

«Эксперт» №13(416) от 5 апреля 2004 г.

Олег Солнцев (ведущий эксперт Центра макроэкономического анализа и краткосрочного прогнозирования (ЦМАКП)), Михаил Хромов (эксперт ЦМАКП)

Рычаг или удавка?

Иностранные займы стали важным источником финансирования инвестиций для крупнейших российских компаний. Однако, если не удастся заместить приток кредитов прямыми инвестициями, быстрый рост долга уже через два года обернется серьезными проблемами

Одной из знаковых тенденций последних лет стал масштабный рост внешних займов российского бизнеса. Всего за два года приток заемного иностранного капитала в негосударственный сектор увеличился в восемь раз. В 2001 году он составлял 3 млрд долларов, в 2002-м - уже 12 млрд, а в 2003-м достиг беспрецедентной для России величины - 23 млрд долларов. Для сравнения: в 2002 году, согласно данным МВФ, совокупный приток заемных средств в негосударственный сектор всех стран с развивающимися рынками составил 59 млрд долларов. Отношение внешнего долга отечественных предприятий и банков к ВВП вышло на уровень 15%, сравнявшись с показателями таких стран, как Мексика и Польша. Вместе с участием в капитале отечественных компаний и реинвестированными доходами накопленный к настоящему времени объем иностранных вложений в российскую экономику достиг 40% ВВП, что соответствует уровню Японии.

Интенсивное привлечение средств банками и корпорациями привело к тому, что совокупный внешний долг страны, начавший было сжиматься в результате фактического отказа государства от новых заимствований, с 2002 года вновь начал расти. За последние два года он вырос на 21%, до 174 млрд долларов. При этом долг частного сектора более чем удвоился (с 29 млрд долларов в 2001 году до 67 млрд на конец 2003 года), а государства - сократился на 6%, до 107 млрд долларов на конец 2003 года.

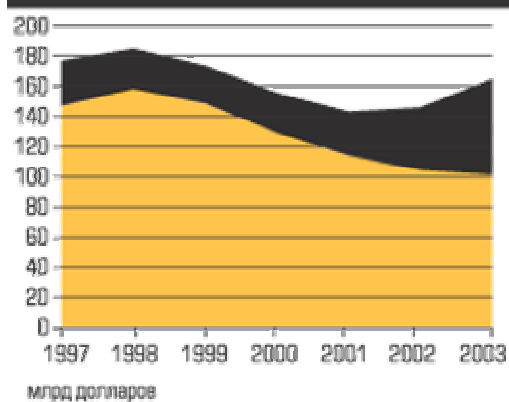
Значительный масштаб внешних заимствований негосударственного сектора с высокой вероятностью сохранится по крайней мере в течение ближайших полутора лет, что связано с исключительно благоприятными условиями для привлечения российскими компаниями средств на зарубежных рынках заемных капиталов.

Беспрецедентно низкий уровень ставок мировых денежных и финансовых рынков скорее всего продержится до конца текущего года. Это связано с тем, что монетарным властям США необходимо продолжать стимулирующую денежно-кредитную политику для снятия ряда остаточных явлений недавней рецессии (невысокая активность на рынке труда, риски дефляции). Как следствие, нынешний, минимальный с 1958 года уровень учетной ставки ФРС (1% годовых) может сохраниться вплоть до президентских выборов в США.

Кроме того, можно ожидать, что в течение ближайшего года по крайней мере еще одно мировое рейтинговое агентство присвоит суверенным валютным обязательствам России инвестиционный рейтинг. Это приведет к существенному удешевлению и расширению предложения кредитных ресурсов для российских заемщиков. Макроэкономические показатели России давно соответствуют уровню стран с инвестиционным рейтингом.

Наконец, весьма вероятно, что российское правительство в очередной раз отложит планы масштабного размещения еврооблигаций (Минфин, напомним, собирался занять 3 млрд долларов в 2004 году и 4 млрд в 2005-м). Профицитный бюджет и растущие резервы делают еврозаймы практически ненужными, если только не принимать во внимание более тонкие задачи по рефинансированию уже имеющегося долга по более низким ставкам. В результате банки и корпорации смогут воспользоваться невыбранным государством "лимитом на Россию".

Внешний долг России снова растет как следствие бурного роста займов корпораций и банков



млрд долларов

■ Долг частного сектора ■ Государственный долг

Источники: Банк России, ЦМАКП

Внешний стимул

Приток иностранных капиталов начался очень вовремя. В ближайшее четырехлетие можно ожидать скачкообразного роста потребности экономики, преимущественно энергосырьевых отраслей, в инвестициях. В этих условиях одним из ключевых станет вопрос об источниках ресурсов для взятия экономикой этого "инвестиционного барьера".

По оценкам, в связи с необходимостью компенсации выбывающих мощностей, освоения новых месторождений, развития транспортной инфраструктуры на новых экспортных направлениях в 2004-2007 годах предприятиям ТЭК потребуется увеличение среднегодовых инвестиций в полтора раза по сравнению с периодом 2000-2003 годов (включая инвестиции в трубопроводный транспорт) - с 13 до 19 млрд долларов в год. С учетом необходимых капитальных вложений в поддержание производственной базы черной и цветной металлургии, химической и лесобумажной промышленности совокупный объем инвестиций в энергосырьевые отрасли может возрасти с 17 до 25 млрд долларов в среднем за год.

Предприятия обрабатывающих отраслей тоже нуждаются в существенном (двух-трехкратном) увеличении инвестиций. Правда, в силу более низкой капиталоемкости этих отраслей абсолютный объем необходимых инвестиций здесь меньше, чем в энергосырьевом секторе. К настоящему моменту из крупных обрабатывающих отраслей только пищевой

Критический для развивающихся рынков порог соотношения экспорта и внешнего негосударственного долга находится на уровне 60%

промышленности удалось качественно модернизировать производственный аппарат. За послекризисный период здесь было обновлено более 25% загруженных основных производственных фондов. В машиностроении и легкой промышленности обновление составило только 5-6%. Запаздывание модернизации ведет к тому, что по широкому спектру позиций - продукция подъемно-транспортного, строительно-дорожного, тракторного, сельскохозяйственного, химического и нефтехимического машиностроения, станкостроения, мебельной, трикотажной, швейной промышленности - отечественные товаропроизводители начинают проигрывать конкуренцию с импортом. Следствием этого становится устойчивое снижение их рыночной доли.

Компании даже самых прибыльных отраслей не смогут обеспечить кратное увеличение инвестиций за счет собственных средств и будут вынуждены резко расширить привлечение ресурсов на рынке.

Отечественный финансовый сектор располагает объемом ресурсов, сопоставимым по масштабу с потребностями экономики в дополнительных инвестициях: только прирост депозитов физических лиц в течение ближайших четырех лет ожидается на уровне 20-25 млрд долларов в год, накоплений в пенсионной системе - 3-4 млрд долларов в год. Однако, к сожалению, пока качество этих ресурсов, а также качество институтов, опосредующих их размещение, не позволяет использовать данные средства для финансирования инвестиций. Так, средний срок средств, привлекаемых банками внутри страны, составляет чуть более восьми месяцев (если считать срок средств до востребования равным нулю). Отсюда - короткие сроки предлагаемых банками кредитов (в среднем чуть более года), несовместимые с финансированием сколько-либо серьезных капитальных вложений.

Еще одна проблема - низкая степень концентрации ресурсов в банковской системе: доминирование мелких банков - как по мировым меркам, так и в сопоставлении с величиной ведущих российских компаний. Большинство из них не способно концентрировать ресурсы, необходимые для финансирования крупных инвестиционных проектов. Так, в настоящее время только шесть российских банков выдают кредиты объемом свыше 100 млн долларов. Организация синдицированного кредитования, которая могла бы стать инструментом концентрации кредитных ресурсов, в силу низкого взаимного доверия российских банков не получила распространения.

В этих условиях, несмотря на значительные масштабы кредитования предприятий российскими банками (за прошлый год его объем, включая учет векселей предприятий, увеличился на 28 млрд долларов), оно продолжает оставаться побочным источником финансирования инвестиций в основной капитал.

Поэтому иностранные инвестиции могут сыграть важную роль. Во-первых, они способны временно заполнить разрыв между потребностями российских компаний в инвестиционных ресурсах и объемом средств, которые они могут привлечь на внутреннем рынке. По своим параметрам зарубежные займы несопоставимы с тем, что могут предложить российские банки. Так, средние сроки привлеченных в 2003 году нефинансовыми компаниями зарубежными синдицированными кредитами составили четыре года, еврооблигационных займов - шесть лет. Средний объем синдицированного кредита составил около 300 млн долларов, еврооблигационного займа - около 400 млн долларов. Приток этих средств уже оказал положительное воздействие на инвестиции в отраслях-реципиентах. Топливная и лесобумажная отрасли, наращивавшие привлечение средств

Долговое бремя в России пока еще ниже уровня стран, переживших долговой кризис



из-за рубежа наиболее высокими темпами, вышли в число лидеров по динамике инвестиций в основной капитал.

Во-вторых, приток иностранных капиталов стимулирует "взросление" отечественного финансового сектора: приобретение им черт более развитых систем. Не исключено, что в конце концов это приведет к устранению барьеров, стоящих на пути трансформации национальных сбережений в инвестиции.

Конкуренция российских и иностранных банков за качественных заемщиков будет стимулировать удлинение кредитов российских банков. Одновременно рост остроты конкуренции на рынке подтолкнет процессы концентрации ресурсов в банковском секторе (слияния, поглощения, закрытие слабых банков).

Другой механизм стимулирования - повышение прозрачности российских компаний в процессе выхода на зарубежные рынки, перенос западных стандартов раскрытия информации об эмитентах на российский рынок. Это обеспечит формирование инструментов рыночного контроля за рисками компаний.

Еще один механизм стимулирования - поддержание в течение длительного времени восходящего тренда российского фондового рынка, способствующее укреплению российских инвестиционных фондов и компаний. Вывод на рынок средств массовых инвесторов, сопровождающий развитие этого сегмента, придаст рынку необходимую ликвидность и устойчивость. Все эти процессы были запущены в прошлом году, однако пока их интенсивность весьма слаба.

При этом, как показывает опыт азиатского и других кризисов, велик риск преждевременного сбоя. По мере роста внешней долговой нагрузки повышается вероятность скачков процентных ставок и обменных курсов, провалов котировок ценных бумаг на национальных рынках. В случае, если уровень долговой нагрузки высок, такие колебания могут стать причиной массовой неплатежеспособности национальных компаний - вследствие невозможности оплатить "потяжелевшие" валютные долги, рефинансировать задолженность по новым ставкам, предоставить дополнительное обеспечение по кредитам, компенсирующее обесценение ранее заложенных финансовых инструментов. О средне- и долгосрочных негативных последствиях такого долгового кризиса для экономики и финансовой системы, думаем, говорить излишне.

В этих условиях важно понять: как долго продлится приток иностранных капиталов, как снизить риск сбоя и как ускорить стимулируемое этим притоком "взросление" отечественной финансовой системы?

Опыт emerging markets

Опыт притока иностранных заимствований в страны с развивающейся и переходной экономикой последних десяти лет позволяет вынести несколько уроков.

Урок первый: приток зарубежных займов должен быть сбалансирован с расширением экспорта. Критический для развивающихся рынков порог соотношения экспорта и внешнего негосударственного долга находится на уровне 60%. У всех стран с развивающимися рынками, переживших сильный долговой или валютный кризис, отношение внешней задолженности негосударственного сектора к экспорту товаров и услуг перед кризисом существенно превышало 60% (Мексика в 1994 году, Корея в 1996 году, Таиланд в 1996 году, Аргентина в 2001 году, Бразилия в 1998-м и 2001 году). Чехия, столкнувшаяся в 1997 году с относительно слабой формой кризиса, стояла точно на 60-процентном пороге.

Напротив, Венгрия и Польша, которые начиная со второй половины 90-х годов развивались относительно стабильно, не выходили за эту критическую черту. Особый случай представляет собой Индия, сохранявшая устойчивость, несмотря на пребывание в опасной зоне с 1996-го по 2001 год. Стабильность индийских рынков, по всей видимости, обеспечивалась зарегулированностью движения капиталов, блокировавшей возможность их быстрого оттока. К настоящему времени благодаря форсированному росту экспорта товаров и услуг эта страна нормализовала уровень своей внешней долговой нагрузки.

Следует отметить, что в целом по группе более или менее устойчиво развивавшихся стран (Венгрия, Польша, Индия) стабилизация долговой нагрузки обеспечивалась не столько за счет более низких темпов роста частного внешнего долга, сколько за счет высокой динамики экспорта.

Россия, у которой отношение задолженности негосударственного сектора к экспорту товаров и услуг составляет в настоящее время 45%, пока находится на значительной дистанции от опасного порога. Однако дистанция эта достаточно быстро сокращается - на 9-10 процентных пунктов в год.

Средние сроки привлеченных в 2003 году зарубежных синдицированных кредитов составили четыре года, еврооблигационных займов - шесть лет. Средний объем синдицированного кредита составил около 300 млн долларов, еврооблигационного займа - около 400 млн долларов. В то время как только шесть российских банков выдают кредиты объемом свыше 100 млн долларов

Необходимо учитывать еще одно "отягчающее" обстоятельство: преимущественно сырьевой характер российского экспорта при известной волатильности мировых цен на сырье. Последнее порождает риск одновременного снижения стоимостного объема экспорта с соответствующим ухудшением платежеспособности экспортоориентированных компаний. Так, возврат мировых цен на углеводородные ресурсы к среднему уровню последних пяти лет приведет к уменьшению экспортной выручки на 7-8%.

Урок второй: превалирование долгового иностранного финансирования над прямыми инвестициями в течение длительного периода, как правило, заканчивается кризисом.

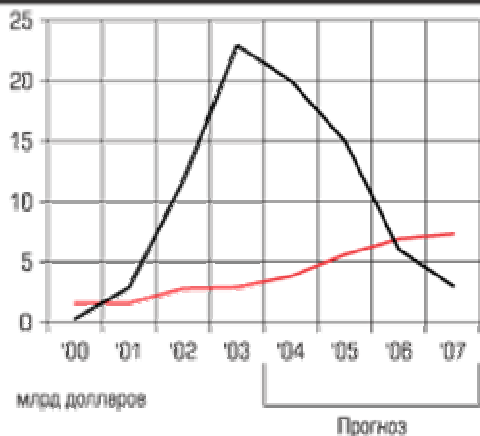
В целом по странам с развивающимися рынками нормой является приток иностранных капиталов преимущественно в форме прямых инвестиций, существенно превосходящий долговое финансирование. Так, в 2002 году из общего притока капиталов на развивающиеся рынки 82% поступило посредством прямых инвестиций и только 29% - в виде ссуд, займов, депозитов (портфельные инвестиции при этом сокращались).

От "нормальной" картины сильно отличается ситуация в ряде стран, находившихся в преддверии кризиса. Так, доминирование долгового иностранного финансирования над прямыми инвестициями было характерно для Мексики перед кризисом 1994 года, Таиланда, Кореи и Чехии - перед 1997 годом, Бразилии - до 1997 года.

Преобладание прямых инвестиций, наоборот, наблюдалось в странах, сохранявших начиная со второй половины 90-х годов финансовую устойчивость: Венгрии, Польше, Индии (после 2000 года). В этот же ряд попали успешно развивавшиеся после 1994 года Мексика и после 1997 года Чехия.

Россия в настоящее время находится в группе стран с резко выраженным доминированием долгового финансирования и, следовательно, относится к группе риска. По данным Банка России, прямые иностранные инвестиции в российскую экономику в 2002-2003 годах были в девять раз меньше поступления средств в форме ссуд, займов и депозитов.

В фазе затухания кредитного бума приток новых займов уже не покрывает обязательств по обслуживанию долга



■ Процентные платежи по кредитам частного сектора
■ Приток кредитов в частный сектор

Источники: Банк России, ЦМАКП

Урок третий: интенсивная фаза притока ссуд и займов, когда они являются значимым фактором формирования инвестиционных ресурсов страны, как правило, бывает недолгой - три-четыре года. После завершения интенсивной фазы в благоприятном случае (отсутствие кризиса) чистый приток займов сходит на нет, а в неблагоприятном случае (происходит кризис) начинается чистый отток. Причем фаза оттока оказывается заметно длиннее фазы притока (это особенно показательно на примере Кореи, Таиланда и Бразилии).

Урок четвертый: приток зарубежных капиталов стимулирует рост открытости экономики по другим направлениям - повышение зависимости от импорта, расширение вложений резидентов в иностранные активы. Это способствует росту ее уязвимости к изменению внешнеэкономической конъюнктуры.

Интенсивный рост зарубежных инвестиций, как в форме долгового финансирования, так и в форме прямых инвестиций, ведет к синхронному росту импорта и, соответственно, к снижению сальдо торгового баланса. В экономиках стран-реципиентов выстраиваются

многочисленные технологические цепочки, замыкающие импорт сырья и комплектующих с экспортом готовой продукции.

Необходимость обслуживания растущего торгового оборота и развития зарубежной сбытовой сети национальных компаний, расширение их операций на международных финансовых рынках стимулирует расширение вложений резидентов в иностранные активы. Таким образом, часть финансовых ресурсов, пришедших в экономику с иностранными инвестициями, выводится обратно во "внешний мир". Это, в свою очередь, ограничивает возможности монетарных властей по аккумулярованию средств в валютных резервах для сдерживания возможных колебаний на валютном рынке.

В этих условиях внезапное резкое сокращение притока внешних капиталов нередко сопровождается снижением курса национальной валюты. Девальвация в сочетании с сокращением зарубежного финансирования ведет к разрыву импортно-экспортных технологических цепочек. Это, в свою очередь, порождает спад производства. Наиболее сильно этот эффект проявился в восточноазиатских странах, Мексике и Бразилии

Сценарий "мягкой посадки"

Учет опыта развивающихся рынков позволяет в самом общем виде оценить изменения капитальных потоков российского частного сектора в среднесрочной перспективе.

При сложившейся в последние два года интенсивности притока заемных капиталов Россия выйдет на предельный уровень долговой нагрузки на экспорт к концу 2005 года. Это означает, что начиная с 2006 года интенсивная фаза притока ссуд и займов должна будет закончиться. В противном случае возникнет значимый риск развертывания долгового кризиса. При условии стабилизации негосударственного внешнего долга на уровне около 60% от экспорта товаров и услуг начиная с 2006 года чистый приток ссуд и займов не должен превышать 5 млрд долларов в год.

Однако процентные выплаты по ссудам и займам в 2006-2007 годах существенно возрастут и выйдут на уровень около 7 млрд долларов за год против 3 млрд в настоящее время.

Отметим, что на 2007 год придется значительные объемы погашения еврооблигаций, привлеченных российскими компаниями, в частности "Газпромом", "ЛУКОЙлом", ТНК, "Сибнефтью", в 2003 году. Можно предположить, что часть этих компаний будет вынуждена рефинансировать долг по новым, более высоким ставкам.

Увеличение процентных платежей в сочетании с замедлением роста заимствований будет означать, что долговые операции негосударственного сектора из источника чистого притока ресурсов в экономику превратятся в канал чистого оттока.

Параллельно будет происходить снижение сальдо торгового баланса, стимулируемое быстрым укреплением рубля в период интенсивной фазы притока ссуд и займов и вероятным уменьшением нефтяных цен. При относительно мягком снижении этих цен (до 25-26 долларов за баррель) сальдо торгового баланса составит к 2006-2007 годам 47-49 млрд долларов против 59 млрд в 2003 году.

Снижение предложения валюты, обусловленное изменениями в торговом балансе и операциях по ссудам негосударственного сектора, составит 33-35 млрд долларов по сравнению с уровнем 2003 года. Таким образом, при прочих равных условиях избыток предложения валюты на рынке, составляющий сейчас около 25 млрд долларов в год, сменится ее недостатком. Это может обусловить необходимость микродевальвации рубля для восстановления сбалансированности валютного рынка.

С учетом значительного объема долга, номинированного в валюте, такая микродевальвация может оказаться достаточно болезненной для компаний-должников. Особенно для тех, доходы которых формируются преимущественно в рублях, - в первую очередь для предприятий внутренней торговли и пищевой промышленности. Под ударом могут также оказаться металлургические компании и компании химической и нефтехимической промышленности. Уже сейчас эти отрасли имеют наиболее высокое отношение накопленной внешней задолженности к экспортной выручке: черная металлургия - 31%, цветная металлургия - 49%, химия и нефтехимия - 30%. Причем в этих отраслях внешняя долговая нагрузка растет наиболее быстрыми темпами.

Тем не менее полномасштабного долгового кризиса, сопряженного с массовыми дефолтами по корпоративным долгам, скорее всего удастся избежать. В крайнем случае нескольким крупным компаниям придется реструктурировать долг на невыгодных условиях или погасить его переуступкой доли в собственности.

Что делать

Эти проблемы решатся, если к 2006-2007 годам удастся заместить приток заемных средств прямыми иностранными инвестициями. Для сохранения сбалансированности валютного рынка достаточно, чтобы приток прямых инвестиций вышел на уровень 12-15 млрд долларов в год. Это не очень много для страны с экономикой такого размера, как российская: около 2% ВВП 2006-2007 годов. Такая пропорция близка к средней доле прямых иностранных инвестиций в ВВП стран с развивающимися рынками.

Прямые инвестиции дешевле займов. На один доллар прямых иностранных инвестиций и участия в капитале нерезидентам выплачивалось 5,5 цента инвестиционного дохода, а на один доллар накопленного долга - 7,5 цента

Важным положительным следствием замещения долгового финансирования прямыми иностранными инвестициями станет удешевление привлекаемого капитала. Так, в 2001-2003 годах на один доллар накопленных прямых иностранных инвестиций и участия в капитале российских предприятий нерезидентам выплачивалось в среднем 5,5 цента инвестиционного дохода, а на один доллар накопленного долга - 7,5 цента.

Опыт ряда стран с развивающимися рынками - Индии, послекризисных Мексики, Чехии, Кореи - показывает, что за притоком ссуд и займов часто следует рост прямых иностранных инвестиций. Может ли то же самое произойти в России и что для этого надо сделать?

Очевидно, что адекватные меры должны быть комплексными. Они должны включать в себя и специальные налоговые режимы, и реализацию крупных "знаковых" инвестиционных проектов с участием иностранных инвесторов, и развитие инфраструктуры внутренних финансовых рынков, обеспечивающее благоприятную среду для иностранных портфельных инвестиций.

Привлечение портфельных инвестиций может сыграть особую роль "мостика" между долговым финансированием и прямыми инвестициями. Создание благоприятных условий для портфельных инвестиций - это прежде всего формирование эффективных и устойчивых механизмов хеджирования рисков (возможно, с участием госбанков), развитие системы внутренних кредитных рейтингов, переход к международным стандартам раскрытия информации об участниках рынков.