

Некуда инвестировать

Структурные ограничения роста выдавливают капитал

В конце каждого года модно подводить итоги, вспоминать его главные события. Если говорить про экономику России в 2011 году, то, на мой взгляд, главной темой, если не событием, является отток капитала. Эта тема красной нитью проходит через все экономические дискуссии всех уровней: кого-то больше беспокоит вопрос источника такого оттока, кто-то пытается на базе данных по оттоку сформировать ожидание движения валютного курса, но так или иначе этот вопрос постоянно присутствует в повестке дня.

Я бы сказала, что до лета многих экономистов эта тема не беспокоила серьезно: повышение ставки социального налога с 26% до 34% выглядело достаточным аргументом, чтобы запустить отток. Даже представители правительства в начале года сообщили о том, что около 400 компаний перевели свой бизнес в соседние страны СНГ, в частности в Казахстан (где ставка социального налога всего 11%). Но к лету, заверяли они, ситуация улучшится, и капиталы изменят направление движения.

Но чуда не произошло. Хотя в июне и был зафиксирован приток порядка 4,5 млрд долларов, этот месяц стал не началом нового тренда, а исключением из правил. А правило этого года оказалось простым: отток в среднем по 6,5 млрд долларов в месяц. На фоне мировой нестабильности отток удвоился и в сентябре - октябре составлял уже 13-14 млрд долларов в месяц.

Динамика капитала порождает несколько мифов, которые требуют обсуждения. Во-первых, широко распространено мнение, что этот отток отражает бегство накануне выборов, потому что «политическая неопределенность» заставляет компании и физические лица выводить капиталы в безопасные места.

На базе этого мифа сейчас на рынке формируется мнение, что в 2012 году после исчезновения фактора неопределенности капиталы начнут возвращаться. Абсолютно убеждена, что такое объяснение динамики потоков очень поверхностно. На самом деле, период выборов всего-навсего совпал с периодом замедления темпа экономического роста и распространением ощущения общей стагнации в экономике.

У компаний, да и у частных лиц, все меньше возможностей вкладывать средства в России. Речь, строго говоря, не идет именно об оттоке капитала, в смысле накопленных и вложенных ранее в Россию средств, во всяком случае в корпоративном сегменте. Мы не видим массовых продаж бизнеса (потому что цена покупателя сильно ниже цены продавца). Скорее всего, речь идет о том, что доходы, которые получают в России компании и частные лица, больше не инвестируются в страну в силу непредсказуемого уровня доходности, а направляются либо в приобретение иностранных активов, либо на счета в иностранных банках.

Статистика дает этому подтверждение. Из 64 млрд долларов оттока капитала за 10 месяцев 2011 года около 15 млрд долларов было вложено в приобретение иностранных компаний или банков. Похожую диагностику по оттоку средств физических лиц сделать, к сожалению, не удастся. Хотя на уровне частных лиц ощутима тенденция по приобретению недвижимости за рубежом, оценить масштаб этого движения в суммарных объемах сложно.

Тем не менее мотивация и бизнеса, и частных лиц схожа. Цены на активы (недвижимость) мало изменились с докризисных уровней, качественной инфраструктуры так и не появилось, перспективы не ясны из-за замедления темпов роста доходов населения и из-за рисков мировой экономики. Все эти факторы делают привлекательность вложений в России очень условной.

Второй распространенный миф заключается в том, что отток капитала воспринимается как накопление валютных ресурсов под погашение будущих долговых платежей. Сторонники этой версии приводят данные платежного баланса за третий квартал 2011 года, которые наравне с оттоком капитала показывают снижение номинально объема корпоративного внешнего долга на 17 млрд долларов.

К сожалению, более детальные расчеты опровергают такую «позитивную» интерпретацию причин оттока: около одной пятой внешнего долга России номинирована в рублях. В период ослабления валютного курса из-за эффекта конвертации оценка этой части долга в долларовом эквиваленте снижается, что создает иллюзию погашения долговых обязательств, которого на самом деле не было.

В третьем квартале 2011 года, например, реальных погашений произошло только на сумму 4 млрд долларов, то есть 20% от объема снижения корпоративного долга. С

начала года внешний долг банков и компаний вырос на 32 млрд долларов, то есть отток капитала не только не снижает зависимость от внешнего долга, а сочетается с дальнейшим ростом долговой нагрузки.

Исходя из сказанного сложно представить, что в ближайшем будущем ситуация с оттоком капитала сильно улучшится. Лишь отток иностранных инвесторов может поменять направление и смениться притоком в достаточно короткий срок. Движение национального капитала больше отражает наличие структурных ограничений внутреннего роста, которые не исчезнут за несколько месяцев.

Отток капитала говорит нам о том, что экономика просто не может переварить те финансовые ресурсы, которые есть у нее в распоряжении.