

УДК 339.5

НОВЫЕ КОНЦЕПТУАЛЬНЫЕ ПОДХОДЫ К ТРАНСГРАНИЧНОМУ ДВИЖЕНИЮ РОССИЙСКОГО КАПИТАЛА

ЗВОНОВА ЕЛЕНА АНАТОЛЬЕВНА, д-р экон. наук, профессор,
заведующая кафедрой «Мировые финансы» Финансового университета
E-mail: zvonovaelena7@mail.ru

В статье рассматриваются вопросы формирования концептуальных подходов к организации трансграничного перемещения капиталов с участием Российской Федерации в условиях усиления геополитических и геоэкономических рисков. Анализируются современные особенности основных форм трансграничных потоков капитала: инвестиций и кредитов. Исследуются направления взаимодействия российского и европейского финансовых рынков. Предлагаются новые концептуальные подходы к трансграничному движению российского капитала в условиях санкций, обеспечивающие нейтрализацию внешних угроз для российского финансового рынка, минимизацию потерь российской экономики, своевременное и полное урегулирование внешних обязательств страны. Новая мобилизационная модель регулирования трансграничных перемещений капитала Российской Федерации направлена на поступательное долгосрочное экономическое развитие в сочетании с более эффективным использованием в этих целях имеющихся внутренних ресурсов.

Ключевые слова: трансграничное движение капитала; инвестиции; кредиты; займы; финансовый рынок; финансовое импортозамещение.

New Conceptual Approaches to the Cross-Border Movement of the Russian Capital

ELENA A. ZVONOVA, ScD (Economics), full professor, Head of the World Finance Chair, Financial University
E-mail: zvonovaelena7@mail.ru

The paper deals with the development of conceptual approaches to the organization of cross-border movement of the Russian capital under the conditions of growing geopolitical and geo-economic risks. The modern specifics of the two principal forms of cross-border capital flows, namely investments and loans, are analyzed. The trends in cooperation of the Russian and European financial markets are examined. New conceptual approaches to the cross-border movement of the Russian capital under the sanctions are proposed to ensure neutralization of external threats to the Russian financial market, minimization of losses for the Russian economy as well as prompt and complete settlement of external obligations of the country. The new mobilization model designed to regulate the cross-border Russian capital movement aims to ensure the progressive long-term economic development combined with more efficient use of the available internal resources.

Keywords: cross-border movement of capital; investments; loans; borrowings; financial market; financial import substitution.

Особенности зарубежного инвестирования Российской Федерации

В последние полтора десятилетия Россия оказалась в ситуации вынужденного форсированного формирования избыточных внешних сбережений и активного увеличения вывоза первичных сырьевых ресурсов за рубеж, доля которых в совокупном экспорте страны по итогам 2014 г. превысила 70% [1]. Опережающий рост темпов вывоза сырья по сравнению с импортом обусловил устойчивый профицит счета текущих операций платежного баланса Российской Федерации. В соответствии с формулой расчета компонентов валового внутреннего продукта¹ такая ситуация на практике определяет место страны в структуре трансграничного движения капитала как чистого донора для всего остального мира. Начиная с 1994 г. Россия сформировала огромный объем внешних сбережений: суммарное сальдо счета текущих операций за период 1994–2013 гг. (до введения в июле 2014 г. экономических санкций) составило более 1 трлн долл. США. Россия была активным экспортером капитала за рубеж, а общий объем иностранных активов резидентов на 1 июля 2014 г. (накануне введения экономических санкций) достиг 1,4 трлн долл. США [2].

**Несанкционированно
вывезенный российский капитал,
по сути, утрачен для национальной
экономики и не может
даже потенциально
рассматриваться как ресурс
ее долгосрочного развития**

Как результат, сформировалась противостественная специализация страны на экспорте капитала. Имея хроническую недокапитализованность внутренних отраслей экономики, Россия стала чистым инвестором по отношению

¹ $GDP = (X - IM) + C + I$, где X — экспорт; IM — импорт; C — потребление экономических агентов; I — инвестиции.

к третьим странам, причем модель вывоза национального капитала за рубеж характеризуется высокой степенью неэффективности. *Во-первых*, основная часть чистых сбережений представлена крайне консервативными видами вложений в форме международных резервов, остатков на транзакционных счетах в иностранных банках и в государственных ценных бумагах стран — эмитентов резервных валют. Доходность по этим вложениям очень низкая², они не задействованы в экспансии российского производственного капитала на внешних рынках. Кроме того, поскольку эти инвестиции размещены преимущественно в странах — потенциальных геополитических и геоэкономических оппонентах России (страны Евросоюза и США), то они подвержены высокому финансовому риску. *Во-вторых*, значительная часть капиталов, формально представленная как прямые инвестиции, по сути, является бессрочной формой вывоза национальных сбережений в офшорные зоны с их последующим переводом в другие географические регионы. Помимо де-факто вывоза из-под российской юрисдикции, эти капиталы де-юре неподотчетны национальным денежным властям, размывы и подвержены рискам экспроприации. *В-третьих*, существенная часть чистых сбережений Российской Федерации представлена утечкой капитала и формирует так называемый нерегистрируемый вывоз средств за границу. Несанкционированно вывезенный российский капитал, по сути, утрачен для национальной экономики и не может даже потенциально рассматриваться как ресурс ее долгосрочного развития.

При этом в современной российской практике нередко случаи приобретения прав участия или контроля крупного инвестора над национальной компанией не для развития бизнеса на территории страны, а для того, чтобы избавиться от конкурента на национальном рынке. Существует немало примеров, когда стратегический инвестор фактически блокирует работу организации, приводя ее к банкротству.

² На долю этих статей приходится около 30% иностранных активов Российской Федерации (без учета резервов) — рассчитано по таблице «Международная инвестиционная позиция Российской Федерации в 2001–2013 гг.: иностранные активы и обязательства на начало года», URL: www.cbr.ru.

Еще более ущемляет положение Российской Федерации как страны нетто-экспортера современная система расчетов, которые осуществляются в неразменных на золото национальных (так называемых резервных) валютах. Отсутствие внутренней стоимости у резервных валют ведет к тому, что чистый экспорт реальных стоимостей по существу обменивается на записи по счетам в глобальной валютно-финансовой системе. Такие записи, производимые в резервных валютах (в основном в долларах США), обладают покупательной силой лишь в той степени, в которой они ею наделены денежными властями страны — эмитента резервной валюты. В случае потенциального отказа участников международных расчетов от резервной валюты (как это было, например, в 1970-х гг. с долларом США), ее единственным обеспечением становится товарная масса, обращающаяся на внутреннем рынке страны-эмитента. Очевидно, что этой товарной массы не хватит для удовлетворения спроса всех обладателей авуаров в резервной валюте. Таким образом, в современных реалиях однополярной англосаксонской модели МФА страна, обладающая положительным сальдо международной торговли, фактически передает остальному миру на неэквивалентной основе часть своих национальных ресурсов.

Внешние заимствования Российской Федерации

С начала 2000-х гг. Россия выступала активным заемщиком на мировом финансовом рынке. Однако вопрос об эффективности использования иностранных заемных ресурсов на национальном финансовом рынке представляется достаточно дискуссионным. Экономическая целесообразность формирования ресурсной базы экономики на основе иностранных кредитов и займов вызывает сомнение, если речь идет об экономиках с уравновешенным платежным балансом, и еще более спорна, когда у страны в течение длительного периода наблюдается устойчивое положительное сальдо текущего счета. Профицит текущего счета свидетельствует о формировании у страны избыточных сбережений и наличии собственных валютных активов, т.е. «бесплатных» ресурсов экономики. Именно такая ситуация сформировалась с трансгранич-

ным движением капитала в Российской Федерации. Являясь нетто-инвестором на мировом рынке, Россия одновременно представляет собой одного из крупнейших в группе развивающихся стран внешних должников, совокупный иностранный долг которого на 1 июля 2015 г. достиг 731,2 млрд долл. США [3]. И хотя государственный долг представляет лишь относительно небольшую часть внешних обязательств Российской Федерации (8–10%), это не снижает остроту проблемы высокой долговой нагрузки на российскую экономику.

К числу системных проблем российской внешней задолженности относятся:

1) *краткосрочный характер внешних обязательств*. Например, только в 2015 г. стране следовало выплатить по капитальной части внешних долгов и по процентам на эти долги около 188 млрд долл. США [4]. Не менее напряженным будет график выплат по внешним заимствованиям в ближайшие три года (2016–2018). Такие масштабные платежи уже не могут быть обеспечены за счет текущих валютных поступлений, что в условиях ограниченных возможностей рефинансирования долга за счет новых займов неизбежно ставит вопрос о мобилизации части уже накопленных валютных активов, в том числе международных резервов;

2) *преимущественно непроизводительный характер использования внешних заемных ресурсов*, которые оказались практически исключены из задач модернизации экономики и не были вовлечены в приобретение новых технологий и оборудования. В частности, доля ресурсов иностранных кредитных организаций в структуре инвестиций в основные фонды стабильно не превышала 3% [5]. В то же время значительная часть внешних заимствований прямо или косвенно была направлена на стимулирование потребительского импорта, а также широко задействовалась российскими заемщиками для финансирования сделок слияний и поглощений на внешних рынках. Таким образом, новые иностранные заимствования интегрировались в самостоятельный «внешний» контур российской экономики, не задействованный в решении макроэкономических задач страны;

3) *высокая стоимость заимствований на международном финансовом рынке, концентриро-*

ванность долгового портфеля и отсутствие стоимостных источников обслуживания задолженности. Современный российский внешний долг по своей стоимости — один из самых «дорогих» среди развивающихся стран: средний уровень процентной ставки 8–9% годовых. В то же время вывоз российских активов, в основном размещенных в тех же иностранных банках стран — эмитентов резервных валют, которые предоставляют ссуды отечественным заемщикам, осуществляется под депозитный процент, который на порядок ниже ссудного (2–2,5%);

4) *концентрированность практически всего иностранного долга Российской Федерации у иностранных инвесторов стран*, объявивших санкции в отношении России. В то же время высокая степень вовлеченности внешних кредитов и займов Российской Федерации в сделках слияний и поглощений исключает возможность поиска источников возврата иностранных заемных ресурсов на основе вновь создаваемой стоимости.

Взаимодействие российского и европейского финансовых рынков

Европейский финансовый рынок представляет собой основную «площадку» для трансграничных перемещений российского капитала как в форме инвестиций, так и в виде кредитов и займов. Современный этап взаимодействия российского финансового рынка с европейским региональным финансовым рынком в условиях режима взаимных экономических санкций характеризуется формированием и развитием новых тенденций. Анализ особенностей перемещения российского капитала на европейский рынок и обратно показал, что европейские инвесторы не заинтересованы в привнесении новых технологий и современного оборудования в Россию. Российская Федерация рассматривается странами ЕС как площадка, позволяющая извлекать сверхприбыли на разности в стоимости капитала, а также оказании финансовых и посреднических услуг.

Анализ платежного баланса Российской Федерации позволяет сделать вывод, что в составе инвестиционных ресурсов в российской экономике европейские инвесторы играют несущественную роль. Основное место

занимают страны с облегченным налоговым режимом: Люксембург, Ирландия, Нидерланды, Великобритания и Кипр. На их долю приходится значительная часть вновь выпущенных акций, долей, паев отечественных корпораций и банков, приобретаемых европейскими инвесторами — около 30% (табл. 1).

Экономическая сущность инвестиций из европейских стран с облегченным налоговым режимом достаточно прозрачна: они представляют собой канал частичной репатриации в Россию ранее вывезенных отечественных капиталов. Об этом свидетельствуют схожие объемы капиталов, ввезенных в Россию из представленных юрисдикций с ранее ввезенными инвестициями из России (табл. 2).

Российский долг, приходящийся на европейских кредиторов, помимо высокой стоимости, преимущественно является краткосрочным (около 3–4 лет) и характеризуется высокой концентрацией платежей в течение ближайшего года

Из приведенных в табл. 1 и 2 данных следует, что потоки долгосрочного капитала между Россией и странами Западной Европы — основными торговыми партнерами Российской Федерации (Германия, Франция, Италия, Испания) — крайне незначительны на фоне сумм, перемещаемых между юрисдикциями с облегченным налоговым режимом. При этом основной сферой приложения инвестиций из стран ЕС в России служит сфера обращения: торговля; строительство торговых комплексов и сбытовых сетей; создание логистических центров; формирование инфраструктуры для расширения продаж европейских конечных и промежуточных товаров. За вычетом иностранных инвестиций в добычу полезных ископаемых, представленных преимущественно российскими капиталами, в 2013 г. (до введения режима экономических санкций) в розничную торговлю было направлено 55% всех прямых инвестиций,

Таблица 1

**Прямые инвестиции из России за рубеж по инструментам
и странам-партнерам в 2014 г., млн долл. США**

Страна инвестора	01.12.2014		
	Всего инвестиции	Прямые	Портфельные
Общий объем инвестиций	479 496	400 391	79 104
Страны ЕС, в том числе:			
Австрия	25 920	25 748	171
Германия	9896	9048	848
Испания	4782	4685	97
Италия	2068	1973	96
Нидерланды	60 841	46 791	14 050
Норвегия	276	208	67
Польша	618	603	15
Португалия	135	131	4
Словакия	117	108	10
Финляндия	1384	963	421
Франция	3665	3428	237
Чехия	1842	1609	233
Итого	307 011	249 422	57 589
В % к итогу	64	62	73
Страны с облегченным налоговым режимом, в том числе:			
Ирландия	2734	87	2647
Кипр	161 464	131 411	30 053
Лихтенштейн	63	49	15
Люксембург	11 352	5 937	5 415
Нидерланды	60 841	46 791	14 050
Великобритания	9274	7016	2258
Итого	245 728	191 291	54 437
В % к итогу	51	48	69

Источник: составлено по данным Банка России. URL: www.cbr.ru.

в финансовый сектор — 39%, в то время как в производство машин и оборудования — не более 1% (табл. 3).

Типичными примерами европейских инвестиций в Россию являются торговые сети:

«Ашан», «Декатлон» и др. Инвестиции в промышленное производство отраслей, связанных с созданием товаров с высокой долей добавленной стоимости, особенно на стадии *greenfield*, крайне малы. Более того, европейские инвесторы

активно конкурируют с уже существующими предприятиями отечественного машиностроения (компания «Сименс», покупка доли в КАМАЗ и ВАЗ) [4].

Важной составляющей инвестиций стран ЕС в Россию является инвестирование финансовых ресурсов этих стран в продукты российского финансового рынка. Европейская экономика, особенно германская, накопила значительный объем сбережений и нуждается

в их прибыльном помещении. Хронический «избыток» финансовых ресурсов в ЕС выражается в длительном сохранении крайне низкого уровня процентных ставок. Феноменом последних лет стало введение отрицательных процентных ставок на депозиты кредитных организаций, хранимые в ЕЦБ, а также последовавший вслед за этим переход в область отрицательных значений доходности по государственным ценным бумагам стран — лидеров

Таблица 2

Прямые инвестиции в Россию из европейских стран-инвесторов в 2014 г., млн дол США

Страна инвестора	01.12.2014		
	Всего инвестиции	Прямые	Портфельные
Общий объем инвестиций	462 566	410 663	155 798
Страны ЕС, в том числе:			
Австрия	20 712	11 802	405
Германия	19 177	14 194	4983
Италия	1158	725	432
Португалия	21	6	15
Словения	209	141	68
Финляндия	4349	2112	2236
Франция	14 096	11 986	2110
Чехия	460	347	114
Швеция	16 200	15 013	1187
Итого	422 517	286 551	135 965
В % к итогу	75	70	87
Страны с обремененным налоговым режимом, в том числе:			
Ирландия	29 064	76	28 988
Кипр	193 640	161 360	32 279
Лихтенштейн	196	109	87
Люксембург	42 929	5481	37 447
Нидерланды	64 538	43 411	21 126
Великобритания	23 050	19 327	3723
Итого	353 416	229 765	123 651
В % к итогу	62	56	79

Источник: составлено по данным Банка России. URL: www.cbr.ru.

**Прямые инвестиции из стран ЕС в Россию за 2013 г. (до введения экономических санкций)
по видам экономической деятельности, млн долл. США**

Наименование вида экономической деятельности	2013
Всего	70 654
Добыча полезных ископаемых	7674
Производство кокса, нефтепродуктов и ядерных материалов	20 707
Производство машин и оборудования	479
Производство электрооборудования, электронного и оптического оборудования	823
Производство транспортных средств и оборудования	871
Оптовая и розничная торговля	20 542
Деятельность на российском финансовом рынке	14 456
Не распределено по видам деятельности	2126

Источник: Росстат. URL: <http://www.gks.ru>.

ЭВС — Германии и Франции. Ситуацию с расширением проникновения в Россию западно-европейского финансового капитала до 2014 г. в значительной степени провоцировал ЕЦБ, который осуществлял долгосрочное фондирование европейских банков по минимальным ставкам.

Функционирование на российском финансовом рынке (далее — РФР) позволяло европейскому финансовому капиталу получать значительный как комиссионный, так и арбитражный доход, который может быть оценен в ежегодную сумму около 1 млрд долл. США. Арбитражный доход иностранных участников РФР (разность в стоимости привлечения капитала европейскими банками у ЕЦБ и их размещения в российские финансовые инструменты — ссуды, еврооблигации и другие инструменты российского финансового рынка) в среднем достигает 7–8 процентных пунктов. В то же время российские заемщики привлекали капитал с европейского финансового рынка на наименее выгодных для крупнейших развивающихся стран условиях. Стоимость европейских заемных ресурсов, номинированных в иностранной валюте, могла достигать 10–12%. Итоговая сумма арбитражной премии, извлекаемой участниками европейского финансового рынка в результате операций

на РФР, может быть оценена в 8–12 млрд долл. США³.

Кроме явной асимметрии в отношениях российского и европейского финансовых рынков, существуют другие очаги несбалансированности в использовании европейских финансовых ресурсов на РФР. Одним из них являются качественные характеристики российских займов на еврорынке. Российский долг, приходящийся на европейских кредиторов, помимо высокой стоимости, преимущественно является краткосрочным (около 3–4 лет) и характеризуется высокой концентрацией платежей в течение ближайшего года. Это обуславливает перманентную зависимость российских должников от рефинансирования текущей задолженности посредством новых займов и, как следствие, их крайне высокую уязвимость в случае перебоев с рефинансированием в европейских банках.

Реализация данной угрозы стала объективно возможной после введения летом 2014 г. европейскими странами экономических санкций против Российской Федерации. Жесткие ограничения на привлечение европейского капитала шестью крупнейшими российскими банками с государственным участием и отсутствие

³ Расчеты автора.

возможности рефинансирования ими ранее привлеченных внешних займов спровоцировали острый дефицит валютной ликвидности на внутреннем межбанковском рынке и резкое повышение волатильности рубля в 2014–2016 гг.

Еще одним узлом проблем, связанных с влиянием европейского капитала на РФР, является возможность европейских инвесторов манипулировать условиями заимствований для крупнейших российских должников. Обращение еврооблигационных займов, размещенных в интересах российских должников, в европейских клиринговых системах — *EuroClear* и *ClearStream*, позволяет крупным европейским инвесторам приобретать на рынке значительную часть еврооблигационного долга Российской Федерации и таким образом оказывать давление на его ценовые характеристики.

Скорее как негативное для российского капитала следует рассматривать и еще одно экономическое явление последних лет — интеграцию российского финансового рынка в систему *Euroclear* и *Clearstream*. Такое решение, с одной стороны, безусловно, повысило ликвидность как российских еврооблигаций, так и ОФЗ, российские резиденты получили возможность удобного инвестирования на европейском финансовом рынке, а иностранцы — инвестирования на РФР. Однако, с другой стороны, интеграция российского и европейского финансовых рынков трансформировалась в канал легального оттока не только части российского финансового капитала за рубеж, но и стало каналом «утекания» ликвидности, т.е. смещение основного акцента торговли российскими ценными бумагами с отечественного на международный рынок. В 2012–2014 гг. в Европу только по легальным каналам в форме портфельных инвестиций направлялось около 50 млрд долл. США российских сбережений ежегодно или 80% объема российских портфельных вложений за рубеж.

Таким образом, суммарный финансовый вектор вовлечения европейских стран в функционирование российского финансового рынка даже в стабильных условиях представляет собой перераспределение только в явной форме в пользу стран ЕС от 15 до 20 млрд долл. США ежегодно. В неявной форме за счет оттока на европейский

финансовый рынок значительной части российских сбережений ежегодный отрицательный финансовый результат трансграничного движения капитала из России в Европу может быть оценен в сумму до 30 млрд долл. США⁴.

При повышении глобальных рисков негативный эффект от взаимодействия с европейским капиталом многократно усиливается за счет крупных погашений внешнего долга в краткосрочном периоде, а также из-за негативных последствий принятия конфискационных мер в отношении российских активов на европейском финансовом рынке.

Сложившаяся модель интеграции России в систему трансграничного движения капитала, будучи малоэффективной сама по себе, резко усиливает риски для экономической безопасности и финансовой стабильности в условиях возросших геэкономических рисков. Изменение внешних условий функционирования национального хозяйства заставляет кардинально пересмотреть подходы к организации трансграничного движения потоков капитала. По нашему мнению, в современных условиях необходимо разработать концепцию, нацеленную на мобилизацию имеющихся национальных ресурсов как в вещественной, так и в финансовой форме, а также на сворачивание экспансии российского капитала на внешние рынки. Трансформация подходов к организации движения капитала Российской Федерации может быть охарактеризована как мобилизационная модель или модель финансового импортозамещения.

Финансовое импортозамещение или мобилизационная модель трансграничного движения российского капитала

Новая концепция трансграничного движения капитала или мобилизационная модель, как представляется, должна базироваться на четырех доминантах:

- 1) ограничение форсированного экспорта за рубеж исчерпываемых запасов углеводородного сырья при одновременном ограничении импорта минимальным набором товаров, выпуск которых на российской территории затруднен

⁴ Оценка автора.

или невозможен (модель регулирования счета текущих операций платежного баланса);

2) отказ от экспансии российского капитала за рубеж и от идеи создания производственно-сбытовых цепочек за границей, мобилизация ранее размещенных за рубежом инвестиционных ресурсов и их перенаправление на погашение имеющихся иностранных обязательств (модель регулирования счета финансовых операций платежного баланса);

3) смягчение условий предоставления централизованных ресурсов реальному сектору экономики;

4) разработка и создание институциональных предпосылок для обеспечения финансовой стабильности и национальной экономической безопасности [6].

1. *Модель регулирования счета текущих операций платежного баланса.* Наличие на российской территории уникальных природных ресурсов определяет объективную возможность для формирования новой модели регулирования счета текущих операций платежного баланса. В случае отказа от форсированного вывоза углеводородов, металлов, древесины, продовольствия национальная экономика вполне может обеспечивать расширенное воспроизводство на основе собственной ресурсной базы.

В определенной корректировке нуждается модель организации импортных поставок. Представляется, что на уровне государственной экономической политики должен быть выделен список товаров первой необходимости (критический импорт), а также список приоритетных товаров инвестиционного назначения, ввоз которых должен осуществляться в преимущественном порядке. Такой подход может быть реализован в том числе посредством особого порядка организации валютных торгов под оплату импорта.

В современных условиях возможно критическое заимствование модели валютной торговли, действовавшей в 1998–1999 гг. и предусматривавшей проведение отдельных валютных сессий (утренней и вечерней) с сегментацией целей приобретения валюты. Конечно, переход к двухуровневой системе валютной торговли подразумевает частичный отход от свободного курсообразования на российском финансовом

рынке. Но в условиях введения целого ряда торговых ограничений и санкций со стороны основных торговых партнеров России регулируемый валютный курс рубля представляется обоснованной реакцией на режим экономических санкций.

2. *Модель регулирования счета финансовых операций платежного баланса.* Объективным условием реализации этой модели является длительное сохранение положительной, чистой международной инвестиционной позиции, означающее, что накопленных внешних активов в экономике страны вполне достаточно для погашения имеющихся внешних обязательств. Однако возможность реализации предлагаемой модели во многом зависит от состояния и динамики как внешних обязательств, так и внешних активов Российской Федерации. С одной стороны, сформировалась устойчивая тенденция перманентной зависимости ресурсной базы национального финансового рынка от заемных ресурсов мирового финансового рынка. Более того, внешние кредиты и займы Российской Федерации представлены ресурсами со сроком возврата в 3–4 года. Масштабная и дорогая (проценты и прочие расходы по обслуживанию) краткосрочная внешняя задолженность требует постоянного рефинансирования и усиливает риски несвоевременного погашения обязательств в случае отказа иностранных кредиторов предоставлять новые кредиты и займы резидентам Российской Федерации. С другой стороны, Россия является обладателем крупных зарубежных активов, размещенных в основном в высоколиквидных, но низкодоходных формах. После введения экономических санкций дополнительным фактором риска размещения за рубежом сбережений резидентов Российской Федерации стала угроза их замораживания в результате усиления секторальных санкций. Этот риск существенно усиливается валютной композицией российских внешних активов, номинированных в основном в резервных валютах, так как в отношении именно таких активов финансовые санкции могут быть введены в первую очередь. Очевидно, что необходима разработка и реализация комплекса практических мер по этапному выводу российских активов с зарубежных рынков. Здесь могут быть выделены следующие первоочередные мероприятия.

Во-первых, значительная часть иностранных активов резидентов Российской Федерации представлена легко реализуемыми финансовыми инструментами: обращающимися ценными бумагами, а также депозитами и остатками на счетах в иностранных банках⁵. Реализация этих достаточно ликвидных активов может быть произведена в течение двух-трех месяцев.

Во-вторых, большая часть российского внешнего долга, представленного еврооблигационными займами, выпущенными от имени связанных зарубежных структур крупнейших российских компаний, объем которых оценивается в 50–60 млрд долл. США, может быть выкуплена на рынке на достаточно выгодных условиях.

В-третьих, более сложной проблемой является вывод российских активов из прямых иностранных инвестиций, т.е. вложений в доли, паи, акции иностранных компаний. В настоящее время объем таких вложений составляет 450,3 млрд долл. США [9]. Однако в условиях обострения геэкономической ситуации модель экспансии российского капитала на зарубежные рынки, которая последовательно проводилась крупнейшими отечественными экспортными концернами в течение последнего десятилетия, должна быть скорректирована. Сфера продвижения российского капитала должна быть сужена рамками наиболее перспективных интеграционных объединений Евразийского экономического союза и, возможно, стран БРИКС. Долгосрочные инвестиции в проекты, размещенные на территории развитых стран, а также в странах с недружественным для России инвестиционным климатом должны быть минимизированы и, по возможности, свернуты.

Принятие комплексной государственной программы по постепенной репатриации ранее размещенных резидентами Российской Федерации внешних активов и мобилизации имеющихся валютных ресурсов было бы крайне востребовано и актуально в условиях кумулятивного нарастания геополитических и геэкономических рисков. Общий объем ресурсов,

который можно было бы мобилизовать за счет вывода прямых инвестиций с мирового финансового рынка, по нашим подсчетам, составляет 200–250 млрд долл. США.

Продажа внешних активов повысит валютную ликвидность как российской банковской системы в целом, так и крупных отечественных компаний-заемщиков на мировом финансовом рынке, а также даст возможность осуществлять своевременное погашение внешней задолженности без привлечения дополнительных ресурсов для ее рефинансирования. Использование мобилизованных иностранных активов для сокращения долгового бремени и ослабления зависимости от мирового финансового рынка позволит уже в среднесрочном периоде не только смягчить последствия неэффективной интеграции России в систему трансграничного движения капитала, но и снизить риски финансовой стабильности страны в долгосрочном периоде.

3. *Модель монетарного регулирования.* Ограничение возможностей внешнего фондирования российской экономики требует корректировки подходов к реализации монетарной политики Банка России. Это обусловлено повышением спроса на ликвидность в российских рублях для урегулирования внешней задолженности. В 2014 г., когда были введены секторальные санкции в отношении российских заемщиков, крупные нефинансовые предприятия трансформировали внешнюю задолженность, номинированную в иностранной валюте, в рублевый долг. Механизм такой трансформации предусматривал, в частности, фондирование долговых выплат в иностранной валюте посредством аналогичного по срокам рублевого займа, привлеченного у российского банка, с его последующей конверсией в иностранную валюту. Часть заемщиков, погасив имеющуюся задолженность в иностранной валюте, прибегла к фондированию вложений в оборотные средства за счет новых заимствований уже в российских кредитных организациях.

Изменение условий внешнего фондирования потребовало адекватной реакции мегарегулятора — Банка России, которому пришлось пойти на смягчение условий предоставления централизованных ресурсов вплоть до выдачи бесплатных и беззалоговых кредитов.

⁵ В иностранных долговых ценных бумагах резидентами размещено 58,8 млрд долл. США, а на ссудно-депозитных счетах — 193,0 млрд долл. США.

4. *Разработка и создание институциональных предпосылок для обеспечения финансовой стабильности и национальной экономической безопасности* должна предусматривать три основных направления:

1) постепенное смещение структуры международных расчетов Российской Федерации в пользу использования российского рубля и валют развивающихся стран (модель долгосрочной финансовой безопасности);

2) трансформацию подходов к управлению резервными активами Российской Федерации;

3) развитие коллективных антикризисных механизмов на базе Евразийского экономического союза (далее — ЕАЭС).

1. Одним из направлений обеспечения финансовой безопасности Российской Федерации может стать частичный перевод расчетов за поставляемые Россией на внешние рынки энергоресурсы и металлы из свободно конвертируемых валют в рубли и валюты стран с формирующимися рынками — китайский юань, корейскую вону, сингапурский и гонконгский доллар, бразильский реал, южноафриканский рэнд и др. Снижение масштабов использования доллара США и евро в трансграничных расчетах создаст условия для ослабления политического и экономического давления на Россию, а также ограничит риски, связанные с санкциями в отношении российских банков и компаний.

2. Важным направлением создания институциональных предпосылок для обеспечения финансовой стабильности выступает модификация подходов к наполнению международных резервов Российской Федерации. Основным направлением модификации политики управления резервными активами могло бы стать увеличение официальных авуаров в золоте. С учетом складывающейся геополитической и геэкономической ситуации приобретение золота Банком России на внутреннем рынке для пополнения международных резервов может поддерживаться на уровне 150 тонн ежегодно. Кроме того, целесообразно поставить вопрос о частичной конверсии валютной компоненты резервов в золотые авуары. В целом на основе произведенных автором расчетов необходимый объем золотого запаса России должен возрасти до 2,5 тыс. тонн, а доля золота в структуре

международных резервов должна увеличиться не менее чем до 25%.

Особого решения требует проблема размещения средств, имеющихся в российских суверенных фондах благосостояния (далее — СФБ), учтенных в составе международных резервов Российской Федерации. Следует пересмотреть направления использования средств СФБ в целях фондирования целевых программ закупки за рубежом импортного оборудования, передовых технологий и НИОКР. Реализация новых подходов к управлению средствами СФБ позволит трансформировать «замороженный» эквивалент чистого российского экспорта в сумме не менее 150 млрд долл. США в товарно-вещественную форму.

3. Важным направлением формирования предпосылок финансовой стабильности представляется дальнейшее развитие интеграционных объединений на постсоветском пространстве.

Выводы

Современные реалии глобального валютно-финансового миропорядка обусловили необходимость трансформации модели интеграции России в систему трансграничного движения капитала. Смена доминант финансового взаимодействия Российской Федерации с внешним миром должна быть направлена на:

- мобилизацию внешних активов в целях досрочного погашения внешней задолженности;
- пересмотр подходов к управлению международными резервами РФ, в первую очередь за счет расширения компоненты монетарного золота;
- развитие коллективных институтов противодействия кризисным явлениям на мировом финансовом рынке на уровне региональных интеграционных объединений, прежде всего на базе новой структуры — ЕАЭС;
- перенос акцента в привлечении и размещении ресурсов с западноевропейского и американского направления на более стабильное и перспективное азиатско-тихоокеанское направление;
- ослабление рисков, связанных с асимметричным вовлечением России в систему глобальных финансов, на основе ограничения сферы приложения российского капитала

наиболее перспективными регионами — странами — членами ЕАЭС и БРИКС.

Комплексная реализация концепции финансового импортозамещения для Российской Федерации позволит не только преодолеть сис-

темные угрозы в краткосрочном периоде, но и создаст предпосылки для долгосрочного поступательного развития страны на основе более рационального участия в системе международного разделения труда.

Литература

1. Платежный баланс и внешний долг Российской Федерации. 2014. // Вестник Банка России. № 29–30. 14.05.2015.
2. Платежный баланс Российской Федерации (аналитическое представление) за 1994–2013 гг. URL: www.cbr.ru.
3. Внешний долг Российской Федерации по состоянию на 01.07.2015 г. URL: www.cbr.ru.
4. Звонова Е.А., Навой А.В., Пищик В.Я. О концепции трансграничного движения капитала в России в условиях обострения геоэкономических рисков // Проблемы теории и практики управления. 2015. № 11. С. 20–30.
5. Инвестиции в основной капитал по источникам финансирования. Инвестиции и строительство. 2012. Росстат. URL: <http://www.gks.ru>.
6. Звонова Е.А., Ершов М.В., Кузнецов А.В. и др. Реформирование мировой финансовой архитектуры и российский финансовый рынок М.: РУСАЙНС, 2016. С. 115–117.

References

1. Balance of payments and external debt of the Russian Federation. 2014 [Platezhnyj balans i vneshnij dolg Rossijskoj Federacii. 2014]. *Bulletin of the Bank of Russia*, No. 29–30, 14.05.2015.
2. Balance of payments of the Russian Federation (analytical presentation) for 1994–2013 biennium [Platezhnyj balans Rossijskoj Federacii (analiticheskoe predstavlenie) za 1994–2013 gg.]. URL: www.cbr.ru.
3. External debt of the Russian Federation as of 01.07.2015 [Vneshnij dolg Rossijskoj Federacii po sostojaniju na 01.07.2015 g.]. URL: www.cbr.ru.
4. Zvonova E., Navoy A., Pishchik V. On the concept of cross-border movement of capital in Russia in a worsening of geo-economic risks [O koncepcii transgranichnogo dvizhenija kapitala v Rossii v uslovijah obostrenija geojekonomicheskikh riskov]. *Problems of the theory and practice of management*, Moscow, 2015, No. 11, pp. 185–196.
5. Fixed capital investments, by sources of financing. Investment and construction [Investicii v osnovnoj kapital po istochnikam finansirovanija. Investicii i stroitel'stvo]. Moscow 2012. Rosstat. URL: <http://www.gks.ru>.
6. Zvonova E., Ershov M., Kuznetsov A. and others. Reforming the global financial architecture and the Russian financial market [Reformirovanie mirovoj finansovoj arhitektury i rossijskij finansovyj rynek]. Moscow, RUSAINS, 2016, pp. 115–117.