

УДК 339.727.2

## УЧАСТИЕ РОССИИ В МЕЖДУНАРОДНОМ ДВИЖЕНИИ КАПИТАЛА

**ЕРОШКИН АЛЕКСЕЙ МИХАЙЛОВИЧ,**

*кандидат экономических наук, профессор кафедры «Финансовые рынки и финансовый инжиниринг»,  
Финансовый университет, Москва, Россия*

**E-mail:** *eroshkin\_am@mail.ru*

**ПЕТРОВ МАКСИМ ВИКТОРОВИЧ,**

*кандидат экономических наук, доцент кафедры «Международные финансы», МГИМО (У) МИД РФ, Москва, Россия*

**E-mail:** *mvprmgimo@mail.ru*

### АННОТАЦИЯ

В статье анализируются проблемы и перспективы современной либеральной модели участия России в международном движении капитала, основанной на свободной конвертируемости рубля по капитальным транзакциям. Реализация этой модели, сложившейся в середине 2000-х гг., оказала глубокое, неоднозначное влияние на национальную экономику. С одной стороны, она способствовала повышению инвестиционной привлекательности страны и расширению ввоза в нее капитала. С другой стороны, отсутствие заградительных барьеров в условиях недостаточно благоприятного инвестиционного климата стимулировало экспорт инвестиций из России, устойчиво превышавший по объему его импорт. Это ослабляло ресурсную базу роста отечественной экономики. Недостатки либеральной модели отчетливо проявились в 2014 г., когда в результате усиления экономической нестабильности и внешнеполитической напряженности был зафиксирован рекордный отток капитала из страны. Вызванные этим тяжелые последствия для экономики сделали актуальным вопрос о введении валютных ограничений, которые сократили бы вывоз финансовых ресурсов.

По мнению авторов, несмотря на свойственные принципу свободного движения капитала недостатки, отказ от него стал бы шагом назад в экономической политике страны. Более перспективным, чем возведение защитных барьеров, направлением повышения эффективности интеграции России в мировые финансы выступает переход государства к активному регулированию ввоза и вывоза капитала с помощью рыночных инструментов. В данном контексте в статье рассмотрен ряд приоритетных мер, которые в текущих условиях способствовали бы стабилизации поступления инвестиций в Россию.

**Ключевые слова:** международное движение капитала; экспорт и импорт капитала; прямые инвестиции; портфельные инвестиции; офшоры; бегство капитала; платежный баланс; валютное регулирование.

## ACTUAL ISSUES OF RUSSIA'S PARTICIPATION IN THE INTERNATIONAL MOVEMENT OF CAPITAL

**ALEXEY M. EROSHKIN,**

*PhD, Professor of the Chair "Financial Markets and Financial Engineering", Financial University, Moscow, Russia*

**E-mail:** *eroshkin\_am@mail.ru*

**MAKSIM V. PETROV,**

*PhD, Associate Professor of the Chair "International Finance" of MGIMO University, Moscow, Russia*

**E-mail:** *mvprmgimo@mail.ru*

### ABSTRACT

The article analyzes the problems and prospects of modern liberal model of Russia's participation in international capital movement, based on the free convertibility of ruble for capital transactions. Realization of this model folded in the middle of 2000th had a significant, but ambiguous impact on the national economy. On the one hand,

it added to the country's investment appeal and stimulated capital inflows. On the other hand, with no barriers on its way amid not favorable enough investment climate, export of investment from Russia surged up and exceeded import in terms of volumes, resulting in a weakened resource base for the domestic economic growth. Deficiencies of the liberal model showed up most clearly in the year of 2014, which witnessed a new record in capital outflow driven by increasing economic turbulence in the country and foreign policy tensions. Resulting pressure on the economy raised an issue of restricting foreign exchange to stop the running away capital.

The authors believe that in spite of the deficiencies inherent to the free capital movement principle, to reject it would be a step back in the economic policy of the country. To enhance the efficiency of Russia's integration to the global financial system, it would be more appropriate for the government to start regulating the capital inflows and outflows using market instruments rather than to put up barriers. In this context, the article analyses a number of top-priority measures, which could currently help stabilize the import of investment into Russia.

**Keywords:** international movement of capital; export and import of capital; direct investments; portfolio investments; offshores; capital flight; balance of payments; currency regulation.

### СОВРЕМЕННАЯ МОДЕЛЬ УЧАСТИЯ РОССИИ В МЕЖДУНАРОДНОМ ДВИЖЕНИИ КАПИТАЛА И ЕЕ ВОЗДЕЙСТВИЕ НА ЭКОНОМИКУ

Становление России в качестве крупного участника международного движения капитала (МДК; под международным движением капитала в статье понимаются операции, связанные с его экспортом и импортом и отражаемые по финансовому счету платежного баланса, исключая изменение официальных резервов) пришлось на середину 2000-х гг., когда в результате подъема национального хозяйства и расширения внешнеэкономических связей страны многократно возросли масштабы ее трансграничных финансовых потоков. Ежегодные объемы ввоза и вывоза финансовых ресурсов быстро увеличивались и вскоре достигли своих исторических максимумов: импорт в 2007 г. — 210 млрд долл., экспорт в 2008 г. — 240 млрд долл. (см. *табл. 1*). В 2009 г. показатели притока и оттока капитала упали вследствие глобального финансового кризиса, однако в последующие 4 года, по мере восстановления национальной экономики и мировых рынков, они вновь стали расти, составив в 2013 г. соответственно 124 млрд и 171 млрд долл. По сумме показателей ввоза и вывоза инвестиций, а также ее отношению к ВВП Россия в 2007–2008 и 2011–2013 гг. заметно опережала другие крупнейшие развивающиеся страны, кроме Китая (см. *табл. 2*).

В 2000-е гг. также сформировался ряд ключевых тенденций, определявших особеннос-

ти импорта и экспорта капитала из России. В совокупности эти тенденции задали устойчивую модель участия страны в МДК, характеризующуюся следующими основными признаками.

1. *Либеральное регулирование операций, связанных с движением капитала.* Значительная свобода, предоставленная экспортерам и импортерам финансовых ресурсов, — основа современной, глубоко либеральной по своей сути модели участия России в МДК. Эта свобода обеспечивается прежде всего конвертируемостью рубля по капитальным транзакциям, законодательно закрепленной в 2006 г. Россия сегодня является одной из немногих крупных развивающихся стран, устранившей валютные ограничения на ввоз и вывоз финансовых ресурсов. Среди других государств БРИКС относительно либеральный валютный режим использует только Бразилия, в то время как у Китая, Индии и ЮАР он значительно жестче (см. *IMF. Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2014*. URL: <http://www.imf.org/external/pubs/nft/2014/areaers/ar2014.pdf>; дата обращения: 27.09.2015).

Другие правовые нормы, регулирующие в РФ отдельные виды капитальных операций, в целом также довольно мягкие. Действующие запреты, как правило, носят узконаправленный характер и применяются в той мере, в какой это необходимо для защиты интересов государства и населения, развития отдельных секторов экономики и финансового рынка. В качестве

**Импорт и экспорт капитала Россией в 2005–2015 гг., млрд долл.**

Тип инвестиций	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015*
<i>Импорт капитала</i>											
Прямые инвестиции	15,5	37,6	55,9	74,8	36,6	43,2	55,1	50,6	69,2	22,9	4,3
В том числе долговые инструменты	2,5	8,0	6,2	5,9	13,4	14,5	21,9	27,1	36,9	-1,1	-4,5
Портфельные инвестиции	-0,8	10,2	15,4	-27,9	8,7	1,9	-5,4	19,3	0,7	-23,2	-8,1
Производные финансовые инструменты	-1,1	-1,3	-2,4	-10,5	-13,1	-10,7	-17,8	-18,1	-8,8	-21,9	-15,1
Прочие инвестиции	42,5	30,6	140,8	64,1	-25,6	10,5	35,7	40,6	63,3	-26,7	-28,0
Всего импорт	56,2	77,1	209,6	100,5	6,6	44,9	67,5	92,4	124,4	-48,9	-46,8
<i>Экспорт капитала</i>											
Прямые инвестиции	17,9	30,0	44,8	55,7	43,3	52,6	66,9	48,8	86,5	56,4	10,2
В том числе долговые инструменты	2,0	1,8	11,4	1,6	9,0	17,7	27,8	2,1	-4,4	20,0	1,8
Портфельные инвестиции	10,7	-6,3	10,5	7,8	10,6	3,4	9,8	2,3	11,8	16,7	5,3
Производные финансовые инструменты	-0,9	-1,2	-2,8	-9,1	-9,9	-8,8	-16,4	-16,7	-8,5	-16,6	-13,0
Прочие инвестиции	34,0	51,0	59,9	185,8	-9,3	19,2	83,4	83,7	80,8	24,7	6,5
Всего экспорт	61,7	73,5	112,4	240,2	34,7	66,4	143,7	118,1	170,6	81,2	9,0
Сальдо экспорта и импорта:	5,5	-3,6	-97,2	139,7	28,1	21,5	76,2	25,7	46,2	130,1	55,8

Источник: Банк России. URL: <http://www.cbr.ru/statistics/?PrtlId=svs> (дата обращения: 01.10.2015).

\* Данные за первое полугодие 2015 г.

примера можно назвать ограничения для нерезидентов по инвестированию в стратегически значимые предприятия (см. Федеральный закон от 29.04.2008 № 57-ФЗ «О порядке осуществления иностранных инвестиций в хозяйственные общества, имеющие стратегическое значение для обеспечения обороны страны и безопасности государства». URL: <http://www.consultant.ru/>; дата обращения: 25.09.2015).

При этом либерализация финансового регулирования последовательно продолжалась в последние годы в связи с созданием Международного финансового центра (МФЦ) в Москве.

2. *Ведущая роль частного сектора в импорте и экспорте капитала.* В структуре ввоза капитала в Россию в 2001–2014 гг. устойчиво преобладали частные инвестиции,

привлекаемые компаниями и банками. Государство, располагавшее большую часть указанного времени профицитным бюджетом, импортировало финансовые ресурсы ограниченно, главным образом путем размещения суверенных еврооблигаций. Их суммарный выпуск составил в 2001–2014 гг. около 22,5 млрд долл. без учета еврооблигаций «Россия-2030», выпущенных в целях реструктуризации долга бывшего СССР перед Лондонским клубом кредиторов (см. Минфин России. URL: [http://www.minfin.ru/ru/performance/public\\_debt/external/param/](http://www.minfin.ru/ru/performance/public_debt/external/param/); дата обращения: 28.09.2015).

При этом государство практически не пользовалось кредитами зарубежных коммерческих банков и свело к минимуму заимствования у международных финансовых организаций.

Таблица 2

**Суммарный объем импорта и экспорта капитала крупнейшими развивающимися странами в 2007–2013 гг.**

Страна	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<i>Объем, млрд долл.</i>							
Россия	322,0	340,7	41,3	111,3	211,2	210,5	295,0
Китай	470,4	325,9	322,5	704,5	814,6	678,9	932,6
Бразилия	158,9	86,6	112,9	226,0	162,3	155,4	196,7
Индия	101,8	71,0	76,9	142,0	120,0	145,3	124,9
<i>Отношение к ВВП, %</i>							
Россия	24,8	20,5	3,4	7,3	11,1	10,4	14,2
Китай	13,4	7,1	6,4	11,7	10,9	8,0	9,8
Бразилия	11,4	5,1	6,8	10,2	6,2	6,4	8,2
Индия	8,2	5,8	5,6	8,3	6,5	7,9	6,7

Источник: рассчитано авторами по данным IMF. International Financial Statistics Yearbook 2015 – Washington: IMF, 2015.

Экспорт капитала из России в 2001–2014 гг. также осуществлялся преимущественно частным сектором, в том числе населением, скупавшим в кризисные периоды наличную валюту в целях обеспечения сохранности сбережений. Государство капитал в форме прямых, портфельных и прочих инвестиций практически не вывозило, за исключением единичных сделок по кредитованию других стран. Более того, неоднократно проводившееся Россией списание долгов развивающихся государств, унаследованных от СССР, вело к уменьшению показателей вывоза капитала (списание долга, являющегося внешним финансовым активом, учитывается в платежном балансе как поступление капитала в страну, уменьшающее его экспорт). По данным Парижского клуба, в 2001–2014 гг. Россия списала внешние долги ряда зарубежных стран, в том числе Кубы, Ирака, Монголии, Афганистана и Вьетнама, на общую сумму порядка 120 млрд долл. (см. Paris Club. URL: <http://www.clubdeparis.org>; дата обращения: 14.09.2015).

3. *Высокая доля долговых трансакций в структуре трансграничного движения капитала.* За исключением отдельных лет, доля заемного финансирования, отражаемого по разделу «Прочие инвестиции» финансового

счета платежного баланса, в структуре экспорта капитала из России в 2001–2014 гг. была преобладающей. На начало 2015 г. накопленный объем прочих инвестиций за рубежом составил 408 млрд долл. (прямых инвестиций — 388 млрд долл.) (см. Банк России. URL: <http://www.cbr.ru/statistics/?PrId=svs>; дата обращения: 21.09.2015). В структуре импорта капитала наиболее высокий удельный вес внешних заимствований наблюдался в середине 2000-х гг. Своего пика заимствования достигли в 2007 г. — 141 млрд долл. (67% общего импорта капитала). Однако в ходе кризиса 2008–2009 гг. и в дальнейшие годы темпы их замедлились, что в сочетании с относительно стабильным притоком прямых иностранных инвестиций (ПИИ) обеспечило более сбалансированную структуру ввоза капитала по формам инвестиций.

Масштабный импорт заемного капитала обусловил быстрое наращивание российского корпоративного внешнего долга. Если в начале 2001 г. он составлял 31 млрд долл., то в начале 2008 г. — уже 425 млрд долл. И хотя в дальнейшем динамика его прироста снизилась, к середине 2014 г. размер долга увеличился еще в 1,5 раза и достиг своего максимума — 660 млрд долл. (42% ВВП РФ в текущих

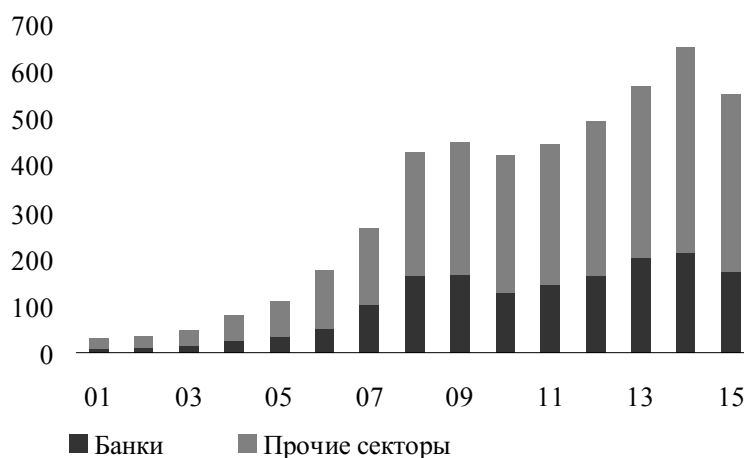
ценах в долларах) (см. *рис. 1*). Столь значительная долговая нагрузка создала серьезные трудности в ходе кризиса 2014–2015 гг. И хотя в целом корпорациям удавалось справляться с выполнением обязательств по внешнему долгу, размер которого к июлю 2015 г. снизился до 508 млрд долл., необходимость отвлечения крупных средств на его погашение осложнила и без того трудную ситуацию в экономике России.

Значительная, а в отдельные периоды преобладающая доля заемных средств в структуре экспорта и импорта капитала во многом определяется их высокой мобильностью, позволяющей участникам рынка оперативно перераспределять имеющиеся ресурсы по приоритетным для них направлениям. Подобная мобильность долгового финансирования способствует усилению нестабильности трансграничных финансовых потоков России, что, в свою очередь, негативно сказывается на отечественной экономике, вынужденной адаптироваться к резким оттокам и приливам капитала.

4. *Значительные масштабы экспорта капитала из России, в том числе в нелегальной форме.* Это одна из главных негативных особенностей современной модели участия России в МДК. По объему вывоза финансовых ресурсов, составлявшему в 2007–2014 гг. в среднем 7% ВВП, Россия в последние годы намного опережала все ведущие развивающиеся

страны, кроме Китая (см. *рис. 2*). При этом, в отличие от этих государств, начиная с 2008 г. отток капитала из России устойчиво превышал его поступление, что делало ее даже без учета размещения за рубежом официальных резервов чистым нетто-экспортером финансовых ресурсов (см. *табл. 1*).

Правовые предпосылки для интенсивного вывоза капитала из России обеспечиваются либеральным валютным регулированием, практически не ставящим барьеров на пути оттока инвестиций, финансовые — положительным сальдо текущего раздела платежного баланса, складывающемся благодаря поступлению выручки от сырьевого экспорта. Основными факторами, стимулирующими отток капитала, выступают неблагоприятный инвестиционный климат, слабая защита прав собственности, высокий уровень коррупции и налоговой преступности в России [5, 7, 10]. Вследствие этих негативных явлений вывоз средств из России по большей части носит характер бегства капитала, т.е. экономически необоснованного, не отвечающего задачам развития страны экспорта финансовых ресурсов. Вместе с тем в 2000-е гг. стало возрастать значение и более традиционных для мировой практики мотивов вывоза капитала, связанных с транснационализацией деятельности ведущих российских корпораций и банков, экспортирующих ПИИ в целях развития бизнеса за рубежом. Так, по оценкам



**Рис. 1. Динамика внешнего долга российского корпоративного сектора в 2001–2015 гг., млрд долл. (данные на 1 января каждого года)**

Источник: Банк России. URL: <http://www.cbr.ru/statistics/?Prtd=svs> (дата обращения: 01.10.2015).

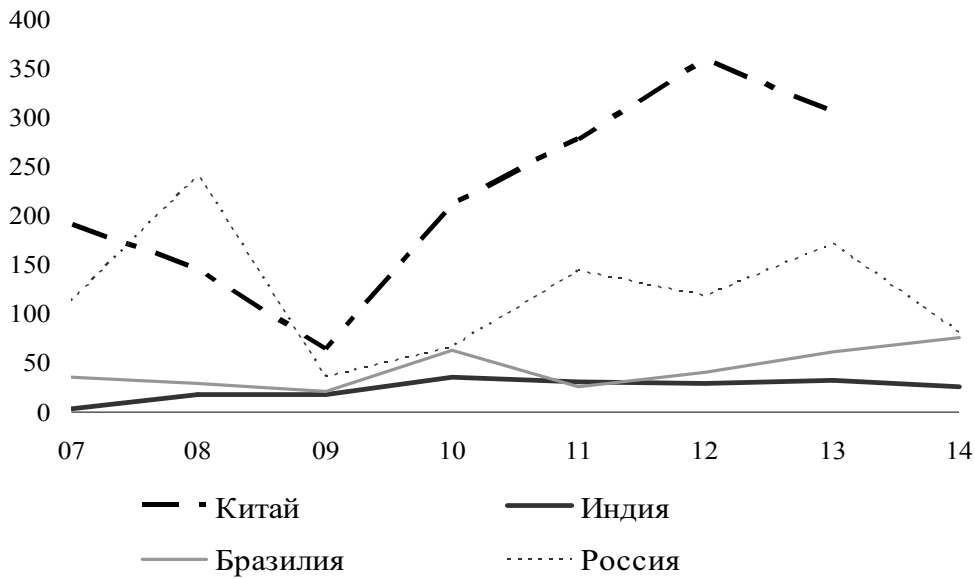


Рис. 2. Экспорт капитала крупнейшими развивающимися странами в 2007–2014 гг., млрд долл.

Источник: рассчитано авторами по данным IMF. International Financial Statistics Yearbook 2015 – Washington: IMF, 2015.

KPMG, в 2005–2014 гг. их вложения в покупку иностранных производственных и сбытовых активов составили порядка 160 млрд долл. (см. Обзоры рынка слияний и поглощений в России компании KPMG за соответствующие годы. URL: [www.kpmg.com](http://www.kpmg.com); дата обращения: 30.09.2015).

Наиболее активно внешнюю экспансию осуществляли нефтегазовые и металлургические корпорации, приобретающие предприятия в странах СНГ, в Европе, Северной Америке и других регионах мира.

Доминирование негативных мотивов экспорта капитала из России ведет к тому, что значительная его часть имеет форму нелегального вывоза, осуществляемого с помощью различных «серых схем» и отражаемого в платежном балансе по статьям «Сомнительные операции» и «Чистые ошибки и пропуски». Общая сумма оттока средств по этим статьям в 2001–2014 гг. оценивается в 425 млрд долл. (см. рис. 3). Масштабы нелегального вывоза капитала из страны составляли в среднем около 3,2% ВВП в год, оставаясь высокими даже в благоприятные для отечественной экономики годы.

5. Высокая офшоризация экспорта и импорта капитала. Отечественный бизнес уже

в начале 1990-х гг. активно использовал офшорные центры с льготным инвестиционным и налоговым режимом для экспорта капитала [4, с. 98–101]. В дальнейшем роль офшоров и так называемых «офшоропроводящих» стран в международных финансовых операциях частного сектора еще более возросла. При этом уточним, что «офшоропроводящие» государства (например, Великобритания и Нидерланды) — располагающие сетью собственных офшорных юрисдикций и благодаря этому выступающие каналами для перемещения капиталов между офшорами и другими странами [8, с. 10]. Для обозначения таких государств Б.А. Хейфецем также предложен термин «спарринг-офшорные юрисдикции» [9, с. 7].

Сегодня они прежде всего служат основным каналом для вывоза прямых инвестиций из РФ и их поступления в национальную экономику из-за рубежа. В начале 2015 г. только на долю ведущих офшорных юрисдикций приходилось 65,3% общего объема поступивших в Россию ПИИ и 50,3% накопленных за рубежом российских ПИИ. С учетом Великобритании и Нидерландов эти показатели возрастали соответственно до 80,8 и 65,4% (табл. 3).

Роль офшоров и офшоропроводящих стран в трансграничном движении портфельных и прочих инвестиций также весьма велика. Так, на начало 2015 г. в общем объеме накопленных за рубежом портфельных вложений из России (57 млрд долл.) доля Люксембурга составляла 29,4%, Ирландии — 27,1, Кипра — 10, Нидерландов — 8,2, Великобритании — 5,5, Джерси — 3,5% (см. Банк России. URL: [http://www.cbr.ru/statistics/print.aspx?file=credit\\_statistics/portfolio\\_total.htm&pid=svs&sid=ITM\\_480](http://www.cbr.ru/statistics/print.aspx?file=credit_statistics/portfolio_total.htm&pid=svs&sid=ITM_480); дата обращения: 30.04.2015).

Эти же юрисдикции (кроме Джерси), а также Британские Виргинские острова выступали в последние годы основными источниками заемного капитала для российских небанковских корпораций (табл. 4). Высокая вовлеченность офшоров и офшоропроводящих государств в экспорт и импорт портфельных и долговых инвестиций из РФ определяется различными факторами. С одной стороны, проведение через них операций с займами и ценными бумагами позволяет бизнесу, как и при осуществлении прямых инвестиций, обеспечить конфиденциальность, оптимизировать налоги, повысить защиту прав собственности. С другой стороны, такие страны, как Великобритания, Люксембург, Нидерланды и Ирландия, являются крупными

финансовыми центрами, в которых отечественные компании и банки реализуют сделки с международными инвесторами, в том числе по размещению еврооблигаций.

Реализация либеральной модели участия России в МДК оказала глубокое воздействие на развитие национальной экономики. Характер этого воздействия был крайне неоднозначным. С одной стороны, предоставление значительной свободы экспортерам и импортерам капитала способствовало повышению инвестиционной привлекательности страны и расширению притока в нее иностранных капиталовложений, в том числе путем репатриации ранее вывезенных ресурсов. Отечественные компании и банки благодаря наращиванию ПИИ за рубежом получили доступ к новым источникам ресурсов, технологиям и рынкам сбыта, что усилило их конкурентные позиции в мире. В результате транснационализации деятельности национальных корпораций начала складываться так называемая «вторая» экономика России за границей, наличие которой способствует укреплению геополитических позиций страны.

С другой стороны, осуществление принципа свободного движения капитала имело целый ряд негативных последствий. Прежде всего устранение валютных ограничений

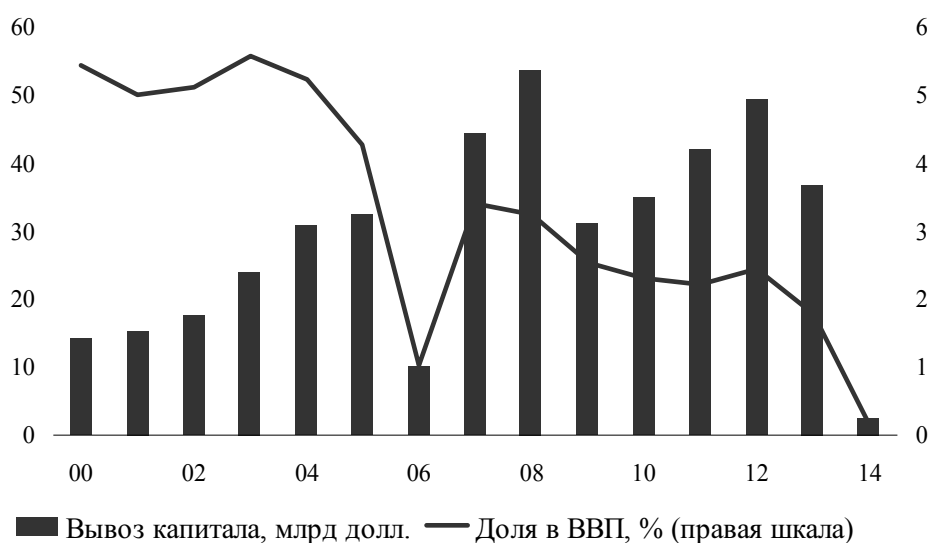


Рис. 3. Нелегальный вывоз капитала из России в 2001–2014 гг.

Источник: Банк России. URL: <http://www.cbr.ru/statistics/?PrtlId=svs> (дата обращения: 01.10.2015).

Таблица 3

**Распределение по странам накопленных за рубежом ПИИ из России и поступивших в Россию ПИИ по состоянию на 1 января 2015 г.**

Страна	ПИИ в Россию		ПИИ за рубеж	
	объем, млрд долл.	доля, %	объем, млрд долл.	доля, %
Всего	353,4	100	388,4	100
<i>Офшорные юрисдикции*</i>				
Кипр	100,9	28,5	105,2	27,1
Британские Виргинские острова	38,7	11,0	12,1	3,1
Швейцария	26,5	7,5	2,7	0,7
Люксембург	21,0	5,9	4,3	1,1
Багамы	14,6	4,1	2,9	0,7
Джерси	14,3	4,0	47,1	12,1
Бермуды	11,0	3,1	17,7	4,6
Ирландия	4,1	1,2	3,5	0,9
<i>Офшоропроводящие страны</i>				
Великобритания	51,4	14,5	49,1	12,6
Нидерланды	10,5	3,0	9,5	2,5

Источник: Банк России. URL: <http://www.cbr.ru/statistics/?Prtd=svs> (дата обращения: 01.10.2015).

\*Юрисдикции из списка, утвержденного Указанием Банка России от 07.08.03 № 1317-У, а также Кипр и Люксембург, исключенные из этого списка в 2010–2011 гг.

практически обеспечило «режим наибольшего благоприятствования» для масштабного экспорта капитала, серьезно ослабляющего ресурсную базу роста и модернизации экономики. По оценкам А. С. Булатова, интенсивный отток финансовых ресурсов обусловил в 2000-е гг. сокращение нормы валового накопления капитала в России примерно на четверть до относительно невысокой отметки 22% [1, с. 132]. Одновременно вследствие сжатия внутренних источников инвестиций из-за их усиленного вывоза сложилась высокая зависимость многих ключевых отраслей национального хозяйства от импорта капитала, что выразилось, в частности, в активном наращивании внешнего долга корпоративного сектора в 2005–2013 гг.

Проблема экспорта капитала в огромной степени усугубляется тем, что существенная доля инвестируемых в зарубежные активы ресурсов не генерирует обратного потока

поступлений в Россию. Об этом свидетельствует катастрофически высокое отрицательное сальдо счета первичных (в основном инвестиционных) доходов платежного баланса РФ, по размеру которого она в последние годы превосходила все другие ведущие страны мира (см. табл. 5). Наличие такого сальдо для России — устойчивого нетто-экспортера капитала говорит о крайне низкой экономической эффективности вывоза инвестиций, значительная часть которых попадает в офшоры и фактически не работает на отечественную экономику.

Оценивая экономические последствия либеральной модели участия России в МДК, необходимо отметить, что эта модель, сформировавшаяся в середине 2000-х гг., в дальнейшем постоянно эволюционировала и корректировалась. В результате этого некоторые свойственные ей изначально дисбалансы постепенно выравнивались, что способствовало



повышению ее эффективности. В частности, на это указывает увеличение после 2008 г. доли ПИИ в импорте капитала в РФ при одновременном снижении темпов роста зарубежных заимствований. Улучшилась также временная структура внешнего долга корпоративного сектора: если в начале 2000-х гг. доля долгосрочных обязательств составляла в нем около 70%, то в конце 2013 г. — уже 85% (см.

Банк России. URL: <http://www.cbr.ru/statistics/?PrtlId=svs>; дата обращения: 15.10.2015).

Оптимизация модели участия РФ в МДК происходила как вследствие укрепления потенциала экономики России и ее корпоративного сектора, выступающего основным импортером и экспортером капитала, так и благодаря мерам государства, направленным на улучшение инвестиционного климата в стране и развитие внутреннего финансового рынка, в

Таблица 4

**Формирование внешнего долга российских небанковских корпораций и домохозяйств по странам-источникам в 2013–2014 гг.**

Страна	Привлечено, млрд долл.		Доля, %	
	2013	2014	2013	2014
Всего	220,5	133,0	100	100
Великобритания	51,9	18,6	23,5	14,0
Кипр	45,3	36,0	20,5	27,1
Нидерланды	25,0	15,7	11,3	11,8
Ирландия	21,5	3,6	9,8	2,7
Люксембург	16,6	8,4	7,5	6,3
Британские Виргинские острова	9,4	5,2	4,3	3,9
Швейцария	4,9	7,1	2,2	5,3

Источник: Банк России. URL: <http://www.cbr.ru/statistics/?PrtlId=svs> (дата обращения: 12.10.2015).

Таблица 5

**Сальдо первичных доходов крупнейших стран мира, млрд долл.**

Страна	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
США	100,6	46,1	123,6	177,6	220,9	203,0	199,6	217,9
Китай	8,0	28,5	-8,5	-25,9	-70,3	-19,9	-43,8	Нет данных
Япония	139,7	137,8	134,8	155,1	186,0	175,7	176,4	171,4
Германия	50,5	34,4	77,6	69,7	95,2	86,0	80,5	87,8
Великобритания	28,0	7,8	4,9	26,5	30,2	-8,3	-25	-63,9
Франция	54,7	63,9	61,2	71,4	79,1	51,7	52	63,4
Бразилия	-29,3	-40,6	-33,7	-39,5	-47,3	-35,4	-39,8	-51,5
Индия	-6,5	-5,4	-7,6	-15,5	-16	-20,9	-21,8	-29,7
Италия	-26,8	-21,3	-3,2	-6,1	-9,1	-5,2	-5,8	-3,4
Россия	-28,8	-46,5	-39,7	-47,1	-60,4	-67,7	-79,6	-67,2

Источник: рассчитано авторами по данным IMF. International Financial Statistics Yearbook 2015 – Washington: IMF, 2015.

том числе путем формирования МФЦ в Москве. Однако резкое усиление политической и экономической турбулентности в 2014 г. не только заметно усложнило реализацию этих мер, но и спровоцировало глубокий кризис всей сложившейся либеральной модели ввоза и вывоза капитала из России.

### ТЕКУЩИЕ ПРОБЛЕМЫ И ПЕРСПЕКТИВЫ УЧАСТИЯ РОССИИ В МЕЖДУНАРОДНОМ ДВИЖЕНИИ КАПИТАЛА

В 2014 г. Россия одновременно столкнулась с целым рядом масштабных вызовов: общим замедлением темпов роста национальной экономики, вызванного накопившимися в ней структурными дисбалансами, обострением внешнеполитической напряженности из-за ситуации на Украине, падением мировых цен на нефть, введением западными странами жестких антироссийских санкций. Особенно болезненными для экономики являются принятые западными странами в 2014 г. секторальные санкции. В частности, они устанавливают серьезные ограничения для банков с государственным участием в капитале и ряда крупных российских компаний на привлечение в этих странах займов, а также размещение новых выпусков акций.

Одним из главных трендов 2014 г. стало резкое падение импорта капитала, показатели которого впервые с 2001 г. оказались отрицательными (–49 млрд долл., см. *табл. 1*). Основными причинами этого послужили уменьшение притока ПИИ (с 69 млрд долл. в 2013 г. до 23 млрд), отток иностранных портфельных инвестиций с фондового рынка РФ, составивший по итогам года 23 млрд долл., а также сокращение внешних заимствований корпоративного сектора при одновременном осуществлении им крупных выплат по имеющимся долговым обязательствам. В условиях западных санкций и повышения рисков инвестирования в РФ возможности выхода национальных компаний и финансовых институтов на международные рынки капитала резко сузились, что затруднило получение новых ссуд и рефинансирование существующей задолженности. Ухудшение оценки иностранными

инвесторами рисков вложения капитала в Россию отразилось, в частности, в снижении в конце 2014 — начале 2015 г. ее суверенных рейтингов ведущими рейтинговыми агентствами мира, вплоть до неинвестиционного уровня (BB+ по шкале *Standard & Poor's*).

Так, например, объем размещенных ими в 2014 г. еврооблигаций упал по сравнению с предыдущим годом почти в 5 раз — до 11 млрд долл., привлеченных синдицированных кредитов — в 2,3 раза, до 15 млрд долл. (см. Агентство Cbonds. URL: <http://ru.cbonds.info/>; дата обращения: 11.09.2015).

Интенсивность экспорта капитала в 2014 г. оставалась высокой. Прямые инвестиции за рубеж составили 56 млрд долл., портфельные вложения — 17 млрд долл., прочие инвестиции — 60 млрд (без учета списания государством внешнего долга зарубежных стран; в 2014 г. Россия списала внешний долг Кубе и некоторым другим странам на общую сумму свыше 34 млрд долл., что отразилось в платежном балансе как приток капитала, уменьшающий его экспорт; см. *табл. 1*). Падение импорта финансовых ресурсов при сохранении значительных объемов их экспорта привело к тому, что в 2014 г. был достигнут рекордный показатель чистого вывоза капитала частным сектором — 153 млрд долл. (прежний пик — 134 млрд долл. пришелся на 2008 г.). Для смягчения негативных последствий столь интенсивного оттока ресурсов и поддержания стабильности национальной валютно-финансовой системы монетарным властям потребовалось интенсивно расходовать международные резервы России, объем которых в 2014 г. в результате операций ЦБ РФ сократился на 108 млрд долл. Ранее столь стремительная динамика сжатия резервов наблюдалась только в разгар кризиса 2008 г.

По итогам трех кварталов 2015 г. вновь были зафиксированы значительные отрицательные показатели импорта капитала (–63 млрд долл.). Данный результат был вполне ожидаем в условиях сохраняющегося ограничения доступа отечественных компаний и банков к зарубежным финансовым рынкам и осуществления ими крупных выплат по внешнему долгу. Вместе с тем экспорт капитала

также сократился до отрицательной величины (–4,1 млрд долл.). Вследствие этого чистый вывоз капитала частным сектором составил 45 млрд долл. — на 42% меньше, чем в аналогичном периоде 2014 г. (см. Банк России. URL: <http://www.cbr.ru/statistics/?PrId=svs>; дата обращения: 15.10.2015). По оценкам Банка России, по итогам 2015 г. он достигнет 85 млрд долл., а в последующие годы, по мере снижения платежей по внешнему долгу, снизится до 50–60 млрд долл. США в год (см. Банк России. URL [http://www.cbr.ru/Press/print.aspx?file=press\\_centre/Nabiullina\\_11092015.htm&pid=press&sid=ITM\\_29815](http://www.cbr.ru/Press/print.aspx?file=press_centre/Nabiullina_11092015.htm&pid=press&sid=ITM_29815); дата обращения: 15.10.2015).

Тяжелые последствия для экономики и финансового рынка, обусловленные масштабным оттоком капитала из России, вызвали острую дискуссию по поводу необходимости отказа от конвертируемости рубля по капитальным операциям. Так, различные варианты валютных ограничений предлагают С. Ю. Глазьев [3, с. 26–27] и А. В. Навой [6, с. 23–29].

В конце 2014 — начале 2015 г. предложения об установлении защитных валютных ограничений, в частности введения резервирования при переводе средств за рубеж, активно обсуждались как в экспертной среде, так и, по сообщениям СМИ, в Правительстве и ЦБ РФ. Например, подобную информацию в конце сентября 2014 г. распространило агентство *Bloomberg* (см. URL: <http://top.rbc.ru/economics/30/09/2014/542abbd8cbb20f3942c1a693/>; дата обращения: 11.10.2015).

И хотя идея введения ограничений была неоднократно публично отвергнута высшими руководителями страны, тем не менее вопросы относительно возможности сохранения в России свободного трансграничного движения капитала в нынешних резко изменившихся экономических и внешнеполитических условиях остаются чрезвычайно актуальными. Следует ожидать, что в случае продолжения экономического спада в стране и сохранения значительных масштабов оттока финансовых ресурсов призывы к введению валютных ограничений на капитальные операции будут становиться все сильнее и настойчивее.

По оценкам авторов, отказ от принципа свободного движения капитала, несмотря на связанные с ним высокие экономические издержки, станет серьезной ошибкой и будет иметь далеко идущие негативные последствия для экономики и финансового сектора России. Возможно, в краткосрочной перспективе эта мера будет способствовать сокращению оттока капитала, особенно в случае введения жестких ограничений на его вывоз. Однако долгосрочные эффекты от такого шага, скорее всего, окажутся сугубо отрицательными. *Любые правовые запреты, особенно вводимые после длительного периода свободной конвертируемости рубля, будут восприняты бизнесом как грубое ущемление его прав, как свидетельство существенного повышения рисков инвестирования в российские активы, а также как очевидное проявление слабости властей, неспособных противостоять экономическим трудностям рыночными методами.* Поэтому после ужесточения регулирования импорт капитала в РФ, вероятнее всего, еще более снизится, а его экспорт, даже если вначале и упадет, в дальнейшем восстановится, причем особое распространение могут получить наименее приемлемые для экономики нелегальные схемы вывоза ресурсов.

При этом отказ от принципа свободного движения капитала никак не позволит устранить главные причины масштабного экспорта финансовых ресурсов, высокой нестабильности их импорта и других актуальных проблем участия России в МДК. Очевидно, что эти причины кроются в структурных и институциональных недостатках современной национальной экономики, побуждающих инвесторов активно выводить средства из России и весьма осторожно инвестировать в нее. В этой связи представляется справедливым замечание Е. Л. Горюнова и соавторов, характеризующих возможное введение ограничений на вывоз капитала как конъюнктурную меру, подменяющую политику проведения экономических реформ и способную в условиях плохого инвестиционного климата только стимулировать бегство капитала [3, с. 81].

По нашему мнению, для повышения эффективности участия России в МДК сегодня

требуется не возведение заградительных барьеров, а более активное и действенное государственное регулирование экспорта и импорта капитала, основанное на широком использовании рыночных инструментов воздействия на инвесторов. До настоящего времени политика властей в этой области носила фрагментарный и не всегда последовательный характер. Усилия государства главным образом были направлены на стимулирование притока в Россию ПИИ, при этом оно оказывало лишь незначительное влияние на ввоз портфельных и долговых инвестиций в РФ, а также экспорт финансовых ресурсов частным сектором. В результате масштабы, отраслевые и региональные приоритеты ввоза и вывоза капитала определялись в основном «стихийными» рыночными факторами, что снижало успешность интеграции России в МДК. Очевидно, что в настоящее время, когда масштаб стоящих перед Россией экономических вызовов существенно возрос, возникает потребность в более деятельном участии государства в регулировании трансграничных капитальных потоков, от движения которых во многом зависит динамика социально-экономического развития страны.

Одна из наиболее актуальных задач, стоящих сегодня перед государством, — это стабилизация притока иностранного капитала в отечественную экономику. Ее решению способствовало бы, в частности, более широкое и продуктивное использование тех механизмов стимулирования импорта инвестиций, которые были созданы в России в последние годы, однако до сих пор внедрялись в практику не слишком последовательно и успешно. К ним относятся, например, предоставление госгарантий по иностранным кредитам (через ВЭБ и Росэксимбанк), софинансирование Российским фондом прямых инвестиций зарубежных вложений в отечественные компании, создание особых экономических зон с льготным таможенным и налоговым режимом, концессионные и иные схемы государственно-частного партнерства, в рамках которых частные инвесторы получают различные преференции. Необходимо провести всесторонний аудит указанных механизмов, выявить

и устранить наиболее важные правовые, институциональные и административные барьеры, затрудняющие их реализацию, после чего осуществить перезапуск механизмов, сделав их максимально доступными, удобными и транспарентными для инвесторов.

Еще одно важное направление работы — улучшение, а точнее сказать, восстановление инвестиционного имиджа страны на международной арене. Несоответствие этого имиджа, т.е. субъективной оценки иностранным бизнесом возможностей работы в ней, реальному инвестиционному потенциалу страны — давняя проблема России. Государством предпринимались отдельные попытки ее решения, в частности в 2007 г. Минэкономразвития РФ была разработана Концепция «Программы улучшения инвестиционного имиджа России за рубежом» (см. Минэкономразвития России. URL: <http://economy.gov.ru/wps/wcm/connect/4cf99f00409f6b5a8b18cfb1e9ba48ef/conception.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=4cf99f00409f6b5a8b18cfb1e9ba48ef>; дата обращения: 14.09.2015), а в начале 2013 г. для повышения имиджа страны был заключен контракт с инвестиционным банком *Goldman Sachs*. В настоящее время восприятие России за рубежом, особенно на Западе, еще более ухудшилось, что серьезно препятствует притоку в нее иностранного капитала. В этой ситуации необходим комплекс срочных мер, позволяющих задействовать все имеющиеся у государства и отечественного бизнеса возможности для донесения до мирового инвестиционного сообщества объективной информации о России и восстановления доверия к ней со стороны иностранных деловых кругов.

Определенные надежды на увеличение притока инвестиций сегодня возлагаются на амнистию капитала, порядок которой определен Федеральным законом от 08.06.2015 № 140-ФЗ «О добровольном декларировании физическими лицами активов и счетов в банках», вступившим в силу 1 июля 2015 г. Согласно закону, гражданам предоставляется возможность добровольно заявить о своем имуществе и счетах в банках за рубежом путем представления в налоговый орган специальной декларации до 31 декабря 2015 г. При

этом декларантам обеспечивается ряд гарантий, включая освобождение от уголовной, административной и налоговой ответственности за те деяния, которые ими были совершены в связи с приобретением заявленных активов.

По оценкам авторов законопроекта, в результате амнистии в Россию могут вернуться до 100 млрд долл. ранее вывезенных капиталов (см. РосБизнесКонсалтинг. URL: <http://top.rbc.ru/economics/24/05/2015/5561d6d89a79476b36377337>; дата обращения: 20.09.2015). Эти ожидания представляются явно завышенными. Данный вывод подтверждается заявлением премьер-министра России Д. А. Медведева в начале октября 2015 г. о том, что процесс декларирования активов «идет весьма медленно, гораздо более медленными темпами, чем это изначально ожидалось» (см. <http://government.ru/news/20025/>; дата обращения: 12.10.2015).

Во-первых, сам закон принят в «мягкой» редакции, не предусматривающей обязанность декларантов по репатриации заявленного ими имущества в Россию. Во-вторых, заявители не освобождаются от ответственности, если их активы стали результатом коррупционных преступлений или мошенничества, а значительная часть укрытых в офшорах капиталов имеет именно такое происхождение (или его им можно при желании инкриминировать). Наконец, сам по себе перевод средств из офшорных юрисдикций, где они вполне надежно защищены, в Россию с ее высоким уровнем правовых и инвестиционных рисков, скорее всего, просто не заинтересует большинство владельцев зарубежных активов.

Обеспечение стабильного притока иностранных инвестиций в Россию, сокращение их оттока, проведение успешной амнистии капитала, деофшоризация международных финансовых трансакций, а также решение других приоритетных задач в области регулирования движения капиталных потоков сегодня практически невозможно без существенного улучшения инвестиционного климата в стране. Повышение его качества является традиционной задачей в области экономического развития России, выполнявшейся в различные периоды с переменными интенсивностью и

успехом. В начале 2010-х гг. основной упор в ее решении был сделан на достижении формальных показателей — укреплении позиций страны в мировых рейтингах ведения бизнеса, главным образом за счет улучшения регулирования предпринимательской деятельности. Указом Президента РФ от 7 мая 2012 г. № 596 «О долгосрочной государственной экономической политике» предусматривается, что к 2018 г. Россия должна войти в число 20 лучших стран в рейтинге Всемирного банка по условиям ведения бизнеса *Doing Business*. Во исполнение Указа Правительством РФ в 2012–2013 гг. был принят ряд распоряжений, утверждающих планы мероприятий («дорожные карты») по упрощению регулирования различных сфер и условий предпринимательской деятельности, оцениваемых МБРР при выставлении странового рейтинга. В рамках данного подхода удалось достичь определенного прогресса: так, благодаря устранению ряда барьеров для бизнеса в 2011–2014 гг. в рейтинге Всемирного банка *Doing Business* Россия поднялась со 120-го на 62-е место (см. The World Bank. *Doing Business 2015*. Washington: The World Bank, 2015), в рейтинге *Bloomberg Best Countries for Business* — с 48-го на 43-е место (см. Bloomberg. URL: <http://www.bloomberg.com/visual-data/best-and-worst//best-for-doing-business-countries>; дата обращения: 15.10.2015).

Признавая важность усилий по повышению позиций РФ в международных деловых рейтингах, следует отметить, что эти меры, на наш взгляд, имеют ограниченный эффект, позволяя устранить лишь отдельные внешние симптомы хронических болезней, которыми страдает отечественная экономика, но не их глубинные причины. Всесторонняя модернизация национального хозяйства и кардинальное улучшение инвестиционного климата России требуют проведения глубоких структурных реформ, направленных на совершенствование государственного управления и регулирования, борьбу с коррупцией, стимулирование конкуренции, снижение издержек и рост производительности труда, усиление правовой и судебной защиты инвестиций.

## ЛИТЕРАТУРА

1. Булатов А. С. Участие России в международном экспорте капитала // Вестник МГИМО-Университета. 2012. № 6. С. 126–133.
2. Глазьев С. Ю. Санкции США и политика Банка России: двойной удар по национальной экономике // Вопросы экономики. 2014. № 9. С. 13–29.
3. Горюнов Е. Л., Дробышевский С. М., Трунин П. В. Денежно-кредитная политика Банка России: стратегия и тактика // Вопросы экономики. 2015. № 4. С. 53–85.
4. Катасонов В. Ю. Бегство капитала из России. М.: Анкил, 2002. 200 с.
5. Кондратов Д. И. Российский капитал в системе глобальных инвестиционных потоков. [Электронный ресурс] URL: [http://www.perspektivy.info/book/rossijskij\\_kapital\\_v\\_sisteme\\_globalnyh\\_investicionnyh\\_potokov\\_2013-11-19.htm](http://www.perspektivy.info/book/rossijskij_kapital_v_sisteme_globalnyh_investicionnyh_potokov_2013-11-19.htm) (дата обращения: 03.09.2015).
6. Навой А. В. Переход к мобилизационной модели валютно-финансового регулирования в России в условиях усиления глобальных рисков // Вестник Финансового университета. 2015. № 1. С. 23–29.
7. Оболенский В. П. Вывоз капитала из России: масштабы, эффекты, проблемы // Российский внешнеэкономический вестник. 2014. № 11. С. 3–16.
8. Российская модель экспорта капитала: монография / под ред. А. С. Булатова. М.: МГИМО-Университет, 2014. 120 с.
9. Хейфец Б. А. Деофшоризация российской экономики: возможности и пределы. М.: Институт экономики РАН, 2013. 63 с.
10. Юдаева К. В. Основные причины оттока капитала из России // Экономическая политика. 2012. № 1. С. 21–32.

## REFERENCES

1. Bulatov A. S. Uchastie Rossii v mezhdunarodnom jeksporte kapitala [Russia's Participation in the International Export of Capital]. *Vestnik MGIMO-Universiteta — Journal of MGIMO-University*, 2012, no. 6, pp. 126–133 (in Russ.).
2. Glazyev S. Ju. Sankcii SShA i politika Banka Rossii: dvojnoj udar po nacional'noj jekonomike [Sanctions or the USA and the Policy of Bank of Russia: Double Blow to the National Economy]. *Voprosy Ekonomiki — Economic Issues*, 2014, no. 9, pp. 13–29 (in Russ.).
3. Gorjunov E. L., Drobyshevskij S. M., Trunin P. V. Denezhno-kreditnaja politika Banka Rossii: strategija i taktika [Monetary Policy of Bank of Russia: Strategy and Tactics]. *Voprosy Ekonomiki — Economic Issues*, 2015, no. 4, pp. 53–85 (in Russ.).
4. Katasonov V. Ju. Begstvo kapitala iz Rossii [Flight of Capital from Russia]. Moscow, 2002, 200 p. (in Russ.).
5. Kondratov D. I. Rossijskij kapital v sisteme global'nyh investicionnyh potokov [Russian Capital in Global Investment Flows]. URL: <http://www.perspektivy.info/book/> (дата обращения 03.09.2015) (in Russ.).
6. Navoy A. V. Perehod k mobilizacionnoj modeli valjutno-finansovogo regulirovanija v Rossii v uslovijah usilenija global'nyh riskov [Transition to the Mobilization Model of Monetary and Financial Regulation in Russia in the Context of Global Risks]. *Vestnik Finansovogo universiteta — Bulletin of the Financial University*, 2015. no. 1, pp. 23–29 (in Russ.).
7. Obolenskij V. P. Vyvoz kapitala iz Rossii: masshtaby, jeffekty, problemy [Export of Capital from Russia: Scale, Effects, Problems]. *Rossijskij vneshnejekonomicheskij vestnik — Russian Foreign Economic Journal*, 2014, no. 11, p. 3–16 (in Russ.).
8. Rossijskaja model' jeksporta kapitala. Monografija / Pod red. A. S. Bulatova [Russian Model of Capital Export /ed. Bulatov A.]. Moscow, 2014, 120 p. (in Russ.).
9. Kheyfets B. A. Deofshorizacija rossijskoj jekonomiki: vozmozhnosti i predely [De-offshorization of the Russian Economy: Opportunities and Limits]. Moscow, 2013, 63 p. (in Russ.).
10. Yudaeva K. V. Osnovnye prichiny ottoka kapitala iz Rossii [Basic Reasons of Capital Export from Russia]. *Jekonomicheskaja politika — Economic Policy*, 2012, no. 1, pp. 21–32 (in Russ.).