

Приток капитала в Россию в условиях санкций

УДК 339.7
ББК 65.268
К-325

И.А. Квашина,
кандидат экономических наук, Институт экономики РАН,
Центр внешнеэкономической политики- ведущий научный сотрудник

Аннотация

В статье подробно исследуются изменения в притоке капитала в Россию, имевшие место, за последние год - полтора. Автор доказывает, что основной причиной снижения притока капитала, стала девальвация рубля. Между тем обосновывается, что введенные странами Запада экономические санкции, также обусловили сокращение российских пассивов. Сопоставляются различные оценки перспектив увеличения импорта капитала в страну в среднесрочном плане. Особое внимание обращено на прямые иностранные инвестиции, падение которых было наиболее радикальным. Изменившиеся внешние условия заставляют российские компании и банки вырабатывать новые инвестиционные стратегии и искать альтернативы прежним источникам капитала как внутри страны, так и за рубежом. В этой связи актуальным является рассмотрение механизмов долгового и долевого финансирования российских компаний на китайском рынке и перспектив развития инвестиционного сотрудничества с восточными партнерами.

Ключевые слова: Иностранные инвестиции, внешний долг, санкции, платежный баланс.

I.A. Kvashnina,
Candidate of Economic Sciences, the Institute of Economics, RAS,
Center for Foreign Economic Studies - Chief Researcher

Capital inflow in Russia under sanctions

Abstract

The article examines the recent trends in Russia's capital inflow (over 12-18 months). The author proves that the main reason of capital inflow decrease was devaluation of the Russian currency - rouble. It is shown that economic sanctions of developed countries had negative effects on Russia's balance of payments. Different evaluations of capital inflow in the medium term outlook are compared. Particular attention is paid to foreign direct investment due to its plunge. The changes in external markets' environment force Russia's companies and banks to work out new investment strategies and to look for alternative sources of capital. Under the circumstances, the author pays attention to investment cooperation with Asian countries. Business activities of Russia's companies on the Chinese financial market are also considered.

Key words: Foreign investments, foreign dept, sanctions, balance of payments.



В 2014 г. страны ЕС, США, Канада, Австралия и Новая Зеландия ввели в отношении Российской Федерации пакеты экономических санкций, затрагивающие ее нефтяной, оборонный и финансовый сектора. Спустя год были приняты решения о пролонгации этих санкций, как минимум, до начала 2016 г. Однако и эта дата может быть не окончательной. Банк России в своем Докладе о денежно-кредитной политике рассматривает сценарии макроэкономического развития страны, исходя из сохранения финансовых санкций против российских компаний и банков до 2018 года.¹ В этой связи представляется важным проанализировать те изменения, которые имели место в потоках капитала в Россию после введения санкций и оценить перспективы и альтернативы притока западного капитала в среднесрочном плане.

Проблема анализа на столь коротком временном промежутке заключается в том, что приходится оперировать рядом статистических данных, охватывающих весь 2014 год, хотя большая часть санкций была введена в его середине. В связи с этим наиболее объективными, на наш взгляд, являются показатели, характеризующие инвестиционную позицию Российской Федерации и отражающие объемы накопленных активов и обязательств.

Прошедший год характеризовался существенными изменениями в структуре и масштабах поступающих в страну инвестиций. Эти процессы происходили не только под влиянием введенных санкций, но и в результате стагнации экономического роста, снижения цены на нефть и девальвации рубля. Из таблицы 1 видно, как менялась инвестиционная позиция РФ в части накопленных обязательств. Из четырех основных компонентов притока капитала положительная динамика наблюдалась лишь по линии производных финансовых инструментов (банковского сектора).

Накопленные портфельные инвестиции по итогам 2013 составили 273,7 млрд долл. и практически не увеличились по сравнению с предыдущим финансовым годом, что по всей видимости связано со снижающимися индексами российского фондового рынка, инвестиционным климатом в стране и повышением привлекательности других рынков (в частности американского рынка облигаций). К началу 2015 г. портфельные инвестиции сократились на 117 млрд долл. прежде всего из-за переоценки их стоимости в долларах из-за девальвации рубля (см. таблицу 1). Сворачивание портфельных инвестиций происходило, в том числе, из-за невозможности привлечения на российский рынок консервативных инвесторов, вследствие снижения крупнейшими агентствами рейтингов РФ ниже инвестиционного уровня.

Самым непосредственным образом санкции сказались на так называемых прочих инвестициях. После прохождения острой фазы кризиса 2008-2009 гг. приток капитала по этой статье вновь стал увеличиваться, прежде всего, за счет привле-

¹ Банк России. Доклад о денежно-кредитной политике. №2 Июнь 2015. http://www.cbr.ru/publ/ddcp/2015_02_ddcp.pdf

чения новых ссуд и займов и роста наличной валюты и депозитов у банков. Из-за введенных санкций доступ к новым займам практически прекратился, а запасы валюты у банков сократились (см. таблицу 1). Банк России был вынужден проводить валютные интервенции и предоставлять валютную ликвидность банкам – резидентам на возвратной основе, потратив на эти цели в 2014 г. более 107 млрд долл. США из международных резервов.

Таблица 1

Инвестиционная позиция РФ: обязательства (млн долл. США)

	Остаток на 01.01.2013	Остаток на 01.01.2014	Остаток на 01.01.2015	Изменения*		
				в результате операций	в результате переоценки	прочие изменения
Прямые инвестиции	514 926	565 654	378 543	20 958	-211 600	3 532
Портфельные инвестиции	270 725	273 736	156 424	-23 125	-102 334	8 147
Производные финансовые инструменты	4 285	4 355	21 530	-21 358	38 533	0
Прочие инвестиции	448 433	499 116	414 806	-27 140	-52 473	-4 698
<i>в том числе:</i>						
<i>наличная валюта и депозиты</i>	<i>189 372</i>	<i>201 947</i>	<i>162 496</i>	<i>-21 031</i>	<i>-18 208</i>	<i>-212</i>
<i>ссуды и займы</i>	<i>241 631</i>	<i>278 410</i>	<i>232 734</i>	<i>-8 825</i>	<i>-32 500</i>	<i>-4 351</i>
Обязательства всего	1 238 368	1 342 862	971 303	-50 666	-327 874	6 981

Примечание к таблице:

*Изменения с 01.01.2014 по 01.01.2015

Источник: Вестник Банка России №48-48, 9 июня 2015. С. 70-71; С.76-77

После прекращения рефинансирования со стороны западных банков и погашения ранее взятых на себя обязательств, внешний долг Российской Федерации менее чем за год сократился на 174 млрд долл. (30%).² Улучшение долговой ситуации наблюдалось у всех участников процесса: органов государственного управления, Центрального банка, банков и прочих секторов. При этом банковский сектор по

² Центральный банк Российской Федерации. Статистика внешнего сектора. Внешний долг Российской Федерации на 1 апреля 2015 года (оценка). http://www.cbr.ru/statistics/?Prtid=svs&ch=itm_47538#CheckedItem



уровню долговой нагрузки вышел на показатели 2009 г., а нефинансовые предприятия сократили ее лишь на 26%. По графику платежей до конца 2015 г. российские компании и банки должны выплатить 117 млрд долл. основного долга и 20 млрд долл. процентов.³ Эти цифры примерно сопоставимы с величиной чистого вывоза частного капитала в 2014 г., которая составила, в том числе и за счет выплат по долгам, 154 млрд долл.

Наиболее радикальное снижение наблюдалось в отношении прямых инвестиций. Остаток накопленных ПИИ на 1 января 2015 г. уменьшился по сравнению с предыдущим годом на 187 млрд долл. по большей части за счет изменения курса рубля к доллару и евро (см. таблицу 1). Если рассматривать текущее поступление прямых инвестиций по методологии платежного баланса, то по сравнению с 2013 г. их объем снизился более чем в 3 раза и составил по итогам 2014 г. 21 млрд долл., достигнув десятилетнего минимума. Вложения российских резидентов за границу при этом сократились только на треть до 56 млрд долл.⁴

Если в 2013 г. на реинвестирование доходов приходилось около трети поступающих ПИИ, то в 2014 данный инструмент стал фактически единственным источником притока капитала. По линии долгового финансирования прямых инвестиций наблюдался отток капитала. Отчасти эти процессы происходили за счет возврата долгов дочек материнским зарубежным компаниям. В первом квартале 2015 года тенденция на снижение пассивов Российской Федерации продолжилась, исключение составили прямые инвестиции в нефинансовый сектор, которые показали небольшой рост.

Таким образом, за 2014 г. внешние обязательства Российской Федерации снизились на 371 млрд долл. США. При этом 88% от этой суммы составила *отрицательная переоценка в долларовом эквиваленте рублевых инвестиций нерезидентов* (см. таблицу 1). Главную роль в этом процессе сыграло падение курса рубля к доллару (на 40,6% декабрь 2014 года к декабрю 2013). Как прямые, так и портфельные инвестиции в отечественные долевые и долговые инструменты в результате переоценки обесценились более чем на треть.

В этой связи может возникнуть вопрос, что влияние санкций, по крайней мере, в 2014 году на приток капитала в Россию было минимальным. Это не совсем так.

³ Центральный банк Российской Федерации. Статистика внешнего сектора. График погашения внешнего долга Российской Федерации по состоянию на 1 января 2015 года: основной долг. http://www.cbr.ru/statistics/credit_statistics/shedule_debt.xls График предстоящих выплат по внешнему долгу по состоянию на 1 января 2015 года: проценты. http://www.cbr.ru/statistics/credit_statistics/shedule_int.xls

⁴ Центральный банк Российской Федерации. Статистика внешнего сектора. Прямые инвестиции Российской Федерации по инструментам (сальдо операций платежного баланса). http://www.cbr.ru/statistics/?Prtid=svs&ch=PAR_30241#CheckedItem

□ Девальвация рубля происходила не только из-за падения нефтяных цен, но и вследствие оттока капитала, спровоцированного санкциями.

□ Кардинально изменилось поведение инвесторов на рынке государственных ценных бумаг. Если в предыдущие периоды нерезиденты покупали российские суверенные бумаги, как при первичном размещении, так и на вторичном рынке, то в прошлом году наблюдалась противоположная динамика – продажа суверенных инструментов иностранцами на вторичном рынке.

□ Сокращение иностранных пассивов банковского сектора на 37 млрд долл. США по оценке Банка России «стало результатом отсутствия у ряда системно значимых российских банков возможности рефинансировать ранее принятую задолженность вследствие ограничений, наложенных на привлечение ими иностранного капитала».⁵ В два раза сократилась эмиссия новых еврооблигационных займов.

□ Нефинансовый сектор российской экономики также столкнулся с сужением внешнего финансирования из-за санкций. Приток прямых инвестиций в первых двух кварталах 2014 г. после введения санкций сменился на их отток во втором полугодии.

□ Внешний долг банков и нефинансового сектора уменьшился прежде всего за счет долгосрочных обязательств, что означает сокращение «длинных» денег, работающих на развитие российской экономики и ее производственной сферы.

Единственным «положительным» аспектом введения финансовых санкций является то, что они создают стимул для *замещения внешнего заимствования внутренним*. За последнее десятилетие внешний рынок стал основным источником длинных и недорогих финансовых ресурсов для российских крупных компаний и банков, в том числе с участием государства. Только с 2009 по середину 2014 г. банки увеличили долговую нагрузку на 30%, нефинансовые предприятия на 55%. Совокупный внешний долг российского частного сектора составил почти 660 млрд долл., превысив годовой объем экспорта и величину золотовалютных резервов. В значительной степени внешние заемные средства использовались на приобретение зарубежных активов, которые впоследствии становились обременительными для их покупателей.

В условиях ограничения доступа к внешнему фондированию и по мере смягчения Банком России денежно-кредитной политики российские компании реального сектора экономики и банки активизировали в марте-мае 2015 г. эмиссионную деятельность на внутреннем долговом рынке. Благодаря существенным объемам размещения корпоративных облигаций и ОФЗ совокупный портфель обращающихся на внутреннем рынке облигаций к концу мая 2015 г. достиг пиковых за последние три года объемов в 11,6 трлн рублей.⁶

⁵ Вестник Банка России №48-48 (1644-1645) 9 июня 2015. С.10

⁶ Банк России. Доклад о денежно-кредитной политике. №2 Июнь 2015. С.23 http://www.cbr.ru/publ/ddcp/2015_02_ddcp.pdf



Нехватка ликвидности побудила банки активизировать работу и с частными клиентами, предлагая им более выгодные условия по депозитам. Эти процессы имели место не только внутри страны, но и за рубежом. Через свои европейские дочерние банки Сбербанк и ВТБ уже после введения санкций привлекли частных депозитов в общей сложности на 3 млрд евро. По трехлетним вкладам Sberbank Europe AG предлагал немецким клиентам 2,2%, при том, что самая высокая ставка Deutsche Bank по восьмилетнему депозиту составляет 0,6%. Такой способ заимствования сопоставим по объемам и стоимости с размещением еврооблигаций. Вместе с тем, будучи иностранными юридическими лицами, дочки российских банков могут использовать эти средства только для возврата кредитов полученных ранее от материнских компаний и для развития собственного европейского бизнеса.⁷

По прогнозам Банка России чистый отток капитала сохранится до 2018 г. При этом в 2015-2016 гг. его главным драйвером будет вынужденное погашение задолженности перед внешними кредиторами, а в 2017-2018 гг. в случае нормализации ситуации в экономике на первое место среди факторов оттока капитала выйдет спрос на иностранные активы. Таким образом, по оценке денежных властей, ждать в среднесрочной перспективе сколь либо значимого притока капитала в Россию не приходится. Эти оценки коррелируются и с прогнозом ЮНКТАД в отношении поступления в Российскую Федерацию прямых иностранных инвестиций. По мнению международной организации, из-за санкций, слабой экономики и ряда других факторов приток ПИИ в Россию в 2015 году и за его пределами сохранится на уровне 2014⁸, т.е. порядка 20 млрд долл. США. По индексу доверия прямых иностранных инвесторов (FDI Confidence Index A.T. Kearney) в 2013 г. Россия занимала 11 место из 25 возможных. В 2014-2015 она впервые за 10 лет выбыла из этого списка, причем еще до конфликта с Украиной. Между тем в январе 2015 г. более 50% руководителей опрошенных компаний сказали, что если бы не санкции и не рост геополитической напряженности, они бы в этом году увеличили прямые инвестиции в Россию и соседние с ней страны.⁹

Пока же происходит сокращение или приостановка инвестиций. Одним из первых и наглядных результатов действия санкций является выход американской компании ExxonMobil из совместных проектов с «Роснефтью». Приостановлен проект «Ростехнологий» и канадской компании Bombardier по производству в Ульяновске

⁷ Сбербанк и ВТБ нашли способ привлечь валюту на Западе. <http://top.rbc.ru/finances/05/06/2015/55706a779a7947679f3d2c7b>

⁸ UNCTAD, World Investment Report 2015. OVERVIEW. Reforming International Investment Governance. New York and Geneva: United Nations, 2015, P.18

⁹ Стеркин Ф. Кувшинова О. Иностранные инвесторы второй год не хотят вкладывать в Россию. <http://www.vedomosti.ru/economics/articles/2015/04/28/inostrannie-investori-vtoroi-god-ne-hotyat-vkladivat-v-rossiyu>

турбовинтовых самолетов. Заморожено производство пригородных поездов «Ласточка» на совместном предприятии с немецким Siemens, а бизнес-компании в России, по словам председателя совета директоров группы, упал почти вдвое.¹⁰ Российский автомобильный рынок покинул американский GM, а другие автомобильные концерны вынуждены приостанавливать производство и пересматривать инвестиционные планы из-за падения спроса почти на 40%.

С небольшим оптимизмом на развитие экономической ситуации в России смотрит Всемирный банк, указывая на возможность медленного восстановления инвестиционной активности в России в 2016-2017 гг. *при условии устранения сохраняющихся структурных проблем, улучшения деловых и потребительских настроений и постепенной отмены санкций до конца 2016 года.*¹¹ Для внутренних инвесторов вложения потеряли привлекательность еще в 2013 г., обусловив начало инвестиционного кризиса.

Закрывание западных рынков капитала заставило российские компании и руководство страны обратить внимание на восток. С точки зрения объема финансовые рынки Азии (японский, корейский и китайский вместе взятые) сопоставимы с европейским и могли бы удовлетворить потребности российских эмитентов. Однако в реальности из долговых азиатских рынков нашим компаниям и банкам доступен лишь китайский и сингапурский. Опыт размещения облигаций в Китае имеют российские банки: Газпромбанк, Россельхозбанк, «Русский стандарт», ВТБ, однако доходность по ним значительно выше, чем по аналогичным европейским инструментам. Еще один способ проникновения на китайский финансовый рынок – учреждение дочерних подразделений банков. О таких намерениях объявили ВЭБ, Сбербанк и Промсвязьбанк. Между тем, дочка ВТБ – VTB Shanghai, которая уже семь лет работает на внутреннем китайском рынке, по признанию главы банка А.Костина, сталкивается с многочисленными ограничениями со стороны Народного банка Китая.

Российские сырьевые компании рассматривают варианты размещения своих акций на объединенной бирже Шанхая и Гонконга, а также Сингапурской бирже. «ЛУКОЙЛ» собирается в текущем году привлечь 1 млрд долл. в рамках SPO в Гонконге. «Газпром», разместив глобальные депозитарные расписки на Сингапурской бирже, объявил о дальнейших планах экспансии в азиатский регион. Но предпочел разместить годовые еврооблигации на Западе (700 млн долл.), а потом договорился о кредите от итальянского банка UniCredit на 300 млн евро. «Роснефть» пока отказалась от планов размещения на бирже в Гонконге, а у «Русала» (первой рос-

¹⁰ Ведомости – Новости#/business/news/2015/04/13/biznes-siemens- http://www.vedomosti.ru/fast_news

¹¹ Всемирный банк. Пресс-релиз. 1 июня 2015 <http://www.worldbank.org/ru/news/press-release/2015/06/01/world-bank-revises-its-growth-projections-for-russia-for-2015-and-2016>



сийской компании, прошедшей листинг на этой бирже в 2010 г.) стоимость акций упала более чем в два раза.¹²

Азиатские долговые рынки для российских компаний и банков оказываются более дорогими и более сложными. Потребуется значительные усилия и время, чтобы завоевать доверие инвесторов и уж точно в короткие сроки не удастся довести объемы привлекаемого финансирования до уровней сопоставимых с европейским и американским рынками. По сравнению с азиатским финансовый рынок стран-экспортеров нефти из Персидского залива является для российских заемщиков еще менее освоенным и совсем экзотичным.

После ухудшения отношений с США и ЕС Россия подписала с Китаем ряд крупных соглашений, в том числе и в инвестиционной сфере. В октябре 2014 г. было заключено трехлетнее соглашение о валютных свопах на сумму 150 млрд юаней (24 млрд долл.). В мае 2015 Российский фонд прямых инвестиций (РФПИ), Российско-китайский инвестфонд (РКИФ) и China Construction Bank (CCB) договорились о создании механизма кредитования крупных российских компаний в китайских банках. Речь идет о сумме в 20-25 млрд долл. в течение двух-трех лет. Признавая важность такого рода договоренностей, следует иметь в виду, что финансирование в их рамках носит, как правило, связанный характер.

В широко анонсированных совместных проектах в топливно-энергетической сфере и транспортной инфраструктуре китайская сторона оказалась сложным переговорщиком. Подписывая рекордный контракт на 400 млрд долл. на поставки газа Китаю, «Газпром» рассчитывал получить китайский аванс или кредит в размере 25 млрд долл. на строительство газопровода «Сила Сибири», но китайцы запросили слишком высокую процентную ставку и переговоры зашли в тупик. Затянулась и продажа 10% доли в Ванкорском проекте «Роснефти» китайской компании CNPC. По данным Financial Times, китайскую сторону не устроила запрошенная цена, а осложняющим фактором явились санкции ЕС и США.¹³ «Роснефть» вела переговоры с CNPC и по поводу продажи 20% пакета в компании «Таас-Юрях нефтегазодобыча», которые закончились безрезультатно, в итоге российскую долю приобрела британская BP. Соглашение о строительстве высокоскоростной магистрали (ВСМ) Москва-Казань стоимостью в 1,07 трлн рублей содержит ключевое требование КНР – использование в ВСМ китайских технологий и оборудования. Таким образом, китайцы смогут загрузить на длительный период свои высвобождающиеся мощности, а параметры локализации технологий и производства в России в соглашении не прописаны.

¹² Новость за деньгами в Китай. http://worldcrisis.ru/crisis/1699525/discussion_t?LOGOUT=1 Дата обращения 20.11.2014

¹³ Ткачев И. FT рассказала о разногласиях Китая и России по нефтегазовым мегапроектам. <http://top/rbc.ru/politics/05/05/2015/5548e2a09a7947f67dda97cb>

Очевидно, что реализация запланированных проектов увеличит долю Китая в поступающих в Россию прямых иностранных инвестициях. Уже за 2014 год инвестиции из КНР увеличились в два раза до 1280 млн долл. (пятое место по объемам ввезенных ПИИ). Между тем вызывает большие сомнения, что китайские инвестиции в части привнесения технологий смогут заменить западные прямые инвестиции. Показательным является прошедший в Санкт-Петербурге экономический форум, продемонстрировавший, что, несмотря на «развороты» на Восток, основным бизнес-партнером России остается Запад.

В заключении хотелось бы отметить, что среди факторов, определяющих приток зарубежного капитала в страну, точнее его снижение, введенные против РФ санкции играют весьма существенную роль. Восстановление потоков капитала возможно лишь в условиях нормализации экономического сотрудничества с нашими зарубежными партнерами, для чего необходима выработка соответствующих политических и дипломатических решений. Полученное в результате девальвации рубля курсовое преимущество создает предпосылки для развития обрабатывающих отраслей (в том числе за счет локализации производства) и диверсификации экономики, может способствовать притоку частного капитала в наиболее конкурентные сектора и отрасли. Падение капитализации российских компаний и снижение их долговой нагрузки делает эти активы потенциально привлекательными для инвестиций.

Даже в условиях санкций государство может способствовать оживлению инвестиционного спроса посредством расширения внутреннего рынка кредитования, развития конкуренции, предоставления частным инвесторам необходимых гарантий и защиты прав собственности, снижения коррупции и административных барьеров. Актуальным является и устранение избыточных ограничений для иностранных инвесторов. При всей важности борьбы с офшорными юрисдикциями, момент принятия законодательства о контролируемых иностранных компаниях представляется неудачным, и может быть имеет смысл отложить его действие хотя бы в отношении компаний реального сектора.

Что касается поворота на Восток, то он важен с точки зрения диверсификации экономических связей РФ, но может быть лишь частичной альтернативой получения финансовых, производственных и технологических ресурсов из развитых стран.

БИБЛИОГРАФИЯ:

UNCTAD, World Investment Report 2015. OVERVIEW. Reforming International Investment Governance. New York and Geneva: United Nations, 2015. 66 p.

Банк России. Доклад о денежно-кредитной политике. №2 Июнь 2015. 82 с. (Bank Rossii. Doklad o denezhno-kreditnoj politike. №2 June 2015. 82 s.).



Вестник Банка России №48-48 (1644-1645) 9 июня 2015. 94 с. (Vestnik Banka Rossii №48-48 (1644-1645) 9 June 2015. 94 s.).

Всемирный банк. Пресс-релиз. 1 июня 2015 <http://www.worldbank.org/ru/news/press-release/2015/06/01/world-bank-revises-its-growth-projections-for-russia-for-2015-and-2016> (Vsemirnyj bank. Press-relis).

Орлова Н. Финансовые санкции против России: влияние на экономику и экономическую политику // Вопросы экономики, №12, 2014, с.54-66 (Orlova N. Finansovyye sankcii protiv Rossii: vlijaniye na ekonomiku I ekonomicheskuyu politiku // Voprosy jekonomiki. №12, 2014. S.54-66).

Афонцев С. Выход из кризиса в условиях санкций: миссия невыполнима? // Вопросы экономики, №4, 2015, с.20-36 (Afoncev S. Vyhod iz krizisa v uslovijah sankcij: missija nevypolnima? // Voprosy jekonomiki. №4, 2015. S.20-36).

Стеркин Ф. Кувшинова О. Иностранные инвесторы второй год не хотят вкладывать в Россию. <http://www.vedomosti.ru/economics/articles/2015/04/28/inostrannie-investori-vtoroi-god-ne-hotyat-vkladivat-v-rossiyu> (Sterkin F. Kuvshinova O. Inostrannyye investory vtoroj god ne hotjat vkladivat' v Rossiju).

Ткачев И. FT рассказала о разногласиях Китая и России по нефтегазовым мегапроектам. <http://top/rbc.ru/politics/05/05/2015/5548e2a09a7947f67dda97cb> (Tkachev I. FT rasskazala o raznoglasijah Kitaja I Rossii po neftegazovym megaprojektam).

