

ИСТОЧНИКИ КАПИТАЛА ДЛЯ РОСТА В УСЛОВИЯХ ЭКОНОМИЧЕСКОГО СПАДА

Андросов К.Г.¹

В данной статье представлены основные тезисы мастер-класса управляющего партнера Altera Capital Кирилла Андросова, прошедшего в рамках общеуниверситетского факультатива НИУ ВШЭ «GR в современной России: теория и практика». В ходе своего выступления лектор объяснил действие ключевого механизма принятия инвестиционного решения, обсудил причины экономического спада в России и его влияние на инвестиции, а также рассказал об инвестиционных возможностях, открывающихся даже в период спада в экономике.

Ключевые слова:

Инвестиционная стратегия, инвестиционный квадрат решений, свойства инвестиционного капитала, экономический спад, инвестиционные возможности.

¹ Андросов Кирилл Геннадьевич – к.э.н., профессор кафедры теории и практики взаимодействия бизнеса и власти Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики». Адрес: 101000, Москва, ул. Мясницкая, д. 20. E-mail: GR@hse.ru.

Андросов Кирилл Геннадьевич:

Прежде чем мы будем говорить об инвестициях, инвестиционных решениях, особенностях тех или иных макроэкономических циклов, давайте договоримся о понятиях, потому что это очень важно. Часто мы спорим из-за того, что под одними и теми же определениями понимаем разные вещи.

В первую очередь, необходимо дать определение инвестициям. В классической теории инвестиции – это размещение ограниченного ресурса на определенное время в целях получения дохода. Эти три аспекта – ограниченный ресурс, определенное время, извлечение дохода – очень важны. Если бы этот ресурс был неограниченным, то мы бы не задумывались о рисках, доходности, типах инвестиций, так как его нестрашно потерять и можно расплывать бесконечно.

Если мы с вами взяли кредит в банке под инвестиционный проект на два года, то мы не можем инвестировать в проект, срок возврата которого будет через три года, потому что через два года необходимо вернуть капитал. В связи с этим ограниченность по времени – второй важный аспект.

И ожидание по доходности является третьим важным понятием, потому что у любого капитала есть своя стоимость. Когда мы ожидаем доходность на этот капитал, то эта доходность должна быть выше, чем цена капитала.

Существует множество типов и разновидностей инвестиций: венчурные инвестиции, прямые инвестиции, private equity инвестиции, инвестиции в публичные и непубличные активы, размещение средств на депозитах и т.д.

Отдельное внимание стоит уделить так называемому инвестиционному квадрату решений. Когда мы принимаем инвестиционное решение о размещении нашего ка-

питала, у которого, как мы уже договорились, есть цена, на определенное время и с ожиданием определенной доходности, мы всегда выбираем инвестиционную стратегию. Мы всегда выбираем тот инвестиционный продукт, который должен обеспечить нам возврат на капитал. Наша стратегия будет находиться в рамках этого квадрата, углами которого являются 4 свойства инвестиционного капитала: инвестиционный горизонт, ожидания по ликвидности, ожидания по доходности, склонность к риску.

Принимая инвестиционное решение, мы всегда для себя должны понимать тот срок, на который мы готовы разместить капитал, и в течение которого мы не рассчитываем на возврат этого капитала. Но по истечению инвестиционного горизонта мы будем ожидать возврата этого капитала.

Если мы размещаем наш капитал в акции Газпрома, то его ликвидность мгновенна: мы сегодня можем эти акции купить, завтра мы можем эти акции продать. Это публичный инструмент, который в больших объемах торгуется на публичных рынках. Если мы с вами размещаем капитал в частную компанию, акции которой не торгуются, и у этой компании есть своя стратегия роста (это классический пример private equity инвестиций), мы должны понимать, что этот капитал не вернется к нам ни завтра, ни послезавтра, потому что ликвидность инвестиций в непубличные инструменты мала. Если через два года необходимо возвращать кредит, то инвестировать капитал в частную компанию, где у нас нет гарантий ликвидности, – это достаточно рискованная затея. Через два года у нас не будет возможности выйти из этой компании, потому что нет рынка продавцов и покупателей, и, значит, мы допустим дефолт по критерию ликвидности.

Принимая инвестиционное решение, мы всегда должны понимать, какую степень ликвидности мы ожидаем. Также необходимо понимать, что мгновенная ликвидность всегда сопровождается более низкой доходностью. Чем ниже ликвидность капитала, тем выше ожидание по доходности, но тем выше и риски. Ликвидность и риск – это тесно связанные понятия.

Инвестиционный горизонт и ликвидность накладывают свой отпечаток на ожидание по доходности. Помимо того, что ожидание по доходности всегда коррелирует с ликвидностью, оно еще коррелирует с риском. Есть базовый закон инвестиционного процесса: чем выше риск, тем выше доход; чем ниже риск, тем ниже доход. Именно поэтому относительно безрисковым инструментом принято считать казначейские обязательства Федеральной резервной системы США. Однако и доходность по этим казначейским обязательствам на сегодняшний день находится в пределах 1%. Вряд ли кто-то из нас может пойти в банк и взять кредит по цене ниже, чем один процент. Для нас процентная ставка банка и будет теми самыми costs of capital. Это означает, что, взяв кредит под 5%, мы вряд ли их вложим в казначейские обязательства ФРС с доходностью 1%. Тем не менее, если по тем или иным причинам капитал нам достался в наследство, то есть цена этого капитала для нас равна нулю, мы вообще не склонны к риску, и при этом нам требуется мгновенная ликвидность, то, возможно, казначейские обязательства ФРС являются тем самым единственным инструментом, который отвечает такому набору требований, как: минимальный риск, мгновенная ликвидность, любой инвестиционный горизонт, зависящий исключительно от нашего взгляда на макроэкономические циклы.

Как только инвестор начинает игнорировать одно из этих 4 свойств инвестиционного капитала, происходит недоучет какого-либо из факторов, и этот недоучет ведет к неправильно выбранной инвестиционной стратегии.

Под выбранную инвестиционную стратегию всегда найдется инвестиционный инструмент. В современном экономическом мире есть множество инвестиционных инструментов, которые в той или иной степени соответствуют этой инвестиционной стратегии.

Давайте теперь поговорим про особенности экономического спада и про возникающие ограничения. Чем характеризуется в вашем понимании экономический спад? Что это такое? Почему мы достаточно часто сегодня слышим о том, что Россия находится в фазе экономического спада?

Спад – это снижение потребления и, как следствие, снижение производства. Зачем производить то, что ты не можешь продать? Снижение инвестиций – это также результат снижения потребления. Ведь зачем инвестировать, если потом не сможешь это продать? Происходит и снижение ожидаемой доходности. Спад в экономике характеризуется снижением притока капитала и ростом его оттока, что приводит к дефициту капитала в стране и, как следствие, снижению инвестиций. Все это факторы, которые так или иначе приводят к экономическому спаду.

Эти факторы наблюдаются сейчас в нашей стране, прежде всего, в связи с особенностью структуры нашей экономики. В структуре нашего ВВП высокую долю занимают углеводороды и металлургическая руда. При снижении цен на commodities в нашей стране происходит целый ряд эффектов: с одной стороны, снижение выручки

добывающих компаний, с другой стороны, снижение налоговых поступлений в бюджет, поскольку мы получаем налоги не только от НДС и налога на прибыль, но и от налога на добычу полезных ископаемых и экспортных пошлин, – это существенная составляющая часть нашего бюджета. Перекошенная в пользу углеводородов структура нашей экономики делает нас особенно уязвимыми и зависимыми.

Важную роль сыграли и санкционные ограничения, а в первую очередь – ограничения доступа на рынки капиталов. Сегодня ни один из наших государственных банков не может быть заемщиком, негосударственные банки тоже неформально ограничены в доступе к капиталу. Ограничение доступа на рынки провоцирует снижение производства.

Велико также значение ограничений доступа к технологиям, к интеллектуальному капиталу. На сегодняшний день во многих отраслях производства мы технологически зависимы. У нас, несомненно, есть собственные технологии во всех отраслях, но эти технологии менее эффективны, чем те, которые мы можем покупать и использовать. Санкционные ограничения, в том числе, привели к ограничению доступа к этим технологиям.

Все эти факторы – доступ к капиталу, к рынку и к технологиям – наравне с искаженной структурой экономики оказывают свое влияние на последствия экономического спада, который у нас происходит.

Помимо этого, у нас прямая корреляция между курсом национальной валюты и ценой на нефть. Как следствие, помимо зависимости от поступлений, у нас возникает вторая зависимость – это устойчивость национальной валюты. Хотя в этом всегда можно найти определенные плюсы, тем не

менее, это колоссальный фактор неопределенности.

Деловой климат оказывает большое влияние на аппетит к инвестициям, на инвестиционные настроения, однако здесь лучше обозначить важность более широкого понятия – доверие. При высоком уровне доверия все составляющие инвестиционного климата будут на высоте.

Давайте теперь совместим понятия экономического спада с понятием инвестиций и вернемся в инвестиционный квадрат решений. Возникает вопрос: какое влияние, с точки зрения инвестиционного горизонта, оказывает спад на наше инвестиционное решение?

Ответ из зала:

Инвестиционный горизонт увеличивается, в то время как инвесторам выгоднее его уменьшать в связи с ростом рисков и непредсказуемости.

Андросов К.Г.:

Я с вами соглашусь, что из-за увеличения непредсказуемости инвестиционный горизонт сокращается. Сокращение инвестиционного горизонта сильно ограничивает потенциальное количество инвестиционных проектов. Не так много производств окупаются в краткосрочном инвестиционном горизонте.

Условия экономического спада приводят к сокращению инвестиционного аппетита и, следовательно, инвестиционного горизонта. В связи с этим существенно сужается количество тех потенциальных инвестиционных продуктов или инвестиционных идей, в которые мы готовы инвестировать.

Как спад влияет на наши ожидания по ликвидности капитала?

Ответ из зала:

Будет сложнее выйти из проектов в связи с уменьшением количества потенциальных покупателей и сокращением ликвидности.

Андросов К.Г.:

Верно, уменьшается число покупателей, но увеличивается число продавцов, что вызывает падение цен. Самое главное, что для инвестора в условиях спада ликвидность падает. Требования к ликвидности растут, в то время как возможности по ликвидности падают. Так как мы не готовы на длинный инвестиционный горизонт, повышаются наши ожидания по ликвидности.

В это же время растут наши ожидания по доходности, риски и costs of capital. Санкционные ограничения приводят к ограничению капитала в стране, что приводит к его дефициту и, следовательно, росту его стоимости. А стоимость капитала приводит к росту ожиданий по доходности.

При экономическом спаде склонность к риску уменьшается, так как само количество рисков и так увеличивается. Таким образом, в период экономического спада мы хотим короткий инвестиционный горизонт, имеем высокие ожидания по ликвидности и доходности и при этом низкий аппетит к риску. Теперь придумайте инвестиционный проект в России, который соответствует этим 4 требованиям.

Ответ из зала:

Финансовая пирамида, проекты в сфере образования, государственные ценные бумаги.

Андросов К.Г.:

Если у нас с вами есть свободные денежные средства, и их цена ниже, чем ставка по еврооблигациям или купонный доход, то это возможные инструменты. Если у нас

этих средств нет, то банковский кредит не станет источником.

Я предложил бы взглянуть на все, что относится к сегменту лоукост: авиакомпании-лоукостеры, подержанные машины и т.п. Эти бизнес-модели сегодня действительно расцветают. Именно в этот сегмент сместилось потребление.

Так или иначе, даже в условиях экономического спада все равно сохраняется целый набор инвестиционных идей. Всегда есть большой набор возможностей. Рассуждая на тему импортозамещения, можно говорить далеко не только о программировании. Ведь санкционные ограничения носили двусторонний характер: мы ограничили доступ на наш рынок целого ряда зарубежных продуктов, в то время как потребительский спрос никуда не делся. В любом бизнесе на первом месте всегда стоит неудовлетворенный потребительский спрос. Это означает, что открылось большое количество возможностей для замещения тех продуктов, которые раньше продавались на рынке. То, что сейчас происходит в отдельных секторах сельского хозяйства, в первую очередь крупного рогатого скота, это рост, обусловленный возможностью, которую дало ограничение доступа иностранных продуктов на наш рынок. Сельское хозяйство демонстрирует уникальные темпы роста за последний год, что является обратной стороной экономического спада.

Любой спад, как макроэкономический цикл, открывает возможности. Импортозамещение, лоукост-потребление, волатильность финансовых инструментов для хедж-фондов, – это тоже возможности. Девальвация рубля, как следствие, привела к тому, что на сегодняшний день средний уровень зарплаты вернулся на уровень примерно 420-430 долларов. На сегодняшний день самая дешевая квалифицированная рабочая

сила находится в России, что тоже наше колоссальное конкурентное преимущество, особенно для тех отраслей, где высока составляющая доля в зарплате, например, в IT-секторе.

Кризис или спад – это то время, когда наружу выходят все ошибки, которые мы делали во времена, когда гнались за ростом и маржинальной доходностью на богатых рынках. На сегодняшний день весь бизнес проходит через так называемую проверку на прочность. Те предприниматели, которые обладают достаточной квалификацией и силой воли для того, чтобы навести порядок

в своих операционных делах, вернуть контроль над затратами, посмотреть на мир более многогранно и креативно, посмотреть на новые рынки и новые возможности, которые лежат внутри бизнес-продукта, выйдут из этого кризиса гораздо более сильными и подготовленными, с новыми продуктами и с новой доходностью. Это хорошее время, когда наконец-то появился смысл и возможность уделять время операционной эффективности, что требует определенной подготовки, определенных знаний и определенного склада характера.

CAPITAL SOURCES FOR ECONOMIC GROWTH UNDER RECESSION

Androsov Kirill - Candidate of Economic Sciences, Professor of the Department of the Theory and Practice of Business-Government Interaction of the National Research University - Higher School of Economics. Address: 20 Myasnitskaya Ulitsa, Moscow, 101000, Russia. E-mail: GR@hse.ru.

This article presents the main theses of the master-class of Kirill Androsov, Managing Partner of Altera Capital, organized as a part of university elective course "GR in Modern Russia: Theory and Practice". During this presentation, the lecturer explained the operation of a key investment decision-making mechanism, discussed the reasons for the economic downturn in Russia and its impact on investment, and also spoke about investment opportunities opening up during the economic downturn.

Key words:

Investment strategy, investment decision square, features of investment capital, economic downturn, investment opportunities.