

DOI: 10.26794/2587-5671-2023-27-2-6-16

УДК 339.727.22(045)

JEL F31, F37

# Влияние обменного курса рубля на прямые иностранные инвестиции из ЕС в Россию в период 2014–2020 годов

Ю.К. Зайцев

Российская академия народного хозяйства и государственной службы, Москва, Россия

## АННОТАЦИЯ

Цель данного исследования – объяснить влияние колебаний курса российской валюты на приток ПИИ из Европейского союза в Российскую Федерацию в период 2014–2020 гг., чтобы предоставить практические рекомендации для разработки политики инвестирования и привлечения ПИИ. Автор использовал трехступенчатую методологию, включающую теоретический, статистический и эмпирический анализы. Определены теоретические положения влияния стоимости валюты на приток различных видов ПИИ в национальную экономику. Установлено, что повышение стоимости валюты положительно влияет на приток ПИИ и на отрасли, ориентированные на внутренний рынок страны. Ослабление реального обменного курса рубля в целом негативно сказалось на притоке ПИИ на российский рынок. С падением обменного курса иностранные фирмы, ориентированные на российский рынок, сократили свои инвестиции. В то же время экспортно ориентированные фирмы увеличили свое присутствие в виде инвестиций в основной капитал в России. Эмпирическое подтверждение теоретических положений позволяет использовать полученные результаты при принятии решений относительно инвестиционной политики и привлечения ПИИ в национальную экономику.

**Ключевые слова:** прямые иностранные инвестиции; Европейский союз; экономические санкции; обменный курс; Российская Федерация

**Для цитирования:** Зайцев Ю.К. Влияние обменного курса рубля на прямые иностранные инвестиции из ЕС в Россию в период 2014–2020 годов. *Финансы: теория и практика.* 2023;27(2):6-16. DOI: 10.26794/2587-5671-2023-27-2-6-16

## ORIGINAL PAPER

# The Impact of the Ruble Exchange Rate on Foreign Direct Investment from the EU to Russia in the Period 2014–2020

Yu.K. Zaitsev

Russian Academy of National Economy and Public Administration, Moscow, Russia

## ABSTRACT

The purpose of this study is to explain the impact of fluctuations in the exchange rate of the Russian currency on the inflow of FDI from the European Union to the Russian Federation in the period 2014–2020 in order to provide practical recommendations for the development of investment policy and FDI attraction. The author used a three-stage methodology, including theoretical, statistical and empirical analyses. The theoretical positions of the influence of the value of the currency on the inflow of various types of FDI into the national economy are determined. It has been established that the increase in the value of the currency has a positive effect on the inflow of FDI and on industries focused on the domestic market of the country. The weakening of the real exchange rate of the ruble generally had a negative impact on FDI inflows into the Russian market. With the fall in the exchange rate, foreign firms targeting the Russian market have reduced their investments. At the same time, export-oriented firms have increased their presence in the form of fixed investment in Russia. Empirical confirmation of theoretical provisions allows using the obtained results when making decisions regarding investment policy and attracting FDI to the national economy.

**Keywords:** foreign direct investments; European Union; economic sanctions; exchange rate; Russian Federation

**For citation:** Zaitsev Yu.K. The impact of the ruble exchange rate on foreign direct investment from the EU to Russia in the period 2014–2020. *Finance: Theory and Practice.* 2023;27(2):6-16. (In Russ.). DOI: 10.26794/2587-5671-2023-27-2-6-16

## ВВЕДЕНИЕ

Европейский союз (ЕС) на протяжении многих лет являлся одним из наиболее значимых инвестиционных партнеров Российской Федерации (РФ). Инвестиционное сотрудничество активизировалось с тех пор, как в 2007 г. ЕС расширился, а Российская Федерация и ЕС запустили двустороннее институциональное «Партнерство для модернизации» в 2010 г. Целью партнерства стало содействие в решении проблем модернизации экономики как РФ, так и ЕС и соответствующей адаптации всего комплекса отношений между ними с учетом существующих диалоговых механизмов отраслевого взаимодействия<sup>1</sup>.

Партнерство было поддержано Европейским банком реконструкции и развития (ЕБРР) и Европейским инвестиционным банком (ЕИБ) с портфельным финансированием проекта в размере более 600 млн евро<sup>2</sup>. Однако в 2014 г. ЕБРР и ЕИБ прекратили финансирование проекта в результате экономических и политических санкций.

Несмотря на взаимные санкции и падение объемов притока прямых иностранных инвестиций (ПИИ), страны ЕС вкладывают и сохраняют свои ПИИ в российскую экономику. Эту тенденцию можно объяснить многими институциональными характеристиками экономики РФ, в том числе ее высокой зависимостью от европейских технологий в рамках проектов ПИИ, а также длительным опытом инвестиционного сотрудничества. Однако большинство этих институциональных факторов имели долгосрочные последствия, которые часто не менялись в краткосрочной или даже среднесрочной перспективе. Поэтому инвесторы учитывали эти факторы (включая государственные институты и международные соглашения) при принятии долгосрочных решений.

В отличие от институциональных факторов, инфляция или обменные курсы могут влиять на потоки ПИИ в краткосрочной перспективе. Обменный курс является одним из важнейших экономических фак-

торов, которые могут повлиять на инвестиционные решения в зависимости от ожиданий иностранных инвесторов в краткосрочной перспективе [1]. Это также может объяснить колебания статистических данных во время взлетов и падений в экономических отношениях между ЕС и РФ в период 2010–2021 гг.

Целью данного исследования является объяснение влияния колебаний обменного курса российской валюты на приток ПИИ из ЕС в РФ в период 2014–2021 гг. с целью предоставления практических рекомендаций по политике инвестирования и привлечения ПИИ.

В методологии используется трехэтапный подход. Во-первых, будут проанализированы теории, характеризующие связь между ПИИ и валютными курсами, а также соответствующие эмпирические исследования. Это поможет определить ключевые стратегии ПИИ и мотивы для вывода капитала. Кроме того, обзор теоретической и эмпирической литературы помогает выявить методологии и данные, использованные для изучения ПИИ, для дальнейшего анализа примера из России.

Во-вторых, будет проведен статистический анализ ПИИ ЕС в РФ. Это поможет выявить основные характеристики ПИИ из ЕС и основные стратегии, используемые европейскими инвесторами на российском рынке.

В-третьих, исследование будет сосредоточено на выявлении того, подтверждают ли российские данные теоретические положения и согласуются ли они с эмпирическими выводами.

Основные методы исследования связаны с теоретическим подходом, статистическим анализом и анализом стилизованных фактов. Статистический анализ связан с визуальным анализом данных, расчетом средних значений. Период исследования включает 2014–2020 гг. 2021 г. не включен в исследование в связи с эффектом низкой базы 2020 г.

## ИНВЕСТИЦИОННОЕ СОТРУДНИЧЕСТВО ЕВРОПЕЙСКОГО СОЮЗА И РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ: СТАТИСТИЧЕСКИЕ ДАННЫЕ

Успех европейских компаний в РФ часто связывают с их опытом работы с середины 1990-х гг. В то время компании из ЕС инвестировали в российский рынок, благодаря профициту российского бюджета и положительному росту валового внутреннего продукта (ВВП), а также растущему спросу на передачу новых технологий, необходимых

<sup>1</sup> ЕС и Россия запускают новое партнерство для модернизации. Европейская комиссия (2010 г.). Брюссель, 1 июня 2010 г. URL: [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP\\_10\\_649](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_10_649) (дата обращения: 20.12.2021).

<sup>2</sup> Проекты в России не получают кредитов Европейского инвестиционного банка на миллиарды евро Deutsche Welle. 18.07.2014. URL: <http://www.dw.com/ru/%D0%BF%D1%80%D0%BE%D0%B5%D0%BA%D1%82%D1%8B-%D0%B2-%D1%80%D0%BE%D1%81%D1%81%D0%B8%D0%B8-%D0%BD%D0%B5-%D0%BF%D0%BE%D0%BB%D1%83%D1%87%D0%B0%D1%82-%D0%BA%D1%80%D0%B5%D0%B4%D0%B8%D1%82%D0%BE%D0%B2-%D0%B5%D0%B2%D1%80%D0%BE%D0%BF%D0%B5%D0%B9> (дата обращения: 20.12.2021).



Как уже упоминалось, на приток ПИИ в краткосрочной и долгосрочной перспективе влияют разные факторы. Это исследование в основном концентрируется на обменном курсе как факторе, влияющем на приток ПИИ в краткосрочной перспективе. Однако в рассматриваемый для данного исследования период можно выделить и другие положительные и отрицательные факторы.

К негативным факторам следует отнести санкции, введенные ЕС, а также российские контрсанкции. Особенно они затронули такие отрасли, как энергетика, ИКТ, банковское дело и оборона. Санкции ЕС в основном связаны с ограничением доступа на первичные и вторичные рынки капитала ЕС для некоторых российских банков, таких как Сбербанк, ВТБ, Газпромбанк, Внешэкономбанк и Россельхозбанк, а также для компаний, связанных с военно-промышленным комплексом. ЕС также запретил торговлю оружием с Российской Федерацией и экспорт товаров двойного назначения, которые могут быть использованы в военных целях, ограничив доступ России к европейским технологиям и услугам по добыче и разведке нефти. Российские экономические контрсанкции, введенные в августе 2014 г., связаны с эмбарго на сельскохозяйственную продукцию из стран, которые ввели односторонние ограничения против Российской Федерации, и ограничили государственные закупки товаров легкой промышленности у иностранных поставщиков [3]. Для большинства отраслей российской экономики санкции стали существенным барьером инвестиционного сотрудничества сторон.

## ОБЗОР ТЕОРИЙ ПРЯМЫХ ИНОСТРАННЫХ ИНВЕСТИЦИЙ И ЭМПИРИЧЕСКИЕ ВЫВОДЫ

Теории ПИИ в международной экономике приобрели чрезвычайно важное значение в 1960-х гг., когда роль потоков ПИИ возросла [4]. В современной литературе можно выделить три основных направления исследования ПИИ: ПИИ на микро- и макроуровнях и современные смешанные (эклектичные) теории, объединяющие разные подходы. В данной работе акцент поставлен на теориях макроуровня, учитывая, что они в основном объясняют экономическую связь между притоком ПИИ и колебаниями обменного курса.

Д. Кушман предложил динамическую модель ожиданий обменного курса [5]. Он показал, что ожи-

даемая девальвация валюты принимающей страны может положительно или отрицательно коррелировать с потоком ПИИ. Он разделил ПИИ на две группы: ориентированные на рынок (горизонтальные) и ориентированные на экспорт (вертикальные). Точно так же иностранных инвесторов можно разделить на фирмы, предоставляющие горизонтальные и вертикальные ПИИ. Горизонтальные ПИИ включают инвестиции, направленные компанией в иностранное предприятие аналогичного производственно-технологического типа. Таким образом, горизонтальные ПИИ ориентируются на внутренний рынок принимающей страны с целью снижения издержек, в том числе связанных с транспортными и торговыми барьерами (таможенно-тарифными и нетарифными ограничениями) [6].

Вертикальные (или ориентированные на ресурсы) ПИИ связаны с международными компаниями, которые участвуют в вертикально-интегрированном производственном процессе. Если компания приобретает или создает предприятие в иностранном государстве для обеспечения таких факторов производства, как сырье и рабочая сила, это обратные вертикальные ПИИ. Таким образом, вертикальные ПИИ связаны с экспортом товаров, используемых в производстве, из зарубежных филиалов транснациональных корпораций (ТНК), входящих в цепочку создания стоимости головной компании.

Д. Кушман показал, что существует отрицательная связь между ожидаемой девальвацией валюты в принимающей стране и ориентированными на рынок ПИИ в этой стране, а также положительная связь между ожидаемым обесцениванием валюты принимающей страны и ориентированными на экспорт ПИИ [7]. Д. Кушман, как и другие авторы [8], утверждал, что обесценивание валюты страны может замедлить приток горизонтальных ПИИ в эту страну, но способствовать притоку вертикальных ПИИ. Таким образом, разные виды инвестиций по-разному реагируют на колебания валютного курса.

Основные различия между вертикальными и горизонтальными ПИИ приведены в *таблице*.

Еще один способ провести различие между горизонтальными и вертикальными инвестициями — использовать отраслевой подход к анализу ПИИ. Н. Хергер и С. МакКорристон использовали стандартную отраслевую классификацию (SIC) для классификации вертикальных и горизонтальных ПИИ на основе анализа трансграничных приобретений (СВА) из базы данных Thomson Reuter SDC Platinum, которая охватывает все сделки по слияниям и поглощениям с 1990 по 2012 г. Авторы изучили, как фирмы связаны через цепочку поставок в отраслях,

%D1%80%D0%BE%D1%81%D1%81%D0%B8%D1%8E-%D0%BF%D1%80%D0%B5%D0%B2%D1%8B%D1%81%D0%B8%D0%BB%D0%B8-3-%D0%BC%D0%BB%D1%80%D0%B4-%D0%B5%D0%B2%D1%80%D0%BE/a-48341991 (дата обращения: 20.12.2021).

### Основные характеристики горизонтальных и вертикальных ПИИ / The Main Characteristics of Horizontal and Vertical FDI

Характеристики / Characteristics	Горизонтальные (ориентированные на рынок) ПИИ / Horizontal (market-oriented) FDI	ПИИ Вертикальные (ориентированные на ресурсы) ПИИ / Vertical (resource-oriented) FDI
Цели	– Выход на новые (зарубежные) рынки; – высокие транспортные расходы и торговые барьеры	Дешевые факторы производства
Основные мотивы	Как продавать продукцию на внешние рынки?	Как лучше минимизировать затраты?
Повышение курса национальной валюты	Положительная реакция	Отрицательная реакция
Снижение курса национальной валюты	Отрицательная реакция	Положительная реакция

Источник / Source: составлено автором на основе [9] / Compiled by the author based [9].

в которых они работают. Они обнаружили, что первичный сектор национальной экономики (который включает сельское хозяйство, горнодобывающую промышленность, рыболовство, лесное хозяйство и охоту) связан с вертикальными ПИИ, тогда как производство, транспорт, оптовые и розничные услуги связаны в основном с горизонтальными ПИИ.

#### ПРЯМЫЕ ИНОСТРАННЫЕ ИНВЕСТИЦИИ ИЗ ЕВРОПЕЙСКОГО СОЮЗА В РОССИЙСКУЮ ФЕДЕРАЦИЮ

Согласно рис. 2 данные по ПИИ и об индексе реального эффективного обменного курса (РЭОК) имеют положительную корреляцию. Российская валюта впервые обесценилась в 2014 г. в результате украинского кризиса и запуска политики свободно плавающего обменного курса ЦБ в ноябре 2014 г. В последующем году российская валюта продолжила девальвацию. Показатель РЭОК снизился на 16,5 п.п. В 2015 г. на курс российской валюты влияли два основных фактора: санкции и цена на нефть. Совокупный эффект широкого спектра экономических и политических санкций ЕС и США на обесценение рубля по отношению к доллару и евро составил около 8–15% от девальвации российской валюты [10]. Произошло резкое падение цен на нефть в ноябре 2014 г. (до 70 долл. за баррель) и декабре 2015 г. (до 38 долл. за баррель). Это падение привело к тому, что цена на конец года составила 53,45 долл. за баррель в 2014 г. и 37,13 долл. за баррель в 2015 г.

Как видно на рис. 2, девальвация рубля в рассматриваемый период совпала с резким падени-

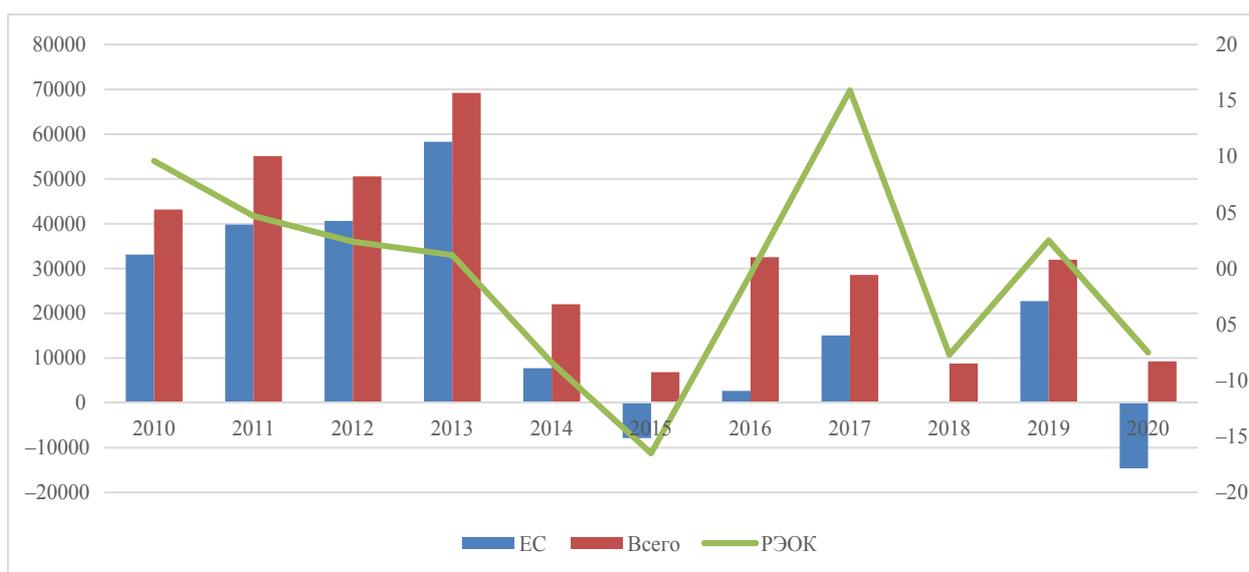
ем ПИИ. В результате санкций отток капитала из России превысил 20 млрд долл. (2014–2015 гг.), что составило 1,5% ВВП [11]. На перевод российского капитала в офшоры приходилось около 40% этого оттока [11].

С 2016 по 2019 г. приток ПИИ увеличился, за исключением внезапного сокращения ПИИ из ЕС в 2018 г. (до 214 млн долл.). Несколько факторов вызвали восстановление ПИИ в ЕС. Во-первых, инвесторы из ЕС запустили ряд системообразующих инвестиционных проектов в РФ. Так, немецкая компания Daimler начала строительство завода по производству легковых автомобилей Mercedes-Benz в индустриальном парке «Есипово». На тот момент Есипово с общим капиталом в 255 млн долл. было крупнейшим проектом западных компаний в РФ с момента введения санкций<sup>6</sup>. В 2019 г. крупнейшей сделкой в энергетическом секторе стала продажа российским «Новатэком» 10% акций проекта «Арктик СПГ-2» французской компании Total за 2,5 млрд долл.<sup>7</sup>

Во-вторых, в этот период некоторые предприятия аграрной и пищевой промышленности (ранее импортировавшие в РФ) локализовали свое производство в России из-за ее контрсанкций. Решение

<sup>6</sup> Daimler инвестирует более 250 миллионов евро в завод по производству легковых автомобилей мощностью 20000 единиц. 2017. URL: <https://www.vedomosti.ru/auto/articles/2017/02/22/678713-daimler-zavod> (дата обращения: 20.12.2021).

<sup>7</sup> Total вошел в Арктик СПГ-2. Коммерсант. 05.03.2020. URL: <https://www.kommersant.ru/doc/3903534> (дата обращения: 20.12.2021).



**Рис. 2 / Fig. 2. Приток ПИИ в Россию из ЕС и других стран мира (чистая позиция, млн долл.) и показатель РЭОК российской валюты (2010–2020 гг.) / Inward FDI to the Russian Federation from the EU and from the World (Net Position, in USD Million) and the REER of the Russian Currency (2010–2020)**

Источник / Source: составлено автором на основе данных ЦБ РФ / Compiled by the author based on CBR data (CBR, 2021a).

о локализации производства было связано с тем, что компании ЕС несут прямые убытки от российского эмбарго, оцениваемые в 2 млрд евро в год [12]. К примеру, французский продуктовый ритейлер Auchan открыл мясокомбинат в Тамбовской области в августе 2017 г.<sup>8</sup> Австрийский производитель хлебобулочных изделий Backaldrin Kornspitz открыл производство 13 октября 2017 г. в ОЭЗ «Ступино Квадрат»<sup>9</sup>. В 2017 г. французский производитель сыра Savencia Fromage & Dairy приобрел контрольный пакет акций российского молочного завода «Белебей», одного из крупнейших производителей сыра в РФ<sup>10</sup>. С 2015 по 2017 г. компании аграрного сектора увеличили объем своих ПИИ в РФ на 80%, до 26,78 млн долл. [3].

Положительный приток ПИИ в 2017 г. также можно объяснить некоторыми регуляторными инициативами по поддержке иностранных инвесторов, в том числе упрощением ввоза иностранного сырья для производства товаров в РФ и последующего

экспорта с освобождением от таможенных пошлин и НДС<sup>11</sup>.

Колебания ПИИ сопровождались аналогичными изменениями показателя РЭОК. В 2016–2017 гг. рубль восстановился в результате роста цен на нефть. Цены на нефть к концу года выросли на 44,76% (до 53,75 долл.) в 2016 г. и на 12,48% (до 60,46 долл.) в 2017 г. В 2018 г. цены на нефть снизились на 25,32% (на конец года) при соответствующем ослаблении рубля. Спрос на иностранную валюту в РФ увеличивался, а ее предложение сокращалось. Падение предложения иностранной валюты было связано со снижением притока ПИИ и доходов от нефти и газа. Однако спрос на импорт иностранной техники увеличивался из-за производственных планов российских производителей. Спрос на иностранную валюту увеличивался из-за высокой степени долларизации энергетического сектора и частного долга компаний, номинированного в долларах США [13].

## АНАЛИЗ

Как видно на рис. 2, динамика российских макроэкономических показателей соответствует теории, предполагающей наличие положительной связи между ПИИ и стоимостью национальной

<sup>8</sup> Ашан (2017). Ашан Россия запустил Центр распределения мяса в Тамбовской области. 01.08.2017. URL: <https://www.auchan.ru/ru/press/762> (дата обращения: 20.12.2021).

<sup>9</sup> Австрийская компания по производству хлебобулочных изделий открыла завод в Подмосковье. ТАСС, информационное агентство России. 13.10.2017. URL: <http://tass.ru/moskovskaya-oblast/4643972> (дата обращения: 20.12.2021).

<sup>10</sup> 10 европейских компаний, локализующих производство в России в этом году. 27.10.2017. URL: <https://www.rbth.com/business/326551-european-companies-localize-russia> (дата обращения: 20.12.2021).

<sup>11</sup> Правительство намерено улучшить экспортные условия для иностранных инвесторов. 31.10.2017. URL: <https://www.vedomosti.ru/economics/articles/2017/10/31/739940-pravitelstvo-uluchshit-usloviya-eksporta> (дата обращения: 20.12.2021).

валюты. Согласно этой теории обесценивание национальной валюты уменьшает объем горизонтальных ПИИ, тогда как вертикальные ПИИ положительно реагируют на снижение стоимости валюты [7]. Этот теоретический контраргумент создает необходимость анализа отраслевой структуры ПИИ в РФ с целью выявления вертикальных и горизонтальных ПИИ. На основе подхода SIC, определенного Н. Хергером и С. МакКорристоном, вертикальные и горизонтальные ПИИ можно классифицировать по ключевым секторам экономики страны.

Вертикальные ПИИ обычно связаны с отдельными стадиями производственного процесса в той или иной стране [14]. Поэтому к вертикальным ПИИ можно отнести добывающие отрасли, финансовые и страховые услуги и т.д. Горизонтальные ПИИ, напротив, связаны с полным производственным циклом [8]. Он касается оптовой и розничной торговли, строительства, ИКТ, недвижимости и т.д. Статистическая классификация ЦБ РФ согласована с NACE и SIC<sup>12</sup>. Согласно подходу Д. Хергера и Н. МакКорристана, горизонтальные ПИИ в России включают такие отрасли, как сельское хозяйство, лесное хозяйство, охота и рыболовство; строительство; оптовая и розничная торговля; гостиницы и общепит; ИКТ; недвижимость; научно-техническая деятельность; здоровье; и образование. Такие отрасли, как добыча полезных ископаемых, финансовая и страховая деятельность, транспортировка и хранение, могут рассматриваться как вертикальные инвестиции. Однако производственный сектор нельзя однозначно отнести как к вертикальным, так и к горизонтальным ПИИ, поскольку бизнес-стратегии производителей могут различаться.

В дальнейшем анализе теоретические предположения о вертикальных и горизонтальных ПИИ будут проверены на российских данных. Во-первых, будут обсуждаться горизонтальные ПИИ. Хергер и МакКорристон считают, что наибольшая часть горизонтальных сделок СВА приходится на производство продуктов питания, химических продуктов, машин и электрооборудования. Этот вывод облегчает предварительную оценку общего объема горизонтальных ПИИ ЕС в России, который превышает 197,6 млрд долл. (по состоянию на 1 января 2021 г.). Эта цифра составляет около 60% от общего объема

ПИИ ЕС в Россию. Общий объем горизонтальных ПИИ в России составляет в среднем 60% от общего объема ПИИ из ЕС в РФ (рис. 3)<sup>13</sup>. Однако горизонтальные ПИИ в ЕС сократились на 14,6% с 2014 по 2015 г. и на 24,6% с 2017 по 2018 г., когда РЭОК рубля упал до 16,5 пункта и до 7,7 пункта к концу соответствующего года.

Согласно теоретическим положениям объем горизонтальных ПИИ увеличивается с укреплением национальной валюты. Большинство эмпирических случаев, проанализированных автором, подтвердили это предположение [15]. Более того, в относительном выражении доля горизонтальных ПИИ в общем объеме ПИИ снизилась с 40,01 до 36,87% в период с 2014 по 2020 г.

Некоторые из описанных выше проектов ПИИ ЕС связаны с горизонтальными ПИИ. Российская химическая промышленность, пищевой и сельскохозяйственный сектор, транспортное машиностроение, за немногими исключениями, подтверждают теоретические соображения и эмпирические результаты.

В химической промышленности последствия санкций и общего экономического спада в России привели к резкому увеличению оттока ПИИ. Однако баланс притока и оттока ПИИ оставался положительным. Некоторые европейские химические компании (такие как Bayer и Bionorica) решили остаться на российском рынке и реализовать инвестиционные проекты в РФ [16].

В продовольственном и сельскохозяйственном секторах некоторые компании ЕС ушли с российского рынка, чтобы сосредоточиться на поставках продуктов питания в ЕС [17]. Однако введение контрсанкций увеличило приток ПИИ из ЕС в российский продовольственный и сельскохозяйственный секторы. Европейские продовольственные компании открыли новые производства и увеличили мощность своих заводов, уже работающих в различных регионах России<sup>14</sup>.

В транспортном машиностроении отток ПИИ ЕС из Российской Федерации в основном был вызван девальвацией рубля и снижением покупательной способности. Тем не менее крупнейшие европейские компании (такие как Daimler AG) продолжали

<sup>12</sup> ОК 029–2014 ОКВЭД, утвержденный приказом Росстандарта от 31.01.2014 № 14-ст (в редакции от 12.08.2021). URL: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_163320/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_163320/) (дата обращения: 20.12.2021).

<sup>13</sup> Расчеты авторов на основе данных СБР. Статистика внешнего сектора. Банк России. URL: [https://www.cbr.ru/eng/statistics/macro\\_itm/svs/](https://www.cbr.ru/eng/statistics/macro_itm/svs/) (дата обращения: 20.12.2021).

<sup>14</sup> European Parliament. Russia's and the EU's sanctions: economic and trade effects, compliance and the way forward. Directorate-general for external policies policy department, p. 57. 2017. URL: [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2017/603847/EXPO\\_STU\(2017\)603847\\_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2017/603847/EXPO_STU(2017)603847_EN.pdf) (дата обращения: 20.12.2021).

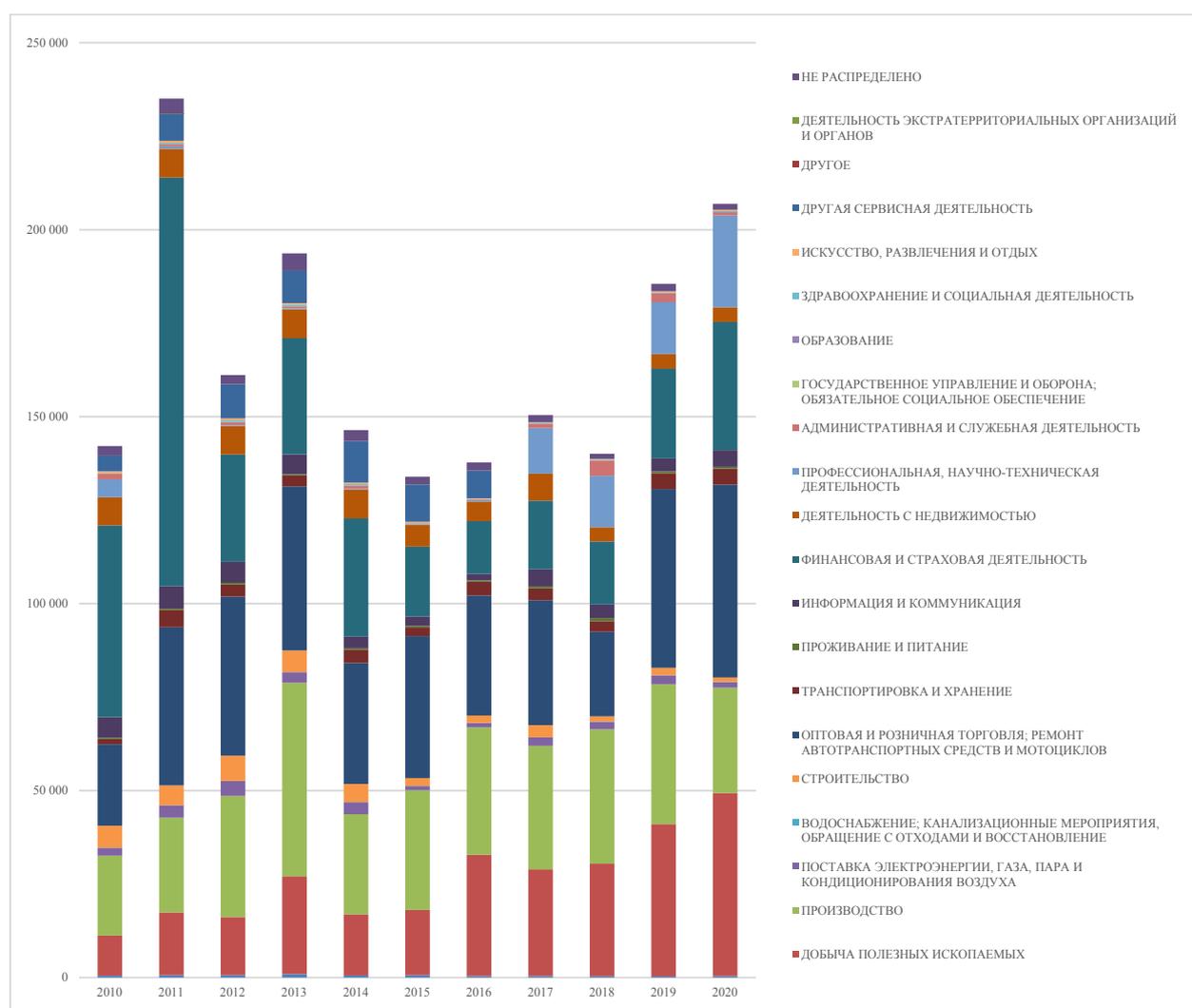


Рис. 3 / Fig. 3. Распределение входящих ПИИ по секторам экономики в России, млн долл. /  
Distribution of Incoming FDI by Economic Sector in the Russian Federation, USD Million

Источник / Source: составлено автором на основе данных ЦБ РФ / Compiled by the author based on CBR data (CBR, 2021). CBR (2021b). Nominal volume of federal loan bonds (OFZ) owned by non-residents and the share of non-residents in the market. URL: <https://cbr.ru/search/?Text=credit+statistics++ОФЗ&PageNum=0&Category=Any&Time=Any> (дата обращения: 01.01.2022) / (accessed on 01.01.2022).

наращивать производство в России и расширять продуктовую линейку<sup>15</sup>.

Вертикальные ПИИ составили значительную часть общего притока ПИИ в РФ, при этом доля горнодобывающей промышленности и разработки карьеров увеличилась с 11,2% в 2014 г. до 23,7% в 2020 г. по мере снижения курса рубля. Вертикальные ПИИ из ЕС выросли к концу 2020 г. до 180,2 млрд долл. со 146,25 млрд долл. в 2014 г. В относительном выражении доля вертикальных ПИИ

<sup>15</sup> Daimler начинает строительство завода в Московской области. Ведомости. 20.06.2017. URL: <http://www.vedomosti.ru/auto/galleries/2017/06/20/695254-daimler-nachal-zavod> (дата обращения: 20.12.2021).

в общем притоке ПИИ составила 52,7% в 2014 г. и 54,8% в 2020 г. Увеличение произошло, несмотря на то, что топливно-энергетический комплекс стал главной мишенью для санкций. В 2014 г. США и ЕС ограничили доступ крупнейших российских банков, нефтегазовых компаний к финансированию. Также была запрещена передача технологий и оборудования для нефтегазовых компаний, а также для топливно-энергетического комплекса Республики Крым. Далее санкции были распространены на транспортную отрасль и нефте- и газопроводы. В настоящее время западные компании не могут участвовать в проектах по освоению шельфовых месторождений или добыче трудноизвлекаемых сланцевых нефти и газа на территории России. Про-

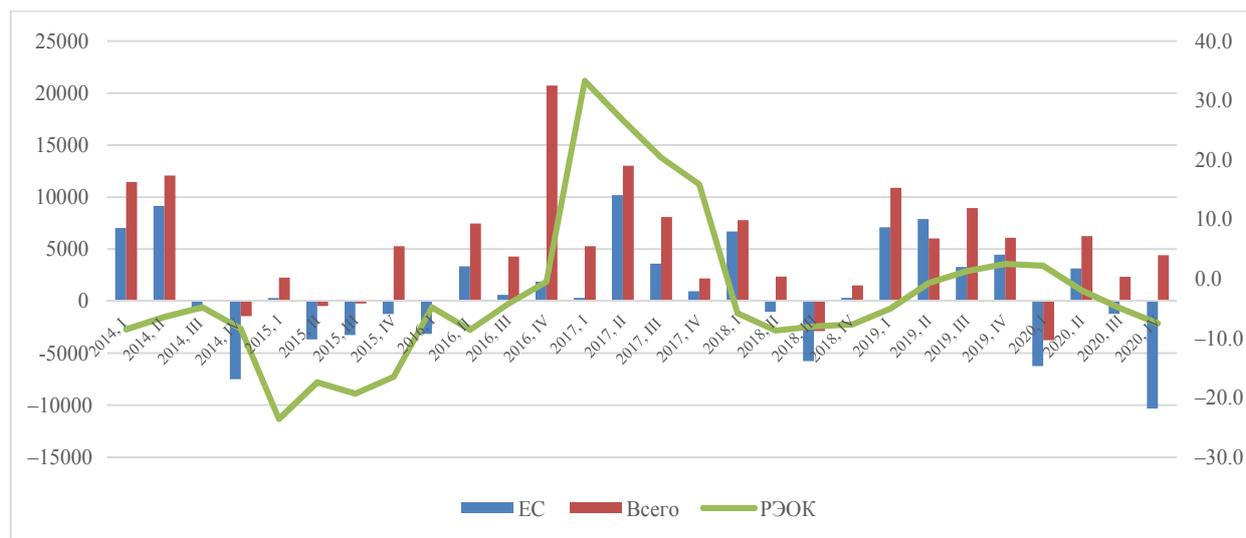


Рис. 4 / Fig. 4. ПИИ в РФ из ЕС и мира (нетто, в млн долл.) и РЭОК российской валюты (квартальные данные, 2014–2020 гг.) / FDI into the Russia Federation from the EU and the World (Net, in USD Million) and the REER of the Russian Currency (Quarterly Data, 2014–2020)

Источник / Source: составлено автором на основе данных ЦБ РФ / Compiled by the author based on CBR data.

даже сопутствующего оборудования и передача технологий также запрещены [18].

Увеличение вертикальных ПИИ при параллельной девальвации рубля также соответствует теоретическим положениям и эмпирическим данным [5]. Об этом свидетельствуют несколько примеров из финансового и энергетического секторов российской экономики.

Энергетическим компаниям, работающим в РФ, было сравнительно легче соблюдать новые санкционные правила и поддерживать ПИИ в существующие проекты.

В секторе финансовых и страховых услуг, несмотря на нисходящую динамику ПИИ из ЕС в РФ в первые годы действия санкций, в 2020 г. наблюдался небольшой рост и постепенное восстановление. Остаток ПИИ из ЕС составил 16,6% от общего объема притока ПИИ в 2020 г. по сравнению с 10,3% в 2014 г. Также наблюдался рост доли нерезидентов на рынке облигаций федерального займа (ОФЗ) России, несмотря на запрет на продажу и покупку облигаций, акций и других финансовых инструментов российских государственных банков гражданам и компаниям ЕС.

Другая эмпирическая связь между ПИИ и волатильностью валюты может быть также подтверждена российскими данными. Отрицательная связь между волатильностью обменного курса и ПИИ, установленная К. Шмидтом и У. Бреллом, была очевидна для российской экономики за период 2014–2017 гг. (рис. 4). В 2018 г. обменный курс российской валюты стал более стабильным, а 2019 г. продемонстрировал

устойчивый приток ПИИ с долей ЕС, превышающей 70% от общего объема<sup>16</sup>.

Экономические санкции, введенные в 2014 г., заставили большинство иностранных инвесторов пересмотреть свои инвестиционные стратегии. Большинство компаний, работающих на российском рынке, присоединились к тренду импортозамещения и локализации, что было официально поддержано правительством России [19]. Однако на практике фирмы из ЕС вели себя по-разному. Таким образом, рассмотренная выше динамическая модель с классификацией фирм как ориентированных на внутренний рынок (горизонтальные ПИИ), так и на экспорт продукции из принимающей страны (вертикальные ПИИ), позволяет подразделить иностранные фирмы на две категории в зависимости от их реакции на колебания обменного курса.

С падением обменного курса иностранные фирмы, ориентированные на российский рынок, сократили свои инвестиции, а экспортоориентированные фирмы увеличили свое присутствие в виде инвестиций в основной капитал в России. Тем не менее некоторые случаи также демонстрируют отклонения от теоретических и эмпирических положений. Эти отклонения могут быть объяснены стратегиями локализации компаний ЕС в результате российского эмбарго на продукты питания и сельскохозяйственную

<sup>16</sup> Расчеты автора на основе ЦБ РФ (2021). Статистика внешнего сектора. Банк России. URL: [https://www.cbr.ru/eng/statistics/macro\\_itm/svs/](https://www.cbr.ru/eng/statistics/macro_itm/svs/) (дата обращения: 20.12.2021).

продукцию и повышением импортных цен в результате девальвации рубля.

### ВЫВОДЫ

В исследовании рассматривался вопрос: может ли динамика обменного курса российской валюты объяснить приток ПИИ из ЕС в Россию?

Основной теоретический вывод заключается в том, что повышение курса валюты оказывает положительное влияние на приток ПИИ. В то же время чем более экспортоориентирована отрасль, тем менее привлекательной она становится для иностранных инвестиций при повышении курса валюты.

Но рост стоимости валюты положительно влияет на отрасли, ориентированные на внутренний рынок.

Теоретические положения были подкреплены обзором эмпирических данных, а также эмпирическими данными из РФ. Во-первых, ослабление реального курса рубля в целом негативно сказалось на притоке ПИИ на российский рынок. Во-вторых, снижение курса рубля положительно сказалось на экспортно ориентированных ПИИ в России. Инвесторы из ЕС, предоставляющие вертикальные ПИИ, получили бы меньшую выгоду от более сильной национальной валюты из-за снижения конкурентоспособности.

### БЛАГОДАРНОСТИ

Статья подготовлена по результатам исследований, выполненных за счет бюджетных средств по государственному заданию РАНХиГС. Российская академия народного хозяйства и государственной службы, Москва, Россия.

### ACKNOWLEDGEMENTS

The article is based on the results of budgetary-supported research according to the state task carried out by the RANEP. Russian Academy of National Economy and Public Administration, Moscow, Russia.

### СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ / REFERENCES

1. Chakrabarti R., Scholnick B. Exchange rate expectations and foreign direct investment flows. *Weltwirtschaftliches Archiv*. 2002;138(1):1–21. DOI: 10.1007/BF02707321
2. Кадочников П. Перспективы участия России в глобальных и региональных интеграционных процессах. М.: Дело; 2020. 392 с.  
Kadochnikov P. Prospects for Russia's participation in global and regional integration processes. Moscow: Delo; 2020. 392 p. (In Russ.).
3. Кнобель А.Ю., Багдасарян К.М., Лощенкова А.Н., Прока К.А. Санкции: всерьез и надолго. М.: Дело; 2019. 80 с. (Серия: Научные отчеты: экономика. Вып. 19/20).  
Knobel' A. Yu., Bagdasaryan K. M., Loshchenkova A. N., Proka K. A. Sanctions: Seriously and for a long time. Moscow: Delo; 2019. 80 p. (In Russ.).
4. Dunning J.H. The distinctive nature of multinational enterprise. In: Dunning J.H., ed. *Economic analysis and multinational enterprise*. London: Routledge; 1974:13–30.
5. Cushman D. O. Real exchange rate risk, expectations, and the level of direct investment. *The Review of Economics and Statistics*. 1985;67(2):297–308. 1985. DOI: 10.2307/1924729
6. Protsenko A. Vertical and horizontal foreign direct investments in transition countries. Inaugural-Dissertation zur Erlangung des Grades Doctor oecologiae. München: Ludwig-Maximilians-Universität; 2003. 169 p. URL: <https://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.633.1092&rep=rep1&type=pdf> (accessed on 23.12.2021).
7. Chen K.-M., Rau H.-H., Lin C.-C. The impact of exchange rate movements on foreign direct investment: Market-oriented versus cost-oriented. *The Developing Economies*. 2006;44(3):269–287. DOI: 10.1111/j.1746-1049.2006.00017.x
8. Aizenman J., Marion N. The merits of horizontal versus vertical FDI in the presence of uncertainty. *Journal of International Economics*. 2004;62(1):125–148. DOI: 10.1016/j.jinteco.2003.08.003
9. Гуржиева К.О. Классификация прямых иностранных инвестиций по способам ведения международной хозяйственной деятельности. *Политематический сетевой электронный научный журнал Кубанского государственного аграрного университета*. 2013;(88):39–55.  
Gurzhiyeva K. O. Classification of foreign direct investments depending on ways of doing international business. *Politematicheskii setevoi elektronnyi nauchnyi zhurnal Kubanskogo gosudarstvennogo agrarnogo universiteta = Scientific Journal of KubSAU*. 2013;(88):39–55. (In Russ.).

10. Майоров Д. Эксперты оценили, как санкции влияют на курс рубля. РИА Новости. 05.02.2021. URL: <https://ria.ru/20210205/sanktsii-1596107561.html> (дата обращения: 23.12.2021).  
Maiorov D. Experts assessed how the sanctions affect the ruble exchange rate. RIA Novosti. Feb. 05, 2021. URL: <https://ria.ru/20210205/sanktsii-1596107561.html> (accessed on 23.12.2021). (In Russ.).
11. Gurvich E., Prilepskiy I. The impact of financial sanctions on the Russian economy. *Russian Journal of Economics*. 2015;1(4):359–385. DOI: 10.1016/j.ruje.2016.02.002
12. Кузнецов А.В., ред. Оптимизация российских внешних инвестиционных связей в условиях улучшения отношений с ЭС. М.: ИМЭМО РАН; 2016. 120 с. URL: [https://www.imemo.ru/files/File/ru/publ/2016/2016\\_043.pdf](https://www.imemo.ru/files/File/ru/publ/2016/2016_043.pdf)  
Kuznetsov A.V., ed. Optimization of Russian external investment ties in the context of deteriorating relations with the EU. Moscow: IMEMO RAS; 2016. 120p. URL: [https://www.imemo.ru/files/File/ru/publ/2016/2016\\_043.pdf](https://www.imemo.ru/files/File/ru/publ/2016/2016_043.pdf) (In Russ.).
13. Domínguez-Jiménez M., Poitiers N.F. An analysis of EU FDI inflow into Russia. *Russian Journal of Economics*. 2020;6(2):144–161. DOI: 10.32609/j.ruje.6.55880
14. Черкасова В.А., Черкасова Е.С. Роль вертикальной интеграции в деятельности российских производителей. *Финансовый менеджмент*. 2011;(1):62–71.  
Cherkasova V.A, Cherkasova E.S. The role of vertical integration in the activity of Russian manufacturers. *Finansovyi menedzhment = Financial management*. 2011;(1):62–71. (In Russ.).
15. Schmidt C.W., Broll U. Real exchange-rate uncertainty and US foreign direct investment: An empirical analysis. *Review of World Economics*. 2009;145(3):513–530. DOI: 10.1007/s10290–009–0024–3
16. Lin P., Saggi K. Foreign direct investment in a two-tier oligopoly: Coordination, vertical integration, and welfare. *International Economic Review*. 2011;52(4):1271–1290. DOI: 10.1111/j.1468–2354.2011.00667.x
17. Fritz O., Christen E., Sinabell F., Hinz J. Russia’s and the EU’s sanctions: Economic and trade effects, compliance and the way Forward. Wien: Austrian Institute of Economic Research; 2017. 59 p. URL: [https://www.wifo.ac.at/jart/prj3/wifo/resources/person\\_dokument/person\\_dokument.jart?publikationsid=60669&mimetype=application/pdf](https://www.wifo.ac.at/jart/prj3/wifo/resources/person_dokument/person_dokument.jart?publikationsid=60669&mimetype=application/pdf) (accessed on 20.12.2021).
18. Ткачев И. «Нефтяные санкции» США жестче, чем у Евросоюза. РБК. 05.08.2014. URL: <https://www.rbc.ru/newspaper/2014/08/05/56be09339a7947299f72cbb6> (дата обращения: 23.12.2021).  
Tkachev I. US “oil sanctions” are tougher than those of the European Union. RBC. Aug. 05, 2014. URL: <https://www.rbc.ru/newspaper/2014/08/05/56be09339a7947299f72cbb6> (accessed on 23.12.2021). (In Russ.).
19. Тимошенко В. Политика импортозамещения в России: от слов к делу. Гарант.Ру. 09.06.2015. URL: <https://www.garant.ru/article/630000/> (дата обращения: 23.12.2021).  
Timoshenko V. Import substitution policy in Russia: From words to deeds. Garant.ru. Jun. 09, 2015. URL: <https://www.garant.ru/article/630000/> (accessed on 23.12.2021). (In Russ.).

## ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРЕ / ABOUT THE AUTHOR



**Юрий Константинович Зайцев** — кандидат экономических наук, доцент, старший научный сотрудник, Российская академия народного хозяйства и государственной службы, Москва, Россия

**Yury K. Zaytsev** — Cand. Sci. (Econ.), Senior Researcher, Russian Academy of National Economy and Public Administration, Moscow, Russia

<http://orcid.org/0000-0003-2458-7419>  
zaitsevyk@ranepa.ru

*Конфликт интересов: автор заявляет об отсутствии конфликта интересов.*

*Conflicts of Interest Statement: The author has no conflicts of interest to declare.*

*Статья поступила в редакцию 29.03.2022; после рецензирования 15.04.2022; принята к публикации 27.01.2023.*

*Автор прочитал и одобрил окончательный вариант рукописи.*

*The article was submitted on 29.03.2022; revised on 15.04.2022 and accepted for publication on 27.01.2023.*

*The author read and approved the final version of the manuscript.*