилась в России и Бразилии, и от былого шарма маркетингового бренда, известного как BRICS, остались приятные воспоминания и малоактивные институты. Скачок прямых инвестиций в США в 2015 году указал, в каком направлении двинулись тогда капиталы.

Можно предположить, что выборочные санкции, введенные ЕС и США против России в 2014 году, были результатом тщательного взвешивания ситуации. С одной стороны, не вводить санкции было для западных руководителей невозможно и немыслимо. С другой стороны, они должны были быть дозированными: несмотря на незначительную долю мирового ВВП, как мы видели, Россия — достаточно серьезный игрок на финансовом поле, в области энергетики а, главное, ввиду обладания ядерным оружием. Менее всего Запад стремится к хаосу на территории ядерной державы, что совершенно понятно.

Именно потому эти санкции носят столь очевидно долгосрочный, стратегический характер: до какой-то достаточно вольно трактуемой точки сторонам не поздно повернуть назад. Это не припирание противника к стенке или загон жертвы в угол, но и не избыточная мягкость. В этом смысле санкции являются, безусловно, тщательно продуманными и достаточно болезненными, учитывая выбор точек их применения.

Главное направление санкционного давления — максимальное сокращение долгосрочных заимствований, как государственных, так и частных, и прекращение импорта технологий. То есть инвестиционная сфера. Кислород полностью не перекрыт, но давление ощутимо: хотя с рефинансированием корпоративного долга объемом в сотни миллиардов долларов проблем пока не возникало, более того, дюрация займов в пять–семь лет не только сохранилась, но соответствующий средний показатель в последние годы даже вырос, объемы привлечения сократились самым серьезным образом.

В среднем с 2010 года по первую половину 2014 года банки занимали в квартал в иностранной валюте $4 млрд, а со второй половины 2014 года возвращали в среднем почти $11 млрд. Реальный сектор до третьего квартала 2014 года занимал более $13 млрд в квартал, а после этой даты — в среднем $700 млн ежеквартально. Речь идет в основном о рефинансировании прошлых займов. Конечно, при всем этом определить, что здесь является следствием санкций, а что — следствием падения цены на нефть, не так-то просто. В конце концов, макроэкономическая ситуация в России, да и в BRICS, как мы уже отмечали, начала ухудшаться особенно заметно уже в 2013 году. Однако из практики известно, что санкции накладывают весьма серьезные ограничения на привлечение все еще очень дешевого капитала для российских заемщиков, причем в момент, когда массированные инвестиции в экономику особенно необходимы.

Заметим, что прямые инвестиции в Россию в поквартальной разбивке начали падать еще в 2013 году, и это в целом соответствует динамике прямых инвестиций как в Саудовскую Аравию и, в меньшей степени, в Чили, так и в Китай. Как и следовало ожидать, сегодня можно заключить, что последствия санкций пока в значительной степени «растворены» в общем ухудшении макроэкономической ситуации из-за падения цен на нефть.

В заключение — пример из микроэкономики, который, возможно, намекает на будущие трудности с качественным прогрессом российской экономики из-за ухудшившейся конъюнктуры в связях с развитыми странами. Малое предприятие в области металлобработки из-за девальвации рубля не может приобрести даже подержанных итальянских или немецких станков, поэтому покупает аналог из Юго-Восточной Азии, который в несколько раз дешевле и является якобы точной копией немецкого оригинала. Теперь для наладки и пуска станка требуется не один месяц, а — условно — полгода. Первое, что делают заводские умельцы — это выбрасывают электронную начинку, меняя ее на оригинальную. Или почти оригинальную. И так далее. Дело в том, что когда в той части Азии начнут производить станки, в достаточной степени приближенные к «первоисточникам» (в какой-то части так уже происходит, конечно), стоимостное преимущество таковых будет заметно меньше.

Дело за малым! Чтобы у наших покупателей оказалось достаточно средств для приобретения таких агрегатов. В этом отношении санкции уж точно вовсе ни к чему. Вдобавок «первоисточники» — те фирмы, которые, собственно, и создают это оборудование, — все равно остаются в местах своей постоянной дислокации, в ЕС, США, Японии и Корее. Потому они все равно на полшага впереди. По всей видимости, стоит хорошо осознавать и этот фактор.

III круглый стол

Инструменты финансовых рынков для корпоративного казначейства

19 октября 2017
Москва
Кортъярд Марриотт Москва Центр

Круглый стол Cbonds, посвященный деятельности корпоративного казначейства на финансовых рынках, стал традиционным местом встречи представителей реального сектора экономики и финансовых институтов. В рамках круглого стола делается акцент на практических вопросах деятельности на долговом и денежном рынках, а также обсуждаются инструменты хеджирования рисков и кредитования. Аудитория круглого стола представлена корпоративными казначеями, руководителями профильных подразделений банков, инвестиционных компаний, инфраструктурных организаций.

Организаторы:

Cbonds congress

АССОЦИАЦИЯ КОРПОРАТИВНЫХ КАЗНАЧЕЕВ

Генеральные спонсоры:

СОВКОМБАНК

БИНБАНК

Программа:
Екатерина Гриценко
kate@cbonds.info
+7 (812) 336-97-21 *223

Спонсорство:
Мария Беляева
mb@cbonds.info
+7 (812) 336-97-21 *111

Участие:
Ксения Арделян
ka@cbonds.info
+7 (812) 336-97-21 *132

www.cbonds-congress.com

Реклама