ОРИГИНАЛЬНАЯ СТАТЬЯ

CC BY 4.0

DOI: 10.26794/2587-5671-2020-24-6-161-173
УДК 339.72,339.9(045)
JEL F21, F34, F38

Трансграничное движение капитала в России: перспективы трансформации внутренней и географической структуры

М.Ю. Головнин
Институт экономики Российской академии наук, Москва, Россия
http://orcid.org/0000-0001-6687-0744

АННОТАЦИЯ

Актуальность исследования обусловлена растущим влиянием внешних факторов на структуру трансграничных потоков капитала, связанных с Россией. **Цель** исследования — выявить основные изменения во внутренней и географической структуре международного движения капитала в России, проследить их связь с государственной экономической политикой и сформулировать практические предложения по совершенствованию внутренней и географической структуры международного движения капитала в России. Автор применяет статистические **методы**, связанные с расчетом отдельных показателей и анализом статистических данных, изучением международного опыта. На основании анализа рассчитанной структуры потоков и запасов иностранных инвестиций за 2007–2019 гг. показано, что внутренняя структура характеризовалась ростом значимости прямых инвестиций в составе пассивов и снижением роли резервных активов в составе активов. В географической структуре прямых инвестиций продолжают преобладать офшорные и связанные с ними юрисдикции, тогда как в структуре резервных активов произошел сдвиг от США к азиатским странам (Китай и Япония). Анализ международного опыта свидетельствует о разработке новых подходов к регулированию международного движения капитала, в том числе мерами макропруденциальной политики. Сделан **вывод** о неэффективности проводимой экономической политики в регулировании внутренней и географической структуры трансграничных потоков капитала в России и о преобладании воздействия административных мер внешних по отношению к России игроков. Для совершенствования структуры международного движения капитала в России автор предлагает: использовать отдельные валютные ограничения, меры макропруденциальной политики, политики деофшоризации, а также целевого страхования внешних рисков для российских инвесторов.

Ключевые слова: международное движение капитала; прямые, портфельные и прочие инвестиции; резервные активы; офшоры; пандемия COVID-19; валютные ограничения; макропруденциальная политика

Для цитирования: **Головнин М.Ю. Трансграничное движение капитала в России: перспективы трансформации внутренней и географической структуры. *Финансы: теория и практика.* 2020;24(6):161-173. DOI: 10.26794/2587-5671-2020-24-6-161-173**

ORIGINAL PAPER

Cross-Border Capital Flows in Russia: Prospects for Changing their Internal and Geographical Structure

M. Yu. Golovnin
Institute of Economics, Russian Academy of Sciences, Moscow, Russia
http://orcid.org/0000-0001-6687-0744

ABSTRACT

***The* relevance** of the study is due to the growing influence of external factors on the structure of cross-border capital flows associated with Russia. The **aim** of the study is to identify the main changes in the internal and geographical structure of international capital flows in Russia, trace their connection with the state economic policy and make practical proposals for improving their internal and geographical structure in Russia. The author uses statistical **methods** related to the calculation of individual indicators and the analysis of statistical data, the study of international experience. The analysis of the calculated structure of flows and stocks of foreign investment in 2007–2019 proves that the internal structure had an increase in the importance of direct investments in the composition of liabilities and a decrease in the role of

© Головнин М.Ю., 2020

reserve assets in the composition of assets. Offshore and related jurisdictions dominate in the geographic structure of direct investment, while the structure of reserve assets has shifted from the United States to Asian countries (China and Japan). International experience indicates the development of new approaches to the regulation of international capital flows, including measures of macroprudential policy. The author made a **conclusion** about the ineffectiveness of the current economic policy in regulating the internal and geographical structure of cross-border capital flows in Russia and about the prevailing influence of administrative measures by the external players. To improve the structure of international capital flows in Russia, the author suggests using separate currency restrictions, macroprudential policy measures, deoffshorization policy, as well as targeted insurance of external risks for Russian investors.
Keywords: international capital flows; direct, portfolio and other investments; reserve assets; offshore; pandemic COVID-19; currency restrictions; macroprudential policy

For citation: **Golovnin M. Yu. Cross-border capital flows in Russia: Prospects for changing their internal and geographical structure.** ***Finance: Theory and Practice.*** **2020;24(6):161-173. (In Russ.). DOI: 10.26794/2587-5671-2020-24-6-161-173**

ВВЕДЕНИЕ

Период развития российской экономики, начиная с глобального экономического и финансового кризиса 2008–2009 гг., был отмечен существенными изменениями, вызванными как внутренними экономическими факторами, так и внешними. Модель внутреннего экономического развития, помимо кризисных спадов (в 2009, 2015 и 2020 гг.), характеризовалась общим замедлением динамики: за 2010–2013 гг. среднегодовой темп прироста реального ВВП составлял 3,8%, тогда как за 2017–2019 гг.— 1,9%[1].

Проведенное нами ранее исследование показало, что отдельные составляющие трансграничного движения капитала в России зависят от внутренних факторов: динамика пассивов прямых инвестиций — от роста конечного потребления домашних хозяйств, а также, наряду с пассивами и активами портфельных инвестиций, от изменения процентных ставок [1, с. 46–49].

Что касается внешних факторов, то рассматриваемый период отмечен усилением воздействия негативных внешних шоков на российскую экономику. В качестве основных шоков можно выделить влияние глобального экономического и финансового кризиса (2008–2009 гг.); значительного падения цен на нефть (2008, 2014–2015 и 2020 гг.); санкций со стороны западных стран, введенных в отношении России в 2014 г.; пандемии коронавируса COVID-19 в 2020 г. Проведенные нами оценки влияния внешних факторов продемонстрировали, что среди них наиболее значимой оказалась динамика цен на нефть (для пассивов прямых инвестиций и активов портфельных инвестиций), а также глобальный фондовый индекс (для активов портфельных инвестиций) [1, с. 46–49].

Действие как внутренних, так и внешних факторов в рассматриваемый период способствовало общему сокращению трансграничных потоков капитала, связанных с Россией. Если на пике своей динамики в 2007 г. совокупные трансграничные потоки капитала[2], связанные с Россией, составляли 25,3% ВВП, то в 2019 г. они снизились до 5,4% ВВП[3]. При этом на протяжении 2014–2019 гг. это сокращение носило устойчивый характер, что можно объяснить, с одной стороны, влиянием экономических санкций, напрямую ограничивающих возможности привлечения внешнего финансирования, а с другой — замедлением экономического роста и, соответственно, снижением привлекательности российской экономики как объекта для внешних вложений.

ТРАНСФОРМАЦИЯ СТРУКТУРЫ ТРАНСГРАНИЧНЫХ ПОТОКОВ КАПИТАЛА В РОССИИ В 2007–2020 ГГ.

Для анализа внутренней структуры капитала в России мы воспользуемся показателями потока (на основе данных платежного баланса) и запаса (на основе данных международной инвестиционной позиции). В случае с показателями потока мы рассчитываем показатели основных составляющих международного движения капитала (активов и пассивов прямых, прочих и портфельных инвестиций) по отношению к ВВП (см. *рисунок*). В отношении показателей запаса анализ основывается на рассчитанной нами структуре активов и пассивов международной инвестиционной позиции (*табл. 1*).

[1] Рассчитано на основе данных World Economic Outlook as of October 2020. URL: https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2020/October (дата обращения: 16.11.2020).

[2] Под совокупными трансграничными потоками капитала мы понимаем сумму (без учета знака операции) активов и пассивов прямых, портфельных и прочих инвестиций, связанных с Россией.

[3] Рассчитано на основе данных платежного баланса Российской Федерации. URL: http://cbr.ru/statistics/macro_itm/svs/ (дата обращения: 16.11.2020).

Таблица 1 / Table 1

Структура международной инвестиционной позиции России в отдельные годы (на конец года, в %) / Structure of Russia's international investment position in selected years (end of the year, in %)

	2007	2009	2013	2015	2017	2019
Активы	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Прямые инвестиции	33,9	27,8	32,6	31,4	35,0	33,1
Портфельные инвестиции	1,8	3,5	3,7	5,8	5,5	5,3
Производные финансовые инструменты	0,1	0,2	0,4	1,0	0,4	0,4
Прочие инвестиции	20,3	28,2	28,6	30,3	26,8	24,6
Резервные активы	43,8	40,3	34,7	31,5	32,3	36,6
Пассивы	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Прямые инвестиции	39,5	38,4	42,2	41,5	49,6	50,8
Портфельные инвестиции	29,6	22,0	20,4	16,9	21,6	26,2
Производные финансовые инструменты	0,1	0,5	0,3	1,1	0,4	0,5
Прочие инвестиции	30,8	39,0	37,2	40,6	28,3	22,5

Источник / Source: рассчитано автором на основе данных Центрального банка Российской Федерации. / calculated by the author based on data from the Central Bank of the Russian Federation. URL: http://cbr.ru/statistics/macro_itm/svs/ (дата обращения: 16.11.2020) / (accessed on 16.11.2020).

Существенные изменения произошли в структуре трансграничных потоков капитала (см. *рисунок*). Если до глобального экономического и финансового кризиса основным источником притока средств в российскую экономику были прочие инвестиции, то с 2008 г. эта роль перешла к прямым инвестициям. Лишь дважды (в 2015 и 2018 гг.) основным источником притока средств было сокращение активов по прочим инвестициям. Следует отметить также «разворот» потоков прочих инвестиций, имевший место с 2014 г. С этого времени на протяжении всех лет происходило чистое сокращение обязательств по прочим инвестициям, притом, что в 2015–2018 гг. имело место и чистое сокращение активов по ним. Подобные тенденции могли объясняться в первую очередь эффектом санкций. С одной стороны, внешние рынки для привлечения краткосрочного капитала в отдельные сегменты частного сектора были закрыты, а с другой стороны, сокращение накопленных внешних активов позволяло решать некоторые внутренние проблемы (в том числе и выплату внешней задолженности). Потоки портфельных инвестиций традиционно играли относительно меньшую роль в международном движении капитала по сравнению с прямыми и прочими инвестициями, хотя в отдельные периоды наблюдался относительно значимый их приток (например, в 2012 и 2019 гг.) или отток ранее вложенных нерезидентами средств (в кризисные 2008 и 2014–2015 гг.).

Пока невозможно дать окончательную оценку влияния пандемии коронавируса в 2020 г. на структуру трансграничных потоков капитала, тем не менее, данные за первые два квартала 2020 г. свидетельствуют об относительном росте значимости потоков портфельных инвестиций. Свою роль сыграло типичное для каждого кризиса сокращение пассивов и увеличение активов портфельных инвестиций, а также относительно меньшее воздействие новых ограничений на финансовые инструменты. Прямые инвестиции испытали краткосрочный шок (в I квартале), но уже во II квартале возобновили нормальную динамику. Прочие инвестиции продолжили тренды прежней модели (сокращение активов и пассивов)[4].

Как следствие отмеченных изменений в потоках капитала произошли изменения и в структуре их накопленных значений (*табл. 1*). В структуре пасси-

[4] Анализ за 2020 г. построен на данных платежного баланса за первые два квартала текущего года. URL: http://cbr.ru/statistics/macro_itm/svs/ (дата обращения: 16.11.2020).

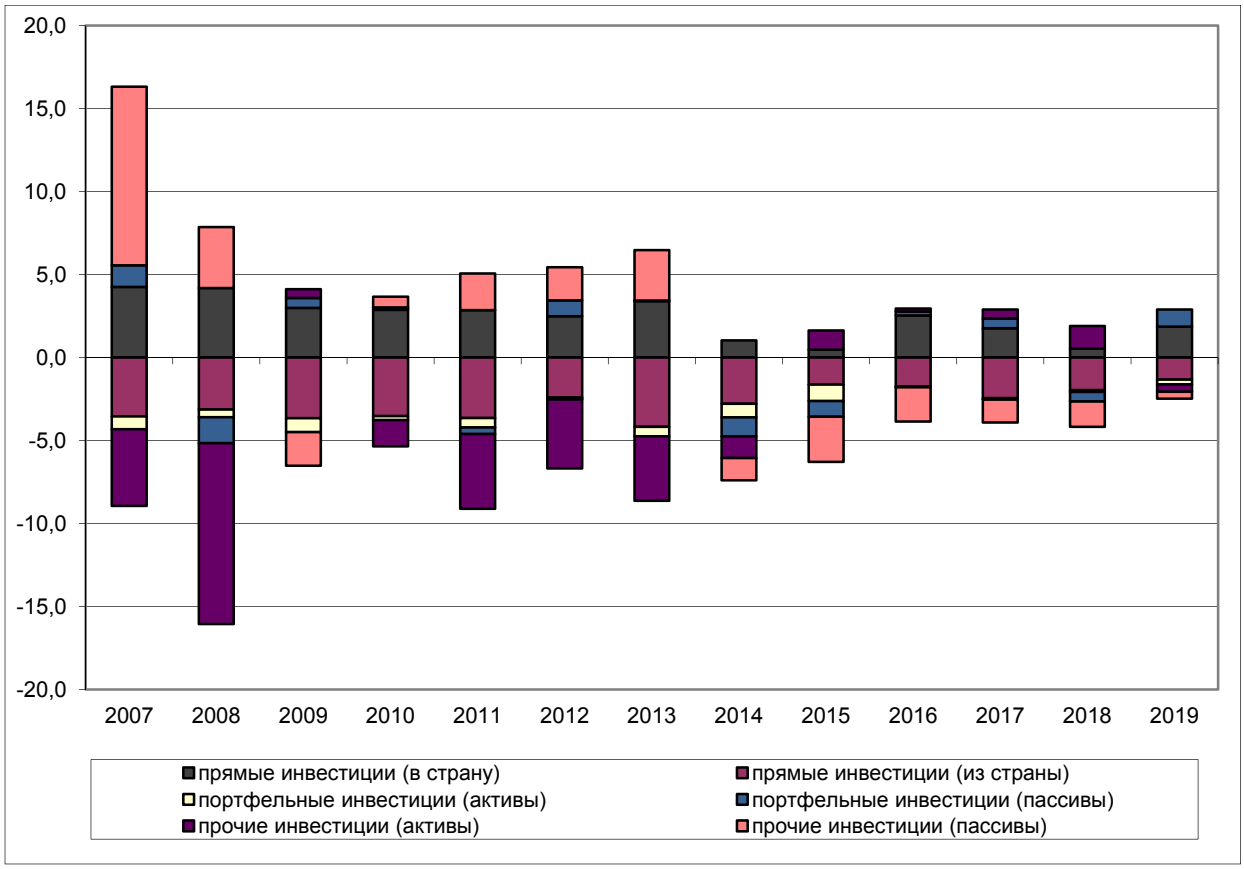

Рис. / Fig. **Структура трансграничных потоков капитала в России в 2007–2019 гг. (в % к ВВП) / Structure of cross-border capital flows in Russia in 2007–2019 (% to GDP)**

Источник / Source: рассчитано автором на основе данных платежного баланса Российской Федерации / calculated by the author based on Russia's balance of payments data. URL: http://cbr.ru/statistics/macro_itm/svs/ (дата обращения: 16.11.2020) / (accessed on 16.11.2020).

вов, как и следовало ожидать, исходя из динамики потоков, устойчиво росла доля прямых инвестиций, увеличившись с 2007 по 2019 г. более чем на 10 п.п. При этом наиболее существенно сократилась доля прочих инвестиций (на 8,3 п.п.) и несколько менее — портфельных инвестиций (на 3,4 п.п.). Соотношение между динамикой прочих и портфельных инвестиций изменилось после 2015 г., тогда как до этого доля прочих инвестиций росла на фоне существенного падения доли портфельных инвестиций. Здесь важную роль мог сыграть эффект санкций, которые одинаково негативно повлияли на обе эти составляющие международного движения капитала, но не затронули государственные ценные бумаги, инвестиции в которые со стороны нерезидентов активно осуществлялись с 2016 г.).

В структуре российских активов за рубежом изменения были менее очевидными. Основную роль в них играли резервные активы, связанные с движением государственного капитала. Доля прямых инвестиций в составе российских активов в целом была относительно стабильной, за исключением некоторого падения в кризисном 2009 г. (во время кризиса произошел значительный отток капитала в форме прочих инвестиций). При этом доля прочих инвестиций росла до 2015 г., однако затем начала сокращаться, поскольку, как мы отмечали выше, по этому каналу началось возвращение средств в страну.

Производные финансовые инструменты пока играют не столь существенную роль в накопленном движении капитала, однако стоит отметить значительный рост их доли до 2015 г., когда она достигла максимума (по всей видимости, в связи с необходимостью страхования валютных рисков в разгар валютного кризиса).

Либерализация валютного законодательства России, проведенная с 2006 г., предполагает невозможность использования валютных ограничений для управления структурой трансграничных потоков капитала. Тем не менее отдельные меры экономической политики позволяют воздействовать на эту структуру. Так, отмечается, что повышение резервных требований по валютным вкладам

Таблица 2 / Table 2

Структура исходящих прямых иностранных инвестиций из России по странам (млн долл. США) / Structure of outward foreign direct investment from Russia by country (mln USD)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2007–2019
Совокупные исходящие ПИИ из России / Total outward FDI from Russia	86 507	57 082	22 085	22 314	39 049	31 377	21 923	592 372
Кипр	7671	23 546	4249	9827	21 352	10 681	14 344	199 342
Британские Виргинские острова	62 223	718	3301	1795	1401	885	665	91 685
Бермудские острова	571	2997	–261	480	279	–39	–561	11623
Багамские острова	560	756	1054	1205	1300	1258	223	7785
Нидерланды	–3022	2132	461	841	–6023	3025	–189	36 812
Швейцария	1358	6927	203	1433	2281	794	–2152	22 024
Люксембург	1314	639	786	–1633	1856	2000	727	13 569
Ирландия	264	91	479	1139	634	2032	832	7785
Великобритания	1294	1935	–439	755	192	2626	2454	20 493
Австрия	5265	1135	746	258	6739	221	369	18 070
Германия	1334	1016	738	393	724	1078	1420	14 694
Франция	449	523	74	121	310	–65	263	4956
США	739	1654	819	873	126	653	–577	17 532
Сингапур	304	817	383	888	6136	1566	1923	13 454
Турция	1447	1183	1475	1184	557	534	–2107	10 766
Беларусь	863	609	736	629	494	646	588	12 004
Казахстан	671	657	643	476	727	366	187	6482
Украина	496	–493	595	822	–92	213	240	6059
Доля стран — явных офшоров (в %)	79,0	51,9	48,0	57,8	61,9	42,3	70,3	54,4
Доля стран — явных офшоров и спарринг-юрисдикций (в %)	81,7	75,6	56,9	72,8	74,9	81,6	87,0	74,4

Источник / Source: рассчитано автором на основе данных Центрального банка Российской Федерации / calculated by the author based on data from the Central Bank of the Russian Federation. URL: http://cbr.ru/statistics/macro_itm/svs/ (дата обращения: 16.11.2020) / (accessed on 16.11.2020).

в 2018 г. провоцирует отток капитала в инструменты зарубежных эмитентов, т.е. могло стимулировать рост активов портфельных инвестиций [2, с. 48]. На наш взгляд, существуют более явные меры Центрального банка, направленные на ограничение роста пассивов прочих инвестиций, — повышение нормы обязательного резервирования по обязательствам перед юридическими лицами-нерезидентами с 4,25% (на конец I квартала 2016 г.) до 4,75% (на середину 2019 г.) по обязательствам в рублях и с 4,25 до 8% (за тот же период) по обязательствам в иностранной валюте.

Изменения в доле резервных активов в структуре международной инвестиционной позиции (см. *табл. 1*) отражали изменения в валютной политике России. Если до 2014 г. фактически проводилась политика таргетирования валютного курса, связанная с проведением валютных интервенций (однако интенсивность самих интервенций после глобального экономического и финансового кризиса постепенно снижалась), то в 2014–2016 гг. произошел переход к режиму свободного плавания рубля. Очередное изменение в валютной политике имело место в начале 2017 г. и было связано с началом покупок иностранной валюты министерством финансов, к которому и перешла активная роль в рамках регулирования курса рубля. Следствием этой политики стало возобновившееся наращивание валютных резервов. Отсюда и наблюдаемое с конца 2015 г. до конца 2019 г. увеличение доли резервных активов в структуре активов. При этом наиболее масштабные интервенции в период после 2014 г. проводились в 2019 г. [3, с. 11, 12], когда чистый прирост резервных активов составил 66,5 млрд долл. США.

ИЗМЕНЕНИЯ В ГЕОГРАФИЧЕСКОЙ СТРУКТУРЕ ТРАНСГРАНИЧНЫХ ПОТОКОВ КАПИТАЛА

В географической структуре как инвестиций из России, так и поступающих в Россию иностранных инвестиций продолжают преобладать офшоры и офшоропроводящие[5] страны. Подробная статистика по странам дается Центральным банком РФ лишь для прямых инвестиций. По нашим расчетам, доля стран — явных офшоров в потоках прямых инвестиций из России составила за 2007–2019 гг. 54,4%, а в совокупности с офшоропроводящими странами[6] — 74,4%. Для прямых иностранных инвестиций в Россию доля этих групп стран за указанный период составила 36,4 и 71,8% соответственно. То есть более 70% потоков прямых инвестиций в Россию и из России связаны с использованием офшорных юрисдикций.

Падение доли офшорных и связанных с ними юрисдикций обычно происходит в кризисные периоды, о чем свидетельствуют данные за 2015 г. (схожая ситуация наблюдалась в 2009 г.). После кризиса происходит восстановление их использования. Спецификой периода 2014–2019 гг. стали изменения в географической структуре потоков прямых иностранных инвестиций. Так, например, в отдельные годы имел место отток прямых инвестиций европейских юрисдикций в Россию (прежде всего, из Кипра, а также из Ирландии и Люксембурга) при сохранении значительного притока средств с Багамских и Бермудских островов.

Для борьбы с использованием офшоров, что, в принципе, должно было изменить географическую структуру международного движения капиталов в России, с 2012 г. использовались меры политики деофшоризации. В их числе можно выделить новации в Налоговом кодексе РФ по трансфертному ценообразованию (введенные с 1 января 2012 г.), принятие закона о контролируемых иностранных компаниях[7], несколько этапов налоговых амнистий, проводившихся с 2015 г., создание «внутренних офшоров» (специальных административных районов) [6]. Однако, как свидетельствуют статистические данные (*табл. 2 и 3*), об устойчивом значительном снижении использования офшоров и офшоропроводящих стран в прямых иностранных инвестициях в Россию и из страны за последние годы говорить не приходится.

Очередной этап политики деофшоризации начался в 2020 г., когда по указанию Президента РФ правительство предложило Кипру, Люксембургу, Нидерландам и Мальте, а затем — Гонконгу и Швейцарии изменить соглашения об избежании двойного

[5] Здесь мы применяем термин, используемый в работе [4]. Б.А. Хейфец, например, использует термин «спарринг-офшорные юрисдикции» [5, с. 7].

[6] К офшоропроводящим странам в случае прямых инвестиций в Россию были также отнесены Ирландия, Люксембург, Швейцария, Сингапур, Нидерланды, Великобритания, в случае прямых инвестиций из России — Ирландия, Латвия, Люксембург, Монако, Нидерланды, Сингапур, Швейцария, Великобритания.

[7] Федеральный закон от 24.11.2014 № 376-ФЗ «О внесении изменений в части первую и вторую Налогового кодекса Российской Федерации (в части налогообложения прибыли контролируемых иностранных компаний и доходов иностранных организаций)». URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_171241/ (дата обращения: 16.11.2020).

Таблица 3 / Table 3

Структура прямых иностранных инвестиций в Россию по странам (млн долл. США) / Structure of foreign direct investment in Russia by country (mln USD)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2007–2019
Совокупный приток ПИИ / Total FDI inlow	69 219	22 031	6853	32 539	28 684	8785	31 975	484 191
Кипр	8266	3158	–7069	–436	8693	–10 108	7932	74 214
Британские Виргинские острова	9379	3123	2374	1010	–826	1223	990	40 353
Багамские острова	2791	3638	5108	5802	6211	1009	1143	33 486
Бермудские острова	404	1777	2239	2551	1336	843	967	31 318
Ирландия	10 399	–531	623	–1789	889	–3850	3193	26 859
Люксембург	11 638	–693	–5770	–939	3378	–506	–2814	27 642
Нидерланды	5716	1102	–246	165	–1427	7846	6393	58 056
Великобритания	18 927	120	1112	478	2102	2522	4686	35 478
Швейцария	1086	2472	203	1842	1511	1690	23	12 851
Австрия	–326	841	407	1071	–174	884	924	9528
Германия	335	349	1483	224	470	341	245	25 061
Франция	2121	2224	1686	1997	854	1134	2044	18 707
Швеция	–1203	166	122	530	20	372	–250	9219
США	485	708	209	402	495	376	–105	9884
Сингапур	–502	162	185	16274	2703	1587	530	21 596
Китай	597	1271	645	345	140	–13	136	4327
Япония	369	295	447	140	83	345	116	3780
Казахстан	208	357	433	350	205	159	130	2436
Доля стран — явных офшоров (в %)	23,5	50,1	68,8	29,7	56,8	–	35,1	36,4
Доля стран — явных офшоров и спарринг-юрисдикций (в %)	91,8	62,1	12,0	79,0	88,7	32,9	72,7	71,8

Источник / Source: рассчитано автором на основе данных Центрального банка Российской Федерации / calculated by the author based on data from the Central Bank of the Russian Federation. URL: http://cbr.ru/statistics/macro_itm/svs/ (дата обращения: 16.11.2020) / (accessed on 16.11.2020).

налогообложения. Предлагается повышение ставки налога на дивиденды и проценты за предоставленные кредиты до 15%[8]. По имеющейся информации, Кипр, Люксембург и Мальта согласились на пересмотр соглашений[9].

Если выделить среди стран, осуществляющих прямые инвестиции в Россию, не относящиеся к офшорным и связанным с ними юрисдикции, то мы обнаружим, что пик притока инвестиций из европейских стран[10] пришелся, как это ни удивительно, на кризисные 2014–2016 гг., а затем после резкого спада в 2017 г. возобновился рост инвестиций из этих стран. В то же время прямые инвестиции из стран Северо-Восточной Азии[11] были существенно ниже, чем инвестиции из четырех ведущих европейских стран-инвесторов, и устойчиво снижались после 2014 г. То есть мы наблюдаем, что, по крайней мере, на основе официальных данных[12], говорить о замещении европейских инвестиций азиатскими в российскую экономику не приходится.

Страны — члены Евразийского экономического союза (ЕАЭС), являющиеся партнерами России по интеграционному объединению, в рамках которого провозглашена свобода движения капитала, вносят крайне незначительный вклад в инвестиции в российскую экономику, притом что их доля в совокупных прямых инвестициях в Россию резко снизилась после 2015 г. (за исключением 2018 г., когда наблюдался в целом небольшой приток прямых иностранных инвестиций в Россию).

Основным инвестором в российскую экономику среди стран ЕАЭС был и остается Казахстан. В исходящих российских прямых инвестициях страны ЕАЭС, наоборот, продолжают играть значимую роль. Согласно официальной статистике, с 2014 по 2018 г. российские прямые инвестиции в страны ЕАЭС превышали инвестиции в Германию и Францию. Тем не менее в общем объеме зарубежных прямых инвестиций России их доля в 2017–2019 гг. держалась на уровне 3,6–3,9%[13].

Отдельного внимания заслуживает структура вложений официальных активов, которую можно отследить на основании статистики размещения средств валютных резервов Центрального банка РФ по странам. Если за первое десятилетие после глобального экономического и финансового кризиса эта структура не претерпела существенных изменений [8, с. 21], то в период с начала 2018 по начало 2020 г. подобные изменения произошли. Резко выросла доля вложений в китайские активы (с 2,6% на начало 2018 г. до 13,8% на начало 2020 г.) при значительном сокращении доли вложений в США (с 29,9 до 7,9%) и небольшом изменении доли стран зоны евро — Франции и Германии (с 23,7 до 23,4%). Также существенно выросла доля вложений в японские инструменты (с 1,5 до 13,2%)[14]. Таким образом, с одной стороны, снизилась доля вложений в страны, применяющие санкции в отношении России, с другой стороны, в рамках этой группы стран частично произошло перераспределение вложений от США к Японии. Подобная стратегия позволила снизить потенциальные риски экспроприации активов, но уменьшила их доходность (в части вложений в Японию) и надежность (в части вложений в Китай).

Сохранение тенденций, имевших место до 2019 г., вряд ли позволило бы ожидать роста трансграничных потоков капитала, связанных с Россией. Сохранение санкционного режима в сочетании с низкими темпами экономического роста и отсутствие перспектив существенного роста цен на нефть формируют неблагоприятное сочетание внутренних и внешних факторов для России. Начавшаяся в 2020 г. пандемия коронавируса и связанный с ней мировой экономический кризис ведут к очередной глобальной остановке потоков капитала, которая затронет и Россию. В то же время в условиях уже имеющегося низкого уровня участия России в международном движении капитала вряд ли следует ожидать его значительного сокращения.

В структуре трансграничных потоков капитала весьма вероятен дальнейший рост доли резервных активов, поскольку Министерство финансов

[8] Макеев Н. Россия закрывает для бизнеса международные офшоры. Московский комсомолец. 2020. 26 августа. URL: https://www.mk.ru/economics/2020/08/26/rossiya-zakryvaet-dlya-biznesa-mezhdunarodnye-ofshory.html.

[9] Маврина Л. Правительство повысит налоги на вывод капитала в Швейцарию и Гонконг. Ведомости. 2020. 11 августа. URL: https://www.vedomosti.ru/economics/articles/2020/08/11/836417-pravitelstvo-nalogi.

[10] Мы рассматриваем крупнейшие европейские страны-инвесторы: Германию, Францию, Швецию и Австрию.

[11] Китай, Япония, Республика Корея.

[12] Разумеется, азиатские и европейские инвестиции могут также осуществляться через офшорные и связанные с ними центры, но выявить их происхождение возможно лишь в результате детального анализа отдельных сделок.

[13] При этом из-за использования офшорных юрисдикций потоки прямых инвестиций между Россией и странами ЕАЭС оказываются занижены. Для данного региона (точнее, для всех стран СНГ) с 2011 по 2016 г. существовали альтернативные оценки взаимных прямых инвестиций. См., например, [7, с. 23].

[14] Годовой отчет 2018. М.: Банк России, 2019. С. 95; Годовой отчет 2019. М.: Банк России; 2020. С. 109.

продолжает проводить консервативную политику при отсутствии значительной поддержки валютного курса. Неопределенность в экономике, скорее всего, приведет к снижению прямых инвестиций (как входящих, так и исходящих), в то время как для портфельных инвестиций в государственные ценные бумаги может сложиться благоприятная обстановка при некотором снижении общего уровня риска и сохранении положительных процентных ставок Центральным банком на фоне политики нулевых процентных ставок в ведущих развитых странах. Возобновление притока прочих инвестиций уже наблюдалось во II квартале 2020 г. и может продолжиться в ближайшей перспективе. Таким образом, внутренняя структура трансграничных потоков капитала может вновь начать смещаться в сторону спекулятивных потоков капитала.

При отсутствии эффективной политики деофшоризации офшоры и связанные с ними юрисдикции продолжат доминировать в географической структуре международного движения капитала в России. Пересмотр соглашений об избежании двойного налогообложения с отдельными юрисдикциями будет, скорее, приводить к использованию других юрисдикций, соответствующий опыт уже был накоплен в период после 2014 г. Вряд ли следует ожидать усиления позиций азиатских стран в трансграничном движении капитала, связанном с Россией, хотя китайская и ряд других азиатских экономик усилят свои позиции в мировой экономике после текущего кризиса.

Таким образом, в ситуации, когда Россия не проводит активную политику по регулированию международного движения капитала, вряд ли можно ожидать положительных изменений в его структуре.

МЕРЫ ПО РЕГУЛИРОВАНИЮ ТРАНСГРАНИЧНЫХ ПОТОКОВ КАПИТАЛА И ИХ СТРУКТУРЫ: МЕЖДУНАРОДНЫЙ ОПЫТ И ПРЕДЛОЖЕНИЯ ДЛЯ РОССИИ

Период со второй половины 1980-х гг. до глобального экономического и финансового кризиса 2007–2009 гг., отмеченный активным распространением процессов финансовой глобализации, характеризовался преобладанием теоретического подхода, подчеркивавшего преимущества свободного трансграничного движения капиталов. Среди основных его преимуществ выделялись расширение возможностей заемщиков по привлечению дополнительных ресурсов и кредиторов — по диверсификации портфелей. Для национальных экономик увеличивались возможности по сглаживанию во времени совокупного потребления и развития национальных финансовых рынков.

Однако глобальный экономический и финансовый кризис вскрыл ряд недостатков свободного движения капиталов, в том числе: распространение «эффектов заражения» между странами, в рамках которых международное движение капиталов выступает основным каналом передачи негативных внешних шоков, а также значительные макроэкономические эффекты от «внезапной остановки» (sudden stop) потоков капитала в страны с формирующимися рынками. Также следует отметить, что ряд эмпирических исследований не обнаружил предполагавшихся позитивных эффектов от свободного трансграничного движения капитала [9, с. 12, 13]. В то же время имела значение и внутренняя структура международных потоков капитала. Их негативное воздействие традиционно связывается со спекулятивным капиталом, который главным образом находит отражение в статьях «портфельные инвестиции» и «прочие инвестиции» платежного баланса. Тогда как прямые инвестиции традиционно в большей степени связаны с позитивными эффектами для национальных экономик.

Как следствие, возник практический вопрос о возможности, а в ряде случаев — и необходимости применения мер по регулированию трансграничного движения капиталов. Сразу оговоримся, что речь идет о достаточно широком круге мер: от стандартных инструментов экономической политики с широким спектром воздействия (прежде всего, денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политики) до целевых мер по регулированию трансграничного движения капиталов (прежде всего, валютных ограничений и отдельных мер макропруденциальной политики). В дальнейшем мы сосредоточим наш анализ на мерах, непосредственно направленных на регулирование международного движения капитала.

В качестве основных причин применения мер по регулированию трансграничного движения капитала странами с формирующимися рынками, к числу которых относится и Россия, обычно выделяются две: управление совокупным спросом и достижение финансовой стабильности [10]. В части управления совокупным спросом ограничение свободного движения капитала дает пространство для свободы выбора целей денежно-кредитной политики в условиях «невозможной триады». Решение задачи достижения финансовой стабильности может достигаться в результате того, что финансовые системы стран с формирующимися рынками, как правило,

в значительной степени зависят от привлечения внешнего финансирования, что может угрожать системными проблемами в кризисной ситуации [11, p. 11].

Дополнительным аргументом в пользу необходимости введения мер по регулированию международного движения капитала служит усиление воздействия внешних шоков в период после глобального экономического и финансового кризиса. В частности, под воздействием начала пандемии COVID-19 только в марте 2020 г. отток капитала из стран с формирующимися рынками составил более 100 млрд долл. США [10].

Страны с формирующимися рынками и развивающиеся страны, как свидетельствуют результаты исследования Б. Эртена и Дж. Окампо [12], действительно увеличили количество мер, направленных на регулирование трансграничного движения капитала начиная с 2005 г.

Россия, хотя и использует отдельные меры по регулированию структуры трансграничного движения капитала (политика управления валютным курсом со стороны Министерства финансов, регулирование структуры международных резервов, нормативы обязательного резервирования в отношении внешних пассивов, политика по деофшоризации экономики и ряд других), их эффективность сильно ограничена. Между тем, как было показано выше, существенное воздействие на внутреннюю и географическую структуру трансграничных потоков капитала в России оказывают внешние административные меры регулирования в виде санкций, а также отчасти мер по борьбе с офшорами и незаконными доходами, предпринимаемыми другими странами[15].

Исходя из стоящих перед экономической политикой России в целом задач, нам представляется важным широкое использование возможностей по регулированию трансграничных потоков капитала в соответствии с меняющимися подходами в международной практике:

1. Необходимо перейти к активному использованию отдельных ограничений на трансграничные операции с капиталом. Помимо актуальных для России проблем повышения степени независимости денежно-кредитной политики в условиях открытой экономики и обеспечения финансовой стабильности, эти ограничения могли бы способствовать дальнейшему закреплению позитивных изменений в структуре трансграничного движения капитала, если они будут вводиться в отношении потоков спекулятивного капитала, но не затрагивать прямые инвестиции.

В направлении изменения структуры трансграничных потоков капитала могут использоваться также меры макропруденциальной политики, которые к настоящему времени начали применяться в России, но не в полной мере. Мы уже упоминали один из действующих механизмов, связанный с повышенными резервными требованиями для банков при привлечении внешнего финансирования (фактически ограничивающий рост пассивов прочих инвестиций). Набор соответствующих инструментов может быть расширен с целью ограничения притока спекулятивного капитала.

Проведенное нами ранее исследование [1] позволяет сделать вывод, что структура трансграничных потоков капитала может быть изменена и с помощью применения стандартных мер экономической политики. Таким образом, стимулирующая политика, направленная на рост конечного потребления домашних хозяйств, будет способствовать притоку прямых иностранных инвестиций. Влияние процентной политики менее очевидно, поскольку рост процентных ставок стимулирует приток как прямых инвестиций, так и спекулятивного капитала. В этом случае как раз необходимы селективные меры, направленные на регулирование внутренней структуры движения капитала.

В частности, представляет интерес предлагаемая Е.А. Звоновой программа делевериджинга [13, с. 138], по сути, представляющая собой меры по сокращению участия России в международном движении капитала (сокращение пассивов за счет уменьшения активов, в том числе официальных). Однако помимо общего сокращения накопленных потоков капитала реализация подобной программы приведет к изменениям в их структуре в части снижения доли долговых инструментов и роста доли прямых инвестиций. В то же время эффективная реализация подобной программы требует замещения внешнего финансирования экономических агентов внутренним.

2. Применительно к географической структуре международных потоков капитала первоочередным направлением, на наш взгляд, является продолжение политики деофшоризации. Пока еще преждевременна оценка результатов активизации этой политики, предпринятой в 2020 г. (пересмотр соглашений об избежании двойного налогообложения с рядом стран). Но она, в любом случае, могла бы быть дополнена мерами воздействия со стороны государства на банки и компании, которые оно контролирует, в части ограничения использования ими офшорных юрисдик-

[15] См., например, [5, с. 23, 24].

ций. Сдерживающим фактором в этом направлении является действующий режим санкций, сужающий возможности обращения к рынкам капитала ведущих развитых стран. Применение ограничительных мер в ходе политики деофшоризации должно сочетаться с мерами по повышению привлекательности инвестирования в российскую экономику.

Возможности расширения географии источников привлечения инвестиций за счет стран с формирующимися рынками пока ограничены как косвенными эффектами санкций, так и относительно низкой привлекательностью вложений в российскую экономику в условиях существенного замедления ее роста в период выхода из кризиса 2014–2016 гг. В этих условиях на первый план выходит задействование внутренних источников инвестиций, а также одним из возможных источников средств становится сокращение официальных внешних активов (в виде расходования внутри страны средств Фонда национального благосостояния[16]).

3. Расширение географической структуры инвестиций возможно также в результате заключения соглашений, направленных на развитие процессов взаимного инвестирования с отдельными странами. Существенные перспективы для продвижения формального процесса в этом направлении есть в рамках ЕАЭС. Кроме того, соглашения о зоне свободной торговли, переговоры по которым сейчас ведутся между ЕАЭС и третьими странами, логично было бы делать расширенными и добавлять в них пункты о содействии взаимным инвестициям. Перспективным направлением развития инвестиционного сотрудничества могло бы стать углубление сотрудничества со странами БРИКС.

Поддержку для изменения внутренней и географической структуры трансграничных потоков капитала может оказать предлагаемое рядом исследователей и экспертов[17] страхование некоммерческих рисков легальных прямых инвестиций из России в страны, объективно характеризующиеся более высоким уровнем риска, но одновременно играющие важную роль во внешнеэкономической стратегии России.

ВЫВОДЫ

Таким образом, период после глобального экономического и финансового кризиса 2007–2009 гг. характеризовался изменениями во внутренней и географической структуре трансграничных потоков капитала, связанных с Россией. В структуре притока капитала возросла доля прямых иностранных инвестиций на фоне сокращения доли прочих и портфельных инвестиций. В структуре внешних активов снизилась доля резервных активов на фоне перехода к плавающему валютному курсу рубля, однако начало проведения активных интервенций министерства финансов на валютном рынке в 2017 г. несколько скорректировало этот тренд.

В географической структуре трансграничных потоков капитала сохранилось преобладание офшорных и связанных с ними юрисдикций при некотором снижении роли подобных юрисдикций из числа европейских стран и переориентации потоков на острова Карибского моря и в Сингапур. Среди юрисдикций, не относящихся к тем, которые связаны с офшорами, значительного переключения источников прямых инвестиций от европейских к азиатским странам не наблюдалось, притом что структура исходящих прямых инвестиций несколько диверсифицировалась (главным образом за счет инвестиций в отдельные периоды в страны ЕАЭС и Турцию).

Без проведения активной политики, направленной на регулирование трансграничных потоков капитала, в России вряд ли можно ожидать позитивные тенденции по трансформации структуры этих потоков. Под воздействием кризиса 2020 г. и реакции на нее в рамках действующей модели экономической политики может усилиться роль спекулятивных потоков капитала, а также резервных активов. В рамках географической структуры сохранится использование офшорных и связанных с ними юрисдикций, а также зависимость главным образом от развитых европейских стран как внешнего источника капитала.

В связи с этим нами предложен ряд мер по активизации регулирования трансграничного движения капитала в дополнение к уже используемым. Так, предлагается вернуть в арсенал мер экономической политики отдельные ограничения на трансграничное движение капитала, позволяющие в том числе регулировать его внутреннюю структуру; активизировать меры политики деофшоризации, в том числе используя воздействие государства на подконтрольные ему компании и банки; расширение инвестиционного сотрудничества со странами ЕАЭС, БРИКС и рядом других стран с формирующимися рынками с применением мер государственной политики по страхо-

[16] Заметим, что в период экономического кризиса 2020 г. объем Фонда национального благосостояния в долларовом выражении увеличился с 1 февраля по 1 октября 2020 г. на 38,6%. URL: https://minfin.gov.ru/ru/perfomance/nationalwealthfund/statistics/ (дата обращения: 16.11.2020).

[17] См., например, [14, с. 113].

ванию рисков при инвестировании в эти страны. Тем не менее значимые изменения в объемах и структуре трансграничных потоков капитала не могут произойти без перехода России к модели экономического роста с более высокими темпами, что сделает ее привлекательным объектом для внешних вложений и расширит возможности для эффективных внешних инвестиций.

БЛАГОДАРНОСТЬ

Работа выполнена при финансовой поддержке РФФИ в рамках научного проекта № 18–014–00032 «Новые факторы развития внешнеэкономических связей России: риски и возможности». Институт экономики Российской академии наук, Москва, Россия.

ACKNOWLEDGEMENTS

The work is supported by the RFBR within scientific project No. 18–014–00032 “New factors in the development of Russia’s foreign economic relations: risks and opportunities”. Institute of Economics, Russian Academy of Sciences, Moscow, Russia.

СПИСОК ИСТОЧНИКОВ

1. Головнин М.Ю., Оганесян Г.Р. Влияние внешних и внутренних факторов на трансграничные потоки капитала, связанные с Россией. *Мир новой экономики*. 2019;13(4):41–50. DOI: 10.26794/2220–6469–2019–13–4–41–50
2. Россия в международном движении капитала в 2018 — начале 2019 года: аналитический доклад. Булатов А.С., ред. М.: МГИМО-Университет; 2019. 59 с. URL: https://mgimo.ru/upload/iblock/022/russia-v-mdk-2018-nach-2019.pdf
3. Божечкова А.В., Кнобель А.Ю., Трунин П.В. Платежный баланс в 2019 г. *Экономическое развитие России*. 2020;27(3):9–12.
4. Булатов А.С. Россия в международном движении капитала: перелом тенденций. *Вопросы экономики*. 2017;(5):148–158. DOI: 10.32609/0042–8736–2017–5–148–158
5. Хейфец Б.А. Деофшоризация российской экономики: возможности и пределы. М.: Институт экономики РАН; 2013. 63 с. URL: https://inecon.org/docs/Kheifets_2013.pdf
6. Хейфец Б.А. Влияние антироссийских санкций на процесс деофшоризации. *Российский внешнеэкономический вестник*. 2018;(8):15–31.
7. Мониторинг взаимных инвестиций в странах СНГ. 2017. СПб.: ЦИИ ЕАБР; 2017. 60 с. (Евразийский банк развития. Доклад № 45). URL: https://eabr.org/upload/iblock/6fa/EDB-Centre_2017_Report-45_MIM–CIS_RUS_2.pdf
8. Головнин М.Ю. Новые тенденции участия России в международном движении капитала. *Вестник Института экономики Российской академии наук*. 2018;(6):9–23. DOI: 10.24411/2073–6487–2018–00069
9. Божечкова А.В., Горюнов Е.Л., Синельников-Мурылев С.Г., Трунин П.В. Ограничения на движение капитала: мировой опыт и уроки для России. *Экономическая политика*. 2017;12(2):8–43. DOI: 10.18288/1994–5124–2017–2–01
10. Erten B., Korinek A., Ocampo J.A. Managing capital flows to emerging markets. VoxEU. Aug. 11, 2020. URL: https://voxeu.org/article/managing-capital-flows-emerging-markets
11. Blundell-Wignall A., Roulet C. Macro-prudential policy, bank systemic risk and capital controls. *OECD Journal: Financial Market Trends*. 2013;(2):7–28. DOI: 10.1787/fmt-2013–5jzb2rhkhks4
12. Erten B., Ocampo J.A. Macroeconomic effects of capital account regulations. *IMF Economic Review*. 2017;65(2):193–240. DOI: 10.1057/s41308–016–0013–1
13. Звонова Е.А. Особенности взаимодействия российского и европейского финансовых рынков. *Экономика. Налоги. Право*. 2019;12(3):134–143. DOI: 10.26794/1999–849X-2019–12–3–134–143
14. Кузнецов А.В. Перспективы диверсификации российских прямых инвестиций за рубежом. *Проблемы прогнозирования*. 2017;(1):103–113.

REFERENCES

1. Golovnin M. Yu., Oganesian G.R. External and internal factors of cross-border capital flows in Russia. *Mir novoi ekonomiki = The World of New Economy*. 2019;13(4):41–50. (In Russ.). DOI: 10.26794/2220–6469–2019–13–4–41–50

2. Bulatov A.S., ed. Russia in international capital flows in 2018 — early 2019: Analytical report. Moscow: MGIMO-University; 2019. 59 p. URL: https://mgimo.ru/upload/iblock/022/russia-v-mdk-2018-nach-2019.pdf (In Russ.).
3. Bozhechkova A.V., Knobel A. Yu., Trunin P.V. Balance of payments in 2019. *Ekonomicheskoe razvitie Rossii = Russian Economic Developments*. 2020;27(3):9–12. (In Russ.).
4. Bulatov A. Russia in international capital movement: Turn of tendencies. *Voprosy ekonomiki*. 2017;(5):148–158. (In Russ.). DOI: 10.32609/0042–8736–2017–5–148–158
5. Kheyfets B.A. De-offshorization of the Russian economy: Opportunities and limits. Moscow: RAS Institute of Economics; 2013. 63 p. URL: https://inecon.org/docs/Kheifets_2013.pdf (In Russ.).
6. Kheyfets B.A. Deoffshorization and anti-Russian sanctions. *Rossiiskii vneshneekonomicheskii vestnik = Russian Foreign Economic Journal*. 2018;(8):15–31. (In Russ.).
7. Monitoring of mutual investments in CIS countries 2017. St. Petersburg: EDB Centre for Integration Studies; 2017. 60 p. (Eurasian Development Bank. Report No. 45). URL: https://eabr.org/upload/iblock/6fa/EDB-Centre_2017_Report-45_MIM–CIS_RUS_2.pdf (In Russ.).
8. Golovnin M. Yu. New trends of Russia's participation in international capital movement. *Vestnik Instituta ekonomiki Rossiiskoi akademii nauk = Bulletin of the Institute of Economics of the Russian Academy of Sciences.* 2018;(6):9–23. (In Russ.). DOI: 10.24411/2073–6487–2018–00069
9. Bozhechkova A.V., Goryunov E.L., Sinelnikov-Murylev S.G., Trunin P.V. Capital controls: World experience and lessons for Russia. *Ekonomicheskaya politika = Economic Policy*. 2017;12(2):8–43. (In Russ.). DOI: 10.18288/1994–5124–2017–2–01
10. Erten B., Korinek A., Ocampo J.A. Managing capital flows to emerging markets. VoxEU. Aug. 11, 2020. URL: https://voxeu.org/article/managing-capital-flows-emerging-markets
11. Blundell-Wignall A., Roulet C. Macro-prudential policy, bank systemic risk and capital controls. *OECD Journal: Financial Market Trends*. 2013;(2):7–28. DOI: 10.1787/fmt-2013–5jzb2rhkhks4
12. Erten B., Ocampo J.A. Macroeconomic effects of capital account regulations. *IMF Economic Review*. 2017;65(2):193–240. DOI: 10.1057/s41308–016–0013–1
13. Zvonova E.A. Specifics of interrelations between the Russian and European financial markets. *Ekonomika. Nalogi. Pravo = Economics, Taxes & Law.* 2019;12(3):134–143. (In Russ.). DOI: 10.26794/1999–849X-2019–12–3–134–143
14. Kuznetsov A.V. Prospects of diversifying Russian direct investment abroad. Studies on Russian Economic Development. 2017;28(1):79–86. DOI: 10.1134/S 1075700717010075

ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРЕ / ABOUT THE AUTHOR

Михаил Юрьевич Головнин — доктор экономических наук, член-корреспондент РАН, первый заместитель директора по науке, Институт экономики Российской академии наук, Москва, Россия

Mikhail Yu. Golovnin — Dr. Sci. (Econ.), Corresponding Member of the Russian Academy of Sciences, First Deputy Director, Institute of Economics, Russian Academy of Sciences, Moscow, Russia

mgecon@mail.ru

Статья поступила в редакцию 27.10.2020; после рецензирования 10.11.2020; принята к публикации 13.11.2020. Автор прочитал и одобрил окончательный вариант рукописи.

The article was submitted on 27.10.2020; revised on 10.11.2020 and accepted for publication on 13.11.2020. The author read and approved the final version of the manuscript.