

Данные платёжного баланса страны по состоянию на 1 января 2007 г. свидетельствуют о внешнем благополучии в экономических отношениях России с другими странами в 2006 г. Каждый год, начиная с 1999 г., увеличивается сальдо торгового баланса, снижается отток капитала, растёт приток иностранных инвестиций, сокращаются долговые обязательства федерального правительства РФ. Авторы статьи раскрывают количественные и качественные характеристики этих процессов.

Иностранные инвестиции в российскую экономику

Г. Н. МАЛЬЦЕВ,
доктор экономических наук,
начальник управления развития корпоративного бизнеса
дочерних банков ОАО ВТБ,
И. Г. МАЛЬЦЕВА,
кандидат экономических наук,
советник РАЕН,
Институт экономики РАН,
Москва

Инвестиции в нефинансовый сектор

В 2006 г. объем ежегодных взаимных потоков капитала между Россией и остальным миром достиг 50 млрд дол. При этом приток иностранных инвестиций в страну, наконец, превысил их отток на 3,3 млрд дол. (табл. 1).

В движении инвестиций произошли качественные изменения. Если до 2005 г. преобладали иностранные инвестиции в виде ссуд и займов, то в 2006 г. основной поток составляли прямые иностранные инвестиции, притом, что за 5 лет суммарный поток иностранных инвестиций (капитала) увеличился в 4,3 раза (с 12,5 млрд дол. в 2002 г. до 54,2 млрд дол. в 2006 г.), а с учётом инвестиционных доходов – в 4,8 раза (с 13,4 до 64 млрд дол.). При этом по итогам 2006 г., по сравнению с 2005 г., прямые иностранные инвестиции увеличились в 2,1 раза и составили 26,2 млрд дол. Конечно, в потоках капитала, направляемых в Россию, преобладают вложения в государственные топливные и добывающие компании. И тем не менее иностранные капита-

© ЭКО 2007 г.



Таблица 1

**Приток и отток капитала, инвестиционные доходы и расходы
нефинансового сектора России в 2002–2006 гг., млрд дол.**

Показатель	2002	2003	2004	2005	2006
Приток капитала	12,47	15,29	28,76	54,12	54,16
Прямые инвестиции	2,13	0,64	11,79	12,60	26,22
Портфельные инвестиции	1,99	-0,43	0,77	0,82	11,49
Ссуды и займы	8,33	15,13	16,18	40,90	16,84
Прочие обязательства	0,02	-0,06	0,02	-0,21	-0,39
Инвестиционные доходы	0,90	1,06	4,36	9,21	9,79
По участию в капитале	0,68	0,84	4,05	8,82	9,17
Портфельные инвестиции	0,01	0,02	0,01	0,05	0,17
Прочие инвестиции	0,21	0,20	0,30	0,34	0,45
Ввоз доходов и иностранного капиталов Россию	13,37	16,35	33,12	63,33	63,95
Отток капитала	-22,9	-30,3	-43,3	-53,8	-50,8
Прямые и портфельные инвестиции	-3,3	-4,5	-10,1	-14,0	-19,5
Невозврат экспортной выручки и импортных платежей	-11,2	-15,4	-25,9	-27,2	-19,2
Прочие активы	-1,0	-3,1	1,0	-0,7	-13,3
Чистые ошибки и пропуски	-7,4	-7,3	-8,3	-11,9	1,2
Инвестиционные расходы	-2,30	-11,16	-13,93	-25,13	-40,00
По участию в капитале	-0,88	-8,52	-9,32	-18,12	-29,35
Портфельные инвестиции	-0,39	-0,51	-0,85	-2,12	-3,38
Прочие инвестиции	-1,02	-2,13	-3,76	-4,90	-7,27
Вывоз доходов и капитала из России	-25,23	-41,44	-57,24	-78,90	-90,84
Инвестиционная позиция по нефинансовому сектору	-11,86	-25,09	-24,12	-15,57	-26,89

Источники табл. 1–2: Банк России (<http://www.cbr.ru>), расчёты авторов.

ловложения в нефинансовом секторе составляют 32,8% всего объема инвестиций.

Изменилась и структура притока иностранных инвестиций в российскую экономику. Если в 2002 г. прямые иностранные инвестиции составляли 17,0%, то в 2006 г. – уже 48,4%. Данный факт свидетельствует не только о повыше-

нии доверия к России, но и о «перегруженности» многих крупных и крупнейших российских предприятий займами (в том числе и иностранными), а также очень высокой дивидендной доходностью инвестиций в России.

Важно отметить, что растущий вывоз капитала из России в современных условиях не означает безвозвратной потери страной ее финансовых ресурсов. Российский капитал год от года усиливает экспансию на внешние рынки, восстанавливаются старые хозяйственные связи, в том числе со странами СНГ, а также с традиционными партнерами России – Китаем, Индией, Вьетнамом и др. Как правило, прямые инвестиции, ссуды, займы осуществляются в виде совместных проектов. Это является позитивным фактом, поскольку расширяется присутствие российских производителей на мировых рынках, увеличиваются продажи по широкому ассортименту продукции.

Всего отток капитала в 2006 г. составил 50,8 млрд дол. С точки зрения контроля за вывозом капитала положение оценивается как неудовлетворительное, поскольку для 19,2 млрд дол. (37,7% общего объема вывоза капитала из России) это происходит с нарушением законодательства РФ. То есть более трети российских инвестиций за границу, по сути, имеют нелегальную форму.

Еще 13,3 млрд дол. по статье прочих активов можно рассматривать как размещение средств российскими юридическими лицами на счетах иностранных банков. Процентные ставки на западных рынках составляют 2–3%, поэтому эффективность 63,8% вывозимого за рубеж российского капитала можно назвать низкой.

С формальной точки зрения из приведенных в табл. 1 данных об объемах иностранных инвестиций в Россию и из России может создаться впечатление об эквивалентном характере оборота между Россией и остальным миром. Однако это не так. Лишь 36,2% российских инвестиций за рубеж имеют производительную функцию, остальные выводятся на счета и депозиты иностранных банков или, другими словами, обслуживают оборот другой страны.

При этом, согласно ряду оценок, порядка 20–30 млрд дол. ежегодно уходят из страны в виде нелегальных трансфертов,

а чистый приток инвестиций составил в 2006 г. 3,4 млрд руб. С формальной точки зрения это означает, что в 2006 г. за счет иностранных капиталовложений удовлетворялось только 2% потребностей страны в инвестициях. Понятно, что такое положение не способствует переводу экономики России на рельсы диверсификации и быстрого роста в области высокотехнологичных производств обрабатывающих отраслей промышленности. На наш взгляд, объем чистых прямых инвестиций должен составлять 20–30% всего объема инвестиций в основной капитал, или 30–50 млрд дол. ежегодно (уровень Китая, Индии). Такие доли и объемы достижимы лишь при оптимистическом сценарии развития российской экономики, при котором цены на нефть на мировых рынках будут не ниже 70 дол. за баррель.

В начале 2007 г. либеральная часть экономической ответственности России торжествовала: впервые сальдо счета капитальных операций стало положительным; теперь Запад быстро станет наращивать свои вложения в модернизацию российской экономики, и проблемы нашего экономического роста будут решены. По этому поводу заметим, что иностранные инвестиции большей частью поступают в отрасли топливно-энергетического сектора, а в сфере высоких технологий они практически незаметны (рис. 1).

Помимо собственно движения инвестиций и капитала значительную часть трансграничных потоков составляют так называемые инвестиционные доходы субъектов экономической деятельности. Причём расходы по обслуживанию инвестиций сопоставимы с притоком иностранного капитала в Россию. Так, ввоз иностранного капитала в 2006 г. составил 54,2 млрд дол., а плата за эти средства достигла 40 млрд дол.! Обращает на себя внимание и то, что расходы по обслуживанию иностранного капитала распределены крайне неравномерно (рис. 2). Примерно 70% инвестиционных выплат приходится на обслуживание прямых инвестиций, около 20% – на обслуживание ссуд и займов.

Довольно низкая доля иностранных инвесторов на российском рынке обусловила низкие доходы по обслуживанию портфельных инвестиций. В то же время стоимость обслуживания прямых иностранных инвестиций Россией чрезвычайно высока и доходит до 40% годовых (например, дивиденды, вы-

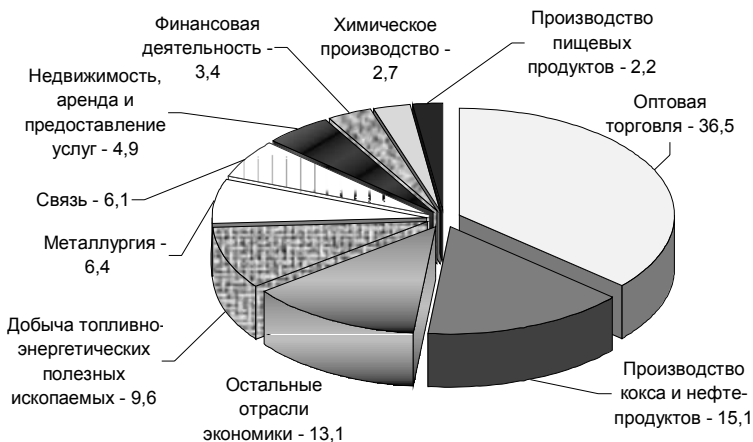


Рис. 1. Структура иностранных инвестиций в Россию в 2005 г., %

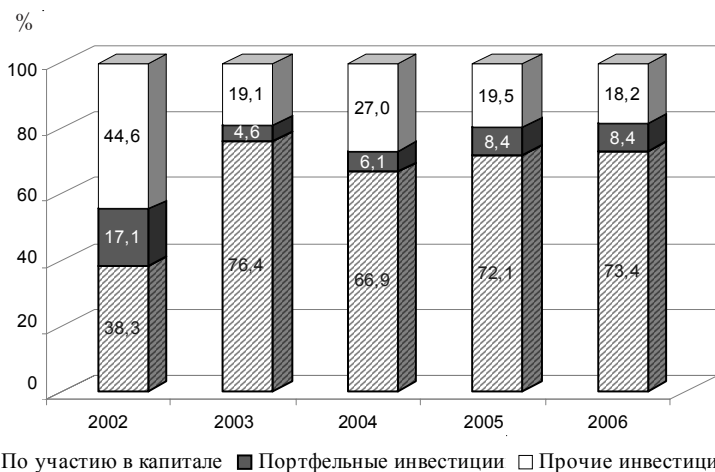


Рис. 2. Структура выплат по иностранным инвестициям в России в 2002–2006 гг., %

плачиваемые компаниями «Сибнефть», «Норильский никель» и рядом других). Сверхвысокий уровень дивидендов можно рассматривать как один из способов «узаконенного» вывода

капитала из России (рис. 3). В среднем стоимость ресурсов обходится российским заемщикам в 25%. Это значительно превышает уровень ставок, действующих на российском рынке (9–12% годовых). С учетом движения капитальных потоков и инвестиционных потоков сальдо операций российских предприятий с границей составляет минус 26,9 млрд дол.

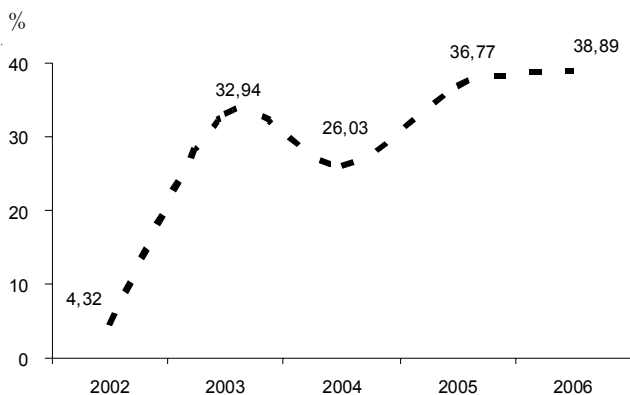


Рис. 3. Дивидендная доходность прямых инвестиций в Россию в 2002–2006 гг., %

На фоне 40%-й дивидендной доходности прямых иностранных инвестиций в РФ объем их чистого поступления в страну выглядит довольно странным. Возможно, это связано, с одной стороны, с недоверием иностранных инвесторов к России, с другой, с деприватизацией ряда крупнейших предприятий страны. Особенно бросается в глаза разница между процентными ставками на внутреннем рынке и нормой дивидендов, предлагаемых иностранными компаниями.

Наоборот, ресурсы, переправленные на Запад из России, достаточно дешевы. Если Россия заплатила иностранным инвесторам за год 40 млрд дол. за 142,9 млрд дол.¹ (т. е. процентные платежи составили 27,9% от суммы инвестиций), то за 350 млрд дол. (оценочно), вывезенных из России в виде золотовалютных резервов и стабфонда, Запад заплатил около 10 млрд дол. (2,9%).

¹ Накопленные инвестиции на конец 2006 г., по данным Росстата.

Иностранные инвестиции в банковском секторе

Активы российских банков по итогам 2006 г. составили 14045,6 млрд руб., или 516,7 млрд дол. Прирост за год составил 88,2 млрд дол., отношение активов банковской системы к ВВП – 52,8%. По этому показателю Россия вышла на уровень стран Восточной и Центральной Европы. За 2006 г. активы российских банков в рублевом исчислении выросли в 1,44 раза, а их абсолютный капитал оценивается в 62,3 млрд дол. Иностранные активы российских банков равнялись 22,1 млрд дол. При этом темп роста иностранных активов опережал темпы роста суверенных активов. В 2006 г. иностранные активы увеличились на 66,5%, а их абсолютная величина составила 65,2 млрд дол. (табл. 2).

Таблица 2

**Движение иностранных активов российских банков
в 2002–2006 гг.**

Показатель	2002	2003	2004	2005	2006
Балансовые показатели на конец года, млрд дол.					
Активы российских банков – всего	132,1	182,9	248,5	344,7	516,8
Иностранные активы российских банков	19,5	21,5	26,0	39,2	65,2
Капитал российских банков – всего	18,5	26,6	33,0	43,9	62,3
В том числе прямые накопленные иностранные инвестиции	1,3	1,8	2,5	4,5	7,0
Обязательства российских банков – всего	113,5	156,3	215,5	300,8	454,5
<i>В том числе:</i>					
иностранные	16,0	27,5	37,3	60,0	122,9
краткосрочные	9,4	16,5	18,0	20,3	39,5
долгосрочные	4,3	8,2	14,2	34,8	75,1
Иностранная позиция российских банков	3,5	-6,0	-11,3	-20,8	-57,7
Прирост иностранных инвестиций за год	4,0	12,0	10,5	24,7	65,4
Прирост иностранной позиции российских банков	-1,8	-9,5	-5,3	-9,5	-36,8
Прирост капитала российских банков	3,0	8,1	6,3	10,9	18,4

Продолжение табл. 2

Показатель	2002	2003	2004	2005	2006
Прирост капитала российских банков	3,0	8,1	6,3	10,9	18,4
<i>В том числе</i> прямых иностранных инвестиций	0,3	0,5	0,7	2,0	2,5
Прирост активов российских банков	23,9	50,9	65,5	96,3	172,0
<i>В том числе</i> иностранных активов российских банков	1,4	2,0	4,5	13,2	26,1
Прирост обязательств российских банков	20,9	42,8	59,2	85,3	153,7
В том числе:					
Иностранных обязательств – всего	3,7	11,5	9,8	22,7	62,9
Краткосрочных	1,2	7,1	1,5	2,2	19,2
Долгосрочных	2,0	3,9	5,9	20,6	40,3
Инвестиционные доходы и расходы, млрд дол.					
Доходы от иностранных инвестиций	0,6	0,7	0,9	1,6	2,9
По участию в капитале	0,008	0,018	0,029	0,044	0,130
Портфельные инвестиции	-0,8	0,3	0,3	0,5	0,6
Прочие инвестиции	1,3	0,4	0,6	1,1	2,2
Расходы по обслуживанию иностранных инвестиций	0,6	1,0	1,4	2,5	4,6
По участию в капитале	0,2	0,3	0,3	0,5	0,8
Портфельные инвестиции	0,1	0,2	0,1	0,2	0,2
Прочие инвестиции	0,3	0,5	0,9	1,8	3,7
Аналитические показатели, %					
Обязательства					
Доля иностранных обязательств в общих обязательствах российских банков	14,1	17,6	17,3	19,9	27,0
Доля прироста иностранных обязательств в общем приросте обязательств российских банков	17,8	26,9	16,6	26,6	40,9
Иностранные обязательства / Капитал	86,5	103,4	113,3	136,7	197,4
Временная структура иностранных инвестиций					
Краткосрочные иностранные обязательства / Иностранные обязательства	58,6	60,0	48,3	33,8	32,1

Показатель	2002	2003	2004	2005	2006
Долгосрочные иностранные инвестиции / Иностранные инвестиции	27,1	29,9	37,9	57,9	61,1
Капитал					
Доля прямых иностранных инвестиций в капитале российских банков	6,8	6,6	7,4	10,1	11,2
Прирост прямых инвестиций / Прирост капитала российских банков	9,8	6,2	10,8	18,2	13,7
Активы					
Доля иностранных активов в активах российских банков	14,8	11,7	10,5	11,4	12,6
Открытая позиция российских банков (иностранные активы минус иностранные обязательства): "+" – длинная, "минус" – короткая, млрд дол.	3,5	-6,0	-11,3	-20,8	-57,7
Сравнительная стоимость иностранных заимствований					
Эффективная годовая процентная ставка по прочим иностранным обязательствам	2,0	1,8	2,5	3,1	3,0
Стоимость иностранного капитала (прямые инвестиции) – дивидендная доходность	12,9	18,4	13,2	10,3	11,2
Ставка рефинансирования Банка России	21,0	16,0	13,0	12,0	11,5
ROE* российских банков	17,9	15,8	18,6	21,1	21,9
ROA** российских банков	2,51	2,30	2,47	2,68	2,64
Среднегодовой курс доллара	31,39	30,62	28,73	28,29	27,18

* ROE – Return on equity – норма прибыли в расчете на собственный капитал. В развитых европейских странах она находится в интервале 7–10%.

** ROA – Return on assets – норма прибыли в расчете на активы. В развитых европейских странах она варьирует в интервале 2–3%.

Прямые инвестиции в банковский капитал иностранных банков составили 2,5 млрд дол., темпы роста инвестиций – 141,8%. Таким образом, в 2006 г. капитализация банковской системы происходила за счет прибыли и фондов отече-

ственных банков. В принципе, для решения текущих задач российская банковская система имеет достаточный капитал. Однако для решения стоящих перед страной масштабных задач капитала явно недостаточно. Поэтому его объемы следует увеличить. Это улучшит показатели пруденциального надзора, позволит реализовывать крупные инвестиционные проекты и программы.

Думается, что иностранные капиталовложения в банковскую систему в текущем и следующих годах, скорее всего, будут произведены в форме прямых инвестиций и, прежде всего, – на IPO. Так, только в результате IPO Сбербанка и Внешторгбанка было привлечено около 40 млрд дол. – то есть более половины существующего капитала российских банков. Одну часть этой суммы дали российские частные инвесторы, три части – иностранные.

Отношение иностранных обязательств банков к их активам составляет в настоящее время 23,8%. При этом иностранные обязательства почти в два раза превосходят капитал российских банков. Если представить, что курс национальной валюты упадет на 20%, то в той же пропорции в рублёвом выражении вырастут и обязательства банков по отношению к капиталу. То есть будет обесценена почти половина капитала российских банков, а это уже масштабный кризис банковской системы. Ввиду неустойчивости мировых сырьевых рынков и геополитической ситуации в мире такой сценарий является одним из вполне вероятных.

Сложившееся положение усугубляется ещё и тем, что внешние банковские активы российских банков также почти вдвое меньше иностранных банковских обязательств. Да и темпы роста иностранных банковских обязательств существенно превосходят темпы роста банковских активов. Причиной этому являются высокие процентные ставки внутри России. Кроме того, в последнее время крупнейшие российские банки через сеть дочерних банков выдают кредиты крупнейшим российским производителям, используя для этого синдикацию и другие формы привлечения денег с западных рынков.

Прирост иностранных обязательств в настоящее время составляет 40,9% всех обязательств банковской системы. Помимо курсовых рисков, такая ситуация во многом может усугубить политические риски, которые могут возникнуть при замораживании кредитов и в случае политических катаклизмов. Сложившуюся ситуацию хорошо отражает величина открытой иностранной позиции, которая определяется как разность валютных активов и обязательств (рис. 4). В настоящее время величина открытой валютной позиции составляет минус 57,7 млрд дол., что почти совпадает с капиталом российской банковской системы. Таким образом, уже сейчас зависимость российских банков от иностранных кредиторов весьма значительна. Со вступлением России в ВТО она, по всей вероятности, усилится. Этому, в частности, будет способствовать вероятная необходимость замещения выпадающих в связи со снижением цен на нефть финансовых ресурсов.

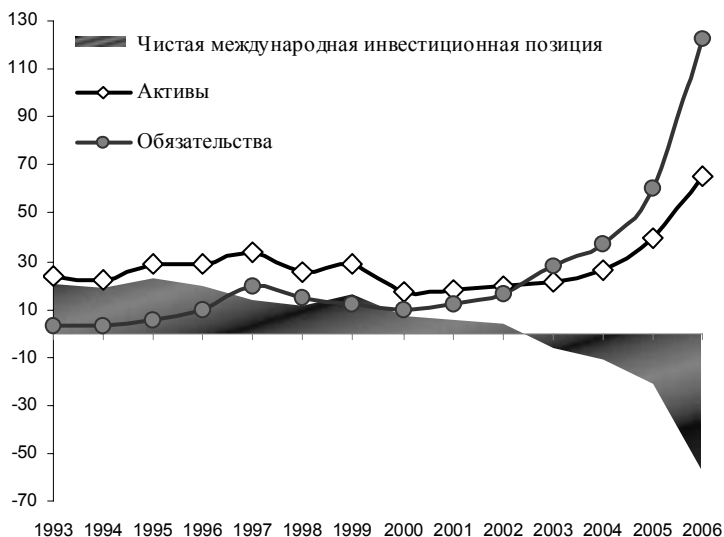


Рис. 4. Иностранные активы, обязательства и чистая международная инвестиционная позиция российских банков в 1993–2006 гг., млрд дол.

Денежно-кредитная политика

Уже сейчас присутствие в российской банковской системе иностранного капитала вызывает чувство тревоги. Суверенная страна должна обладать собственной, независимой, мощной, конкурентоспособной и устойчивой банковской системой. На это и следует ориентировать ценовую, курсовую и процентную политику Банка России.

Инфляция, процентная ставка, нормативы резервирования, резервная политика – главные целевые параметры денежно-кредитной политики Банка России и одновременно её основные регулирующие параметры. Поэтому задача достижения согласованности между этими показателями, целями развития общества и обеспечения этих целей финансами является важнейшей при выработке денежно-кредитной политики.

При этом главное, безусловно, – это регулирование денежной массы в соответствии с целями социально-экономического развития. Статистически подтверждённая взаимосвязь между денежным агрегатом М2Х и активами банковской системы (коэффициент линейной корреляции между ними за период с 01.01.1998 г. по 01.01.2007 г. в помесечном режиме составляет 0,999) лишней раз указывает на то, что развитие банковского сектора, являющегося центральным звеном финансово-банковской системы страны, находится под непосредственным влиянием денежного сроса и предложения в экономике.

Для осуществления поставленной задачи финансово-кредитной системе необходимо обеспечить самостоятельную кредитно-эмиссионную деятельность, проводить самостоятельную политику финансового регулирования.

В случае возможного падения цен на нефть и другие экспортные ресурсы у России возникнет проблема покрытия роста денежной базы золотовалютными резервами. Поэтому резкое снижение мировых цен на нефть вообще положит конец жесткой привязке рубля к доллару или конец политики *surgency board*. Банковская система должна будет перейти на собственные принципы обеспечения страны деньгами. При отказе от *surgency board* объем денеж-

ной массы будет формироваться в зависимости от потребностей экономики. При этом объем денежной массы в соответствии с темпами роста экономики должен обеспечить бесперебойность функционирования народного хозяйства, а также уровень инфляции, гармонизированный с уровнем внутренних цен, а не искусственно загоняемый в узкие рамки, устойчивость процентных ставок и валютного курса.

Устойчивости и независимости рубля можно добиться лишь при проведении активной денежно-кредитной политики, направленной на достижение высоких темпов экономического роста, а не целевого уровня инфляции любыми средствами. И, конечно же, не такими мерами, как рестриктивная бюджетная политика и ограничение денежного предложения, сжимающими кредитную и инвестиционную активность и ведущими лишь к разрастанию структурных дефицитов, а потому, как показывает опыт ряда стран, эффективными лишь в краткосрочном периоде, после которого инфляционная спираль раскручивается с новой силой.

По нашим оценкам и мнению ряда экспертов, уровень инфляции наполовину обусловлен так называемой инфляцией издержек и наполовину – монетарными факторами. Поэтому для стабильного развития нефинансового и банковского секторов необходима не только взвешенная и устойчивая ценовая, тарифная и курсовая, но и денежная политика. Их применение подразумевает не только использование индикативного планирования, но создание соответствующего Центра индикативного планирования, в который будет входить независимый Центр денежной эмиссии.

Наша справка

Показатели, характеризующие макроэкономическую и инвестиционную ситуацию в России в 2002–2006 гг., млрд дол.

Показатель	2002	2003	2004	2005	2006
Статистические показатели, млрд дол.					
ВВП	346,1	433,9	584,1	766,0	979,4
Экспорт товаров и услуг	120,9	150,3	183,2	268,1	334,3
Импорт товаров и услуг	84,5	102,2	97,4	164,6	210,0
Сальдо экспорта-импорта	36,4	48,1	85,8	103,6	124,3
Инвестиции в основной капитал*	36,4	71,4	95,0	124,9	164,9
Выручка предприятий нефинансового сектора	555,8	698,0	933,1	1146,7	1462,6
Прибыль предприятий нефинансового сектора	152,6	193,8	312,0	422,1	523,5
Кредиты российских банков нефинансовому сектору экономики	51,4	75,1	111,0	146,0	213,5
Накопленные иностранные инвестиции в нефинансовый сектор (по данным Росстата)	43,0	56,7	81,6	111,2	142,9
Накопленные иностранные прямые инвестиции	20,4	25,9	35,8	49,3	75,5
Накопленные портфельные инвестиции	1,5	1,4	1,6	1,9	13,4
Прочие иностранные инвестиции	21,1	29,4	44,2	60,0	76,5
Среднегодовой курс доллара	31,39	30,62	28,73	28,29	27,18
Аналитические показатели, %					
Приток иностранных инвестиций/ВВП	3,6	3,5	4,9	7,1	5,5
Отток инвестиций из России/ВВП	-6,6	-7,0	-7,4	-7,0	-5,2
Чистый вывоз капитала/ВВП	-3,0	-3,5	-2,5	0,0	0,3
Инвестиционные расходы/Чистый приток капитала	-18,4	-73,0	-48,4	-46,4	-73,9
Инвестиционные расходы/Накопленные иностранные инвестиции (Эффективная ставка по иностранным инвестициям)	5,3	19,7	17,1	22,6	28,0

Окончание табл.

Показатель	2002	2003	2004	2005	2006
Плата за иностранные прямые инвестиции / Прямые инвестиции (Дивидендная доходность прямых инвестиций)	4,3	32,9	26,0	36,8	38,9
Выплаты по прочим инвестициям / Прочие инвестиции (Эффективная ставка кредита)	4,9	7,2	8,5	8,2	9,5
Вывоз доходов и капитала / Выручка предприятий нефинансового сектора	-4,5	-5,9	-6,1	-6,9	-6,2
Приток капитала / Инвестиции в основной капитал	22,2	21,4	30,3	43,3	32,8
Вывоз доходов и капитала / Экспортно-импортное сальдо	-69,3	-86,2	-66,7	-76,2	-73,1
Вывоз доходов и капитала / Прибыль нефинансового сектора	-16,5	-21,4	-18,3	-18,7	-17,4
Прочие иностранные инвестиции / Кредиты российских банков	41,1	39,2	39,9	41,1	35,8

* Среднегодовой курс доллара

Источник: Банк России (<http://www.cbr.ru>), Росстат (<http://www.gks.ru>), расчёты авторов.