

## Анализ состава и тенденций международных инвестиционных потоков в России за 2005 – 2013 гг.

Интеграция мировых финансовых рынков, связанная с интернационализацией хозяйственной деятельности, с усилением роли транснациональных корпораций и банков, с географическим расширением процессов региональной интеграции, привела к сближению национальных экономик в финансовой сфере – финансовой глобализации. За последние 40 лет ряд тенденций в мировой экономике привели к большей интегрированности рынков капитала и к увеличению масштабов трансграничных потоков капитала. Развитие технологий привело к снижению транзакционных издержек ведения дел на финансовых рынках, а также ускорило процесс обмена информацией, что позволило отслеживать динамику нескольких финансовых рынков одновременно, находящихся в разных уголках земного шара, и, помимо прочего, не могло не привести к появлению возможности спекулятивных игр на разнице курсов ценных бумаг<sup>1</sup>.

Также одной из важных предпосылок стала либерализация. С 70-х годов как в развитых, так и в развивающихся странах начались процессы либерализации финансовой деятельности, продолжением которой стала либерализация международного движения капитала. Нефтяные шоки в 1970-х годах позволили нефтеэкспортирующим странам сформировать значительные финансовые ресурсы, которые были направлены в крупные финансовые центры (Великобритания, США), что привело к расширению международного кредитования развивающихся стран.<sup>2</sup>

Открыв свои границы для трансграничного движения капитала, развивающиеся страны также стали участвовать

*И.Э. Богатова*

УДК 339.7 : 330.322  
ББК 65.268  
Б-732

<sup>1</sup> Schmitt-Grohe S., Uribe M. International Macroeconomics// Mimeo. Spring 2011 (draft). URL: <http://www.sfu.ca/~kkasa/text-book.pdf> ( дата обращения: 10.06.2013)

<sup>2</sup> Шерстнев М.А. Международное движение капитала в странах с переходной экономикой: основные тенденции и проблемы// Деньги и кредит.- 2012.- № 10.-с.59-63



в процессах либерализации<sup>3</sup>. Эта тенденция стала проявляться в начале 1990-х годов. Пик увеличения всех потоков (прямые, портфельные, прочие) пришелся на 2006-2007 гг. Суммарные объемы этих потоков капитала<sup>4</sup> с 1990 по 2007 выросли в 20 раз.

Что же касается России, то после либерализации в 1990-х г. экономика открылась для мировых рынков и стала во многом зависимой от поведения внешних факторов, связанных с функционированием мировой экономики. Открытость экономики для финансовых рынков показывает и уровень валовых среднегодовых объемов трансграничных операций с капиталом<sup>5</sup>, который вырос почти в два раза в начале 2000-х по сравнению с 1992 годом, а в пиковый 2008 год вырос в 7 раз по сравнению 2000-ми.

Рассмотрим основные функциональные категории трансграничного движения, регистрируемые в платежном балансе России. Трансграничные потоки капитала делятся на прямые инвестиции, портфельные и прочие инвестиции<sup>6</sup>. При этом, если проанализировать долевое соотношение видов потоков капитала, то можно выделить прочие инвестиции, которые в 2000-ые годы занимают более половины от всех потоков капитала, надо отметить, что до 1998 года прочие инвестиции занимали около 90% от всех объема всех трансграничных потоков. Что объяснимо, ведь несмотря на либерализацию потоков капитала, в стране не был развит финансовый рынок, а весь объем трансграничных операций приходился на займы от международных организаций, надо также отметить, что после 2000-х займы были предоставлены в основном коммерческими компаниями. На втором месте идут портфельные инвестиции, и лишь небольшую долю занимают прямые инвестиции, что связано с низкой ликвидностью активов и большим сроком оборачиваемости.

В общем, в период с 2005 года по 2013 год по финансовому счету Россия является страной – чистым кредитором, т.е. увеличение иностранных активов превышает принятие обязательств. С точки зрения теории это вполне обосновано, так

---

<sup>3</sup> Gokarn S. and Singh B. External factors and monetary policy: Indian evidence// BIS Papers. The influence of external factors on monetary policy frameworks and operations. 2011. № 57. с.189-201. URL: <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap57.htm> ( дата обращения: 15.11.2013)

<sup>4</sup> Сумма Private financial flows net, Direct investment net, Private portfolio flows net, Other private financial flows net, Official flows net, Change in reserves ( значения по модулю)

<sup>5</sup> Показатель рассчитывался как сумма потоков за границу и в Россию (прямые инвестиции), активов и обязательств (портфельные и прочие инвестиции) без учета знака операции.

<sup>6</sup> Методология составления платежного баланса составляется и утверждается Международным валютным фондом и прописана в Руководстве по платежному балансу. С 1993 года все страны следовали Руководству по платежному балансу 5-го издания, а с 2012 года перешли на Руководство по платежному балансу и международной инвестиционной позиции 6-го издания.

как на протяжении всего статистически анализируемого периода, Россия устойчиво имела профицит счета текущих операций.

### 1. Прямые инвестиции.

В прямых инвестициях в платежном балансе России регистрируются операции по участию в капитале и паях/акциях, а также в долговых инструментах. Операции по участию в капитале и в паях/акциях в свою очередь делятся на инвестиции прямого инвестора в капитал предприятия прямого инвестирования и в паи/акции инвестиционных фондов, инвестиции предприятия прямого инвестирования в капитал прямого инвестора и в паи/акции инвестиционных фондов (обратное инвестирование), инвестиции между сестринскими предприятиями, реинвестирование доходов. На те же статьи, за исключением реинвестированных доходов, делятся и операции с долговыми инструментами.

График 1<sup>7</sup>



В период с 2005 года по 2008 год регистрировался постоянный рост прямых инвестиций. В целом 2005 год характеризовался положительной динамикой привлечения иностранных прямых инвестиций. Чему поспособствовали не только высокие цены на нефть и газ в этот период, но привлекательность российской экономики за счет готовности компаний к принятию иностранных инвестиций, роста российского рынка и макроэкономической стабильности.<sup>8</sup> 2006 год в целом характеризовался так же устойчивым ростом прямых инвестиций, чему способствовала

<sup>7</sup> Центральный банк РФ. Статистика внешнего сектора. URL: <http://www.cbr.ru/statistics/?PrtId=svs> ( дата обращения: 10.04.2014)

<sup>8</sup> Самсонов С. Удвоение иностранных инвесторов//Газета.ru. 2006. URL: [http://www.gazeta.ru/2006/01/23/oa\\_185735.shtml](http://www.gazeta.ru/2006/01/23/oa_185735.shtml) ( дата обращения: 03.01.2014)



и либерализация финансовых рынков, а так же создание специальных инструментов и особых экономических зон, способствующих привлечению иностранных инвесторов. Более того, диверсифицировалась и структура инвестиционных потоков, от вложений в газовые и нефтяные отрасли инвесторы переключились на другие сферы, такие как промышленность, строительство и т.д.<sup>9</sup> В квартальном разрезе пик притока капитала по линии прямых инвестиций пришелся на I квартал 2007 года, когда объем принятых обязательств равнялся 12 млрд долл. США, это объясняется значительно возросшим интересом иностранных инвесторов к российскому рынку, в частности после снятия валютных ограничений, что облегчило проведение сделок по приобретению иностранными компаниями российских. Наиболее привлекательными для вложений были компании по ТЭК (27% прямых иностранных инвестиций), финансы (23% ПИИ) и компании энергетического сектора (15% ПИИ). Возросшие темпы иностранных вложений обеспечили в 2007 году выход России на 3 место среди развивающихся стран по объемам прямых иностранных инвестиций<sup>10</sup>.

Объем прямых инвестиций к концу 2008 года существенно сократился по сравнению с началом периода, хотя в отличие от других видов трансграничного капитала, кризисный период, IV квартал 2008 года, не выделялся выраженным оттоком капитала.

В период с 2009 по середину 2012 года чистое значение прямых инвестиций характеризуется в основном отрицательным значением. Динамика поведения прямых инвестиций в 2010- 2012 годах обуславливалась внутренними факторами, а так же достаточно сильно зависела от развития событий в Европе в связи с кризисом. Отток капитала был обусловлен происходящими на европейском рынке событиями. Во II квартале 2012 произошел отток средств, в размере 7,48 млрд долл. США, что в основном объяснялось ухудшением состояния Нидерланд, так как эта страна является вторым по величине партнером в трансграничном движении капитала после Кипра. А III и IV кварталы 2012 года снова оказали в положительном диапазоне.

А вот в I квартале 2013 года произошел резкий отток капитала в размере 25,58 млрд долл. США. Такой отток был существенным, особенно притом, что за весь анализируемый период максимальный отток составлял 9,11 млрд долл. Такой отток в начале 2013 года был обусловлен существенным приростом в иностранных активах за счет увеличения инвестиций, обеспечивающих участие в капитале иностранных компаний, частными инвесторами. Стоит отметить, что в два раза вырос и объем принятых перед нерезидентами обязательств, так объем привлеченных

---

<sup>9</sup> Панина Т. Стабфонд не священная корова. Евгений Примаков об инвестициях и нефтедолларах// Российская газета. 2006. URL: <http://www.rg.ru/2006/05/30/primakov.html> ( дата обращения 03.01.2014)

<sup>10</sup> Кувшинова О. Кашин В., Шпигель М. Россия догоняет Китай// Banki.ru. 2008. URL: <http://www.banki.ru/news/daytheme/?id=450068> ( дата обращения: 03.01.2014)

средств составил 39,36 млрд долл., из которых 27,27 млрд долл. были привлечены в качестве средств, обеспечивающих участие в капитале, а 12,09 в виде средств, полученных под залог долговых финансовых инструментов. В целом, несмотря на значительное увеличение принятых обязательств, эти средства не смогли покрыть резкого увеличения приобретенных иностранных активов, что и обусловило чистый отток средств по линии прямых инвестиций. Стоит отметить, что в I квартале 2013 года были достигнуты максимумы значений по всем статьям. Так же стоит отметить, что увеличение трансграничной активности было связано и с увеличением уровня позитивных сигналов об экономике России.

Такой резкий скачок в увеличении активов объясняется совершенной операцией по увеличению активов за счет продажи Alfa Petroleum Holdings Limited и OGIP Ventures Ltd 50% ТНК-ВР от лица консорциума ААР, что вывело Виргинские острова, которые и так были одними из первых на Американском континенте по объемам привлеченных инвестиций из России на лидирующую позицию.<sup>11</sup> В марте 2013 была окончательно закрыта сделка по приобретению «Роснефтью» ТНК-ВР за 16,65 млрд долл.<sup>12</sup>

В качестве же примера по масштабному принятию обязательств, дающего положительный сигнал на рынки, можно выделить договоренность о сотрудничестве РФПИ с департаментов финансов Абу-Даби о привлечении 5 млрд долл. в российскую инфраструктуру<sup>13</sup>.

При этом стоит отметить, что на протяжении всего анализируемого периода с 2005 года по начало 2013 года, несмотря на колебания чистого значения прямых инвестиций, экономика России испытывала перманентный приток капитала через прием обязательств перед нерезидентами.

### **2. Портфельные инвестиции.**

По сравнению с прямыми инвестициями, портфельные характеризуются большей скоростью оборачиваемости и являются более подверженными внешним шокам, таким как резкая остановка и разворот потоков капитала. С точки зрения волатильности портфельные и прямые инвестиции практически идентичны, стандартное

---

<sup>11</sup> Интерфакс. Росстат: Прямые иностранные инвестиции в Россию в январе — сентябре выросли на 51,6%//Ведомости. 2013. URL: <http://www.vedomosti.ru/finance/news/19103721/rosstat-pryamye-inostrannye-investicii-v-rossiyu-v-yanvare#ixzz2oVJtFEHx> (дата обращения: 12.01.2014)

<sup>12</sup> «Роснефть» закрыла сделку по покупке ТНК-ВР//РБК daily.2013. URL: <http://rbcdaily.ru/industry/562949986331092> ( дата обращения: 02.03.2014)

<sup>13</sup> Прямые иностранные инвестиции в РФ за полгода выросли втрое// РИА Новости. 2013. URL: <http://ria.ru/economy/20131002/967285701.html#ixzz2oVKMyBgO> (дата обращения: 12.01.2014)



отклонение этих двух видов инвестиций в период до кризиса было на уровне 5,6-5,7 млрд долл., а после кризиса волатильность портфельных практически не изменилась, а вот прямых увеличилась до 7,2 млрд долл.

Портфельные инвестиции включают в себя все трансграничные операции по купле/продаже ценных бумаг менее 10% капитала. При этом портфельные инвестиции обладают высоким уровнем обращаемости, что позволяет владельцам активов быстро вывести из инструментов необходимые средства<sup>14</sup>. Данный факт также обуславливает подверженность портфельных инвестиций различным шокам. Именно за счет быстроты операций с ценными бумагами, классифицируемыми как портфельные инвестиции, операции по линии портфельных инвестиций причисляют в основном к операциям с краткосрочным спекулятивным капиталом.

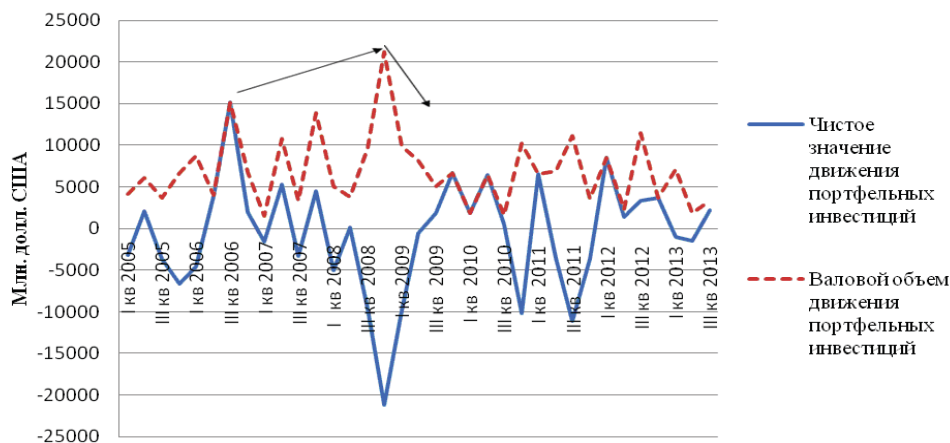
Наибольший удельный вес в активах портфельных инвестиций принадлежит операциям с долговыми ценными бумагами, поэтому их динамика в основном определяет поведение портфельных инвестиций. Эта динамика характеризуется сильными колебаниями, особенно заметными в 2006 г. С конца 2006 г. по начало 2008 г. увеличилась активность по покупке акций за рубежом. Иная картина наблюдается при анализе поведения портфельных инвестиций по статье «чистое принятие обязательств». Их динамика в большей степени определяется объемом операций, как по приобретению долговых ценных бумаг, так и по приобретению бумаг, обеспечивающих доленое участие в капитале. Таким образом, уязвимым местом для российской экономики стал приток капитала через покупку акций нерезидентами. Активность, связанная с покупкой российских акций иностранными агентами, особенно увеличилась в 2005 – начале 2006 гг. Во время кризиса из этих активов начался массовый вывод средств.

Российские экономические агенты, в отличие от нерезидентов, в большей степени отдают предпочтение иностранным долговым бумагам и в меньшей степени – акциям. Такое распределение интереса возможно связано с более низким уровнем риска на иностранных рынках, что снижает привлекательность акций, в силу более низкой, по сравнению с Россией, доходностью, поэтому российские агенты с большей вероятностью предпочитают гарантированную отдачу от вложенных средств. Напротив, иностранные агенты активно покупают акции российских компаний и в меньшей степени – долговые ценные бумаги, что обусловлено, вероятнее всего, большей отдачей от вложенных средств, хотя после кризиса ситуация несколько изменилась.

---

<sup>14</sup> Руководство по платежному балансу и международной инвестиционной позиции// Вашингтон, округ Колумбия: Международный валютный фонд.-2012.

Динамика валовых и чистых портфельных инвестиций



Как видно из графика, динамики валовых<sup>16</sup> и чистых трансграничных потоков портфельных инвестиций, этот вид инвестиций подвержен достаточно сильными колебаниями. С точки зрения валовой трансграничной активности экономических агентов, несмотря на сильные колебания, можно выделить период нагревания экономики с 2006 года по 2008 год (в то время как период увеличения активности с прямыми инвестициями начался в 2005 году), с последующим спадом в IV квартале 2008 года (выделено графически черными стрелками). В целом 2006 и 2007 года характеризовались положительным сальдо трансграничного движение портфельных инвестиций. Наиболее значимым событием периода можно считать масштабный приток портфельных инвестиций в III квартале 2006 года, когда приток составил 15,2 млрд долл. против 3,9 млрд долл. в прошлом периоде. Такой приток капитала был обусловлен значительными заимствованиями средств по линии принятия обязательств, которые составили 10,5 млрд долл. США, из которых 8,1 млрд долл. пришелся на привлечение средств нефинансовыми организациями за счет покупки ценных бумаг, обеспечивающих участие в капитале, а 2,5 млрд долл. были привлечены в основном за счет долгосрочных ценных бумаг органами государственного управления и прочими секторами.

<sup>15</sup> Центральный банк РФ. Статистика внешнего сектора. URL: <http://www.cbr.ru/statistics/?PrId=svs> ( дата обращения: 10.04.2014)

<sup>16</sup> Рассчитано как сумма операций по приобретению активов и принятию обязательств без учета знака операций.



Так же выделяется II квартал 2007 года, когда так же был зарегистрирован массовый приток инвестиций, значительный объем средств был привлечен банками за счет ценных бумаг, обеспечивающих участие в капитале, и составил 6,3 млрд долл. США. Надо отметить, что это максимум привлеченных банками средств за весь рассматриваемый период с 2005 по 2013 года. Данная статистика по притоку капитала имеет свое объяснение. В этот период произошел значительный приток капитала за счет публичного размещения акций ВТБ и Сбербанка, что дало прирост в объемах привлеченных обязательств банковского сектора, и размещение на аукционах активов ЮКОСа, что так же дало приток средств по линии принятых обязательств частным сектором<sup>17</sup>.

В кризисный период (III квартал 2008 года по II квартал 2009 года) наблюдается массовый отток средств в связи с финансовым кризисом. Пик оттока пришелся на IV квартал 2008 года, когда отток средств составил 21,18 млрд долл. США против оттока в 9,6 млрд долл. в прошлом квартале. Отток произошел в основном по линии принятых обязательств, т.е. иностранные средства, которые были инвестированы в ценные бумаги РФ, были выведены за рубеж в связи с кризисом ликвидности стран-инвесторов. Так, объем погашенных обязательств составил 16,17 млрд долл. Средства были выведены как из ценных бумаг, обеспечивающих участие в капитале, так и из долговых ценных бумаг. В совокупности с продолжающейся покупкой активов, в основном долгосрочных долевых ценных бумаг банками, отток капитала оказался существенным, что сказалось и на динамике фондового индекса РТС (график № 3), в IV квартале 2008 года и I квартале 2009 зафиксировано максимальное падение индекса, так в IV квартале 2008 падение индекса составило 57% по сравнению с III кварталом 2008 года, а во II квартале 2009 по сравнению с III кварталом 2008 года 63%.

Активную роль в оттоке капитала и последующем падении индекса сыграли агенты-нерезиденты, доля которых на рынке в первой половине 2008 года составляла 39,7%<sup>18</sup>. Во время кризиса активность иностранных инвесторов снизилась. К III кварталу 2008 года их доля на рынке акций Фондовой биржи ММВБ сократилась до 38,8% , а в IV квартале 2008 года доля операций с нерезидентами снизилась до 24,4 %<sup>19</sup>.

---

<sup>17</sup> Кунгуров С. Россия бьет рекорды по притоку капитала// Newsinfo.Национальная информационная группа. 2007. URL: <http://www.newsinfo.ru/articles/2007-06-07/item/536115/> (дата обращения: 15.01.2014)

<sup>18</sup> Гейнц Д., Турчановский Д. Кризис на фондовом рынке – взгляд изнутри// РЦБ. РФ.2009. URL: <http://www.rcb.ru/bo/2009-02/22707/> (дата обращения: 15.01.2014)

<sup>19</sup> Мишина В.Ю., Москалев С.В., Федоренко И.Б. Влияние кризиса на объемы, структуру и тенденции развития валютного рынка// Деньги и кредит., 2009, №4, сс. 12-24.



Динамика фондового индекса РТС (2005-2013)



В посткризисный период ситуация с трансграничным движением портфельных инвестиций начала выправляться, хотя отток капитала регистрировался еще в 2009-2011 годах. Наибольший отток средств за этот период произошел в 2011 году, отток составил 11,8 млрд долл. против 1,5 млрд долл. в 2010 году, притом в основном за счет увеличения активов. Такая посткризисная ситуация с оттоком капитала по линии портфельных инвестиций объяснялась активностью банков, которые стремились разместить свою излишнюю ликвидность в активы в виде акций и облигаций, не менее активным в данном случае был и частный сектор. Более того, достаточно крупная часть средств зарегистрированных в платежном балансе как рост активов, была покупкой облигаций и акций российских компаний, зарегистрированных за рубежом. Превышение активов над принимаемыми обязательствами также свидетельствует об увеличении активности российских игроков на рынке по сравнению с иностранными игроками. Подешевевшие иностранные активы после кризиса так же обусловили активное наращивание активов российских игроков<sup>21</sup>. Все это вместе привело к увеличению оттока капитала в период с конца 2010 года – 2011 года.

<sup>20</sup> Финам.ру. Инвестиционная компания. Статистика. URL: <http://www.finam.ru/analysis/profile0005F00007/> ( дата обращения: 10.01.2014)

<sup>21</sup> Юдаева К. Основные причины оттока капитала из России//Сбербанк. Центр макроэкономических исследований. 2012. URL: [http://www.sbrf.ru/common/img/uploaded/files/pdf/press\\_center/ottok\\_kapitala\\_iz\\_rossii.pdf](http://www.sbrf.ru/common/img/uploaded/files/pdf/press_center/ottok_kapitala_iz_rossii.pdf) (дата обращения:10.03.2014)



В 2012 году зарегистрирован приток капитала по линии портфельных инвестиций, а первые два квартала 2013 года отмечены оттоком капитала, в третьем же был зарегистрирован уже приток капитала.

### **3. Прочие инвестиции.**

Как уже было сказано выше, статья «прочие инвестиции» является самой крупной в финансовом счете российского платежного баланса и представляет наибольший интерес с точки зрения анализа, так как включает те инструменты, которые наряду с портфельными инвестициями, но в силу большего объема сильнее способствуют уязвимости экономики перед внешними факторами. Так же прочие инвестиции являются и наиболее волатильными, в докризисный период уровень стандартного отклонения равнялся 20,8 млрд долл., а после кризиса (без учета IV квартала 2008 года) 13 млрд долл. С точки зрения функциональных категорий, прочие инвестиции представляют собой остаточные трансграничные инвестиции, которые не относятся ни к прямым инвестициям, ни к портфельным, ни к операциям с финансовыми производными. При этом являются достаточно емкой категорией. Отличие таких займов от прочих видов предоставления финансирования в том, что взамен кредитор не получает ценную бумагу с возможностью ее дальнейшего обращения на рынке.

Есть универсальные составляющие прочих инвестиций, но состав прочих инвестиций может варьироваться от страны к стране. В России в статье прочих инвестиций регистрируются операции, связанные с прочим участием в капитале, наличная валюта и депозиты, ссуды и займы, страховые пенсионные программы и программы стандартных гарантий, торговые кредиты и авансы, прочая дебиторская и кредиторская задолженность, специальные права заимствования, а также статья, учитывающая сомнительные операции, учитывающие операции, имеющие признаки фиктивности, к таким фиктивным операциям могут относиться операции по покупке или продаже ценных бумаг, торговые операции, а также операции по предоставлению кредитов и переводов средств на собственные зарубежные счета с целью трансграничного перемещения денег.

Интересным представляется анализ долевого соотношения видов прочих инвестиций в валовом значении трансграничного движения прочих инвестиций<sup>22</sup>.

Наибольший вес в период с 2005 по 2013 года имеют трансграничные операции с текущими счетами и депозитами и с ссудами и займами. При этом в разные периоды доминировал либо один, либо другой вид операций. В совокупности на эти две статьи за весь период приходилось от 40% до 85%, в среднем за период 63%.

Интересным представляется тот факт, что третьим по доле видом операции идут сомнительные операции, которые за период колебались от 6% до 33%, в среднем

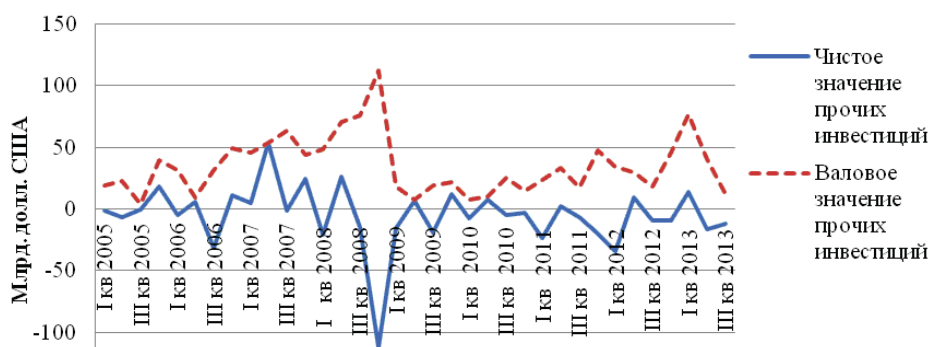
---

<sup>22</sup> Долевое соотношение рассчитывалось как процентное отношение суммы модальных значений активных и пассивных операций по видам к общей сумме модальных значений видов прочих инвестиций.

за период 18%. При этом максимальное значение было достигнуто в IV квартале 2010 года, и оставалось достаточно высоким (около 25%) вплоть до начала 2013 года.

График 4<sup>23</sup>

### Динамика валовых и чистых прочих инвестиций



В целом, если проанализировать динамику чистых значений, то в период с 2005 года по III квартал 2008 года характеризовался разнонаправленной динамикой. В 2005 и 2007 годах наблюдался приток инвестиций, а в 2006 году чистый отток. 2007 году, что было характерно и для прямых инвестиций, зарегистрирован максимальный приток капитала по линии прочих инвестиций (для портфельных инвестиций максимальный приток был зарегистрирован в 2006 году). При этом объем пришедших инвестиций по линии прочих инвестиций был максимальным среди всех видов трансграничного движения капитала.

Отдельного и детального рассмотрения заслуживает период IV квартала 2008 года, именно в этот период начался финансовый кризис, ознаменовавшийся резкой остановкой, а затем и последующим разворотом приходящего в экономику иностранного капитала, что сказалось в сжатии рынка ликвидности в этот период. Самый значительный отток капитала из страны в 2008 г. произошел именно по статье прочих инвестиций. Так, объем средств, вывезенных в 2008 г. по этой линии, составил 112 млрд долл.

Основной отток шел по линии наличной иностранной валюты, предоставленных ссуд и займов, а также через краткосрочные и долгосрочные депозиты и счета

<sup>23</sup> Центральный банк РФ. Статистика внешнего сектора. URL: <http://www.cbr.ru/statistics/?PrId=svs> ( дата обращения: 10.04.2014)



за рубежом. Изъятие иностранного капитала с депозитов и из обращения наличной иностранной валюты по линии активных операций составило 50,56 млрд долл., при этом в большей степени за счет сокращения наличной иностранной валюты. Из банковской системы было выведено за счет покупки иностранных краткосрочных активов 19,93 млрд долл. США, при этом по линии межбанковских операций 15,98 млрд долл. США.

Но если трансграничная активность, связанная с покупкой иностранных активов просто в несколько раз увеличилась, не поменяв при этом знака операций, то иным образом обстоит картина с активностью по линии обязательств. Если до этого анализируемый период характеризовался чистым принятием обязательств от нерезидентов, то с IV квартала 2008 года начался период погашения обязательств, а значит и вывод ликвидности из экономики. В данном квартале объем средств, выведенных по линии обязательств, составил 28,3 млрд долл., из которых – 24,72 млрд долл. по линии текущих счетов и депозитов. И опять средства были выведены за счет погашения обязательств по привлечению иностранного капитала только по линии банковского сектора, из них 17,56 млрд долл. пришлось на краткосрочные обязательства и лишь 0,72 млрд долл. на долгосрочные. При этом на межбанковские операции по принятию/погашению обязательств пришлось 18,17 млрд долл. Таким образом оказалось, что за счет трансграничных операций с иностранным капиталом и наличием нерезидентов в банковском секторе, в кризис банковский сектор испытал кризис ликвидности, что и сказалось на экономике страны в целом. Такому кризисному положению банковского сектора способствовала сложившаяся структура банковских заимствований. В основном, иностранный капитал привлекали банки, являющиеся дочерними организациями иностранных банков, или банки со значительной долей иностранного участия. Основной источник капитализации дочерних банков – капитал материнского банка. Поэтому такие банки на российском рынке характеризуются низким уровнем формирования пассивов банка за счет привлечения депозитов. Дочерние банки через свои материнские банки имели возможность привлекать капитал на мировых финансовых рынках<sup>24</sup>. Из-за разницы процентных ставок кредиты, выдаваемые такими банками на рынке межбанковского российского кредитования, были дешевле по сравнению со средними показателями по рынку, поэтому российские банки активно привлекали кредиты у иностранных банков, размещая полученные средства на российском рынке под более высокие процентные ставки. Кредитная задолженность и обязательства по процентам покрывались за счет привлечения новых займов<sup>25</sup>.

---

<sup>24</sup> Абалкина А.А. Банки с иностранными инвестициями в России: реакция на финансовый кризис // Финансы и кредит, 2010, №28, с.25

<sup>25</sup> Цветков В.А. Причины, развитие и последствия экономического кризиса для России // Международная экономика, 2010, №3, с.5-6

Резкий отток капитала в 2008 г. объяснялся, в том числе, и возникновением временного несовпадения, лага, обусловленного одновременно покупкой активов за рубежом и значительным погашением обязательств. В IV квартале 2008 г. одновременно с ростом активов, выразившемся в оттоке средств на счета в банках-нерезидентах, притоке наличной иностранной валюты и увеличении выдаваемых ссуд и займов, резко сократились и обязательства, в основном за счет погашения внешней задолженности и вывода средств нерезидентов со счетов в банках. Поэтому выводимые активы не покрывались приходящими в страну средствами, так, если раньше увеличение активов компенсировалось увеличением обязательств, или как минимум на рост активов на 2-2,5 долл. сопровождался ростом обязательств на 1 долл., то в IV квартале 2008 г., получилось, что на 3 долл. роста активов пришлось снижение обязательств на 1 долл. В результате и образовалась «дыра» в финансовом счете. И хотя в начале 2009 г. для компенсации потерь, связанных с кризисом, активы, выведенные за рубеж, начали возвращаться, это не компенсировало потерь.

В посткризисный период чистое значение прочих инвестиций было отрицательным. Выделяется период с конца 2010 года- первая половина 2011 года. Посткризисный период ознаменовался невозможностью рефинансирования своих внешних обязательств, поэтому российские заемщики стали предпочитать внутренние займы внешним. Но в силу того, что многие крупные заемщики зарегистрированы за рубежом, часть таких кредитов банков регистрировалась как увеличение активов за счет кредитов нерезидентам и считалась оттоком капитала. Поэтому произошел значительный прирост в активах банков по статьям «наличная валюта и депозиты» и «ссуды и займы». Увеличение активов банков также шло за счет перевода излишней ликвидности на депозиты. По мнению аналитиков Сбербанка,<sup>26</sup> основной из причин такого оттока капитала в этот период можно считать нестерилизованное использование монетарными властями в конце 2010 года средств Резервного фонда для финансирования дефицита государственного бюджета, последствиями чего стало наращивание излишней ликвидности банковской системы, а также изменение процентного дифференциала, за счет того, что процентные ставки в рублях после проведения валютного свопа стали ниже, чем более высокие из-за роста степени риска ставки привлечения капитала на западных рынках, что сделало для российских заемщиков, зарегистрированных за границей и имеющих доступ к внешнему кредитованию, внутреннее кредитование дешевле<sup>27</sup>.

<sup>26</sup> Юдаева К. Основные причины оттока капитала из России//Сбербанк. Центр макроэкономических исследований. 2012. URL: [http://www.sbrf.ru/common/img/uploaded/files/pdf/press\\_center/ottok\\_kapitala\\_iz\\_rossii.pdf](http://www.sbrf.ru/common/img/uploaded/files/pdf/press_center/ottok_kapitala_iz_rossii.pdf) (дата обращения: 10.03.2014)

<sup>27</sup> Юдаева К. Основные причины оттока капитала из России//Сбербанк. Центр макроэкономических исследований. 2012. URL: [http://www.sbrf.ru/common/img/uploaded/files/pdf/press\\_center/ottok\\_kapitala\\_iz\\_rossii.pdf](http://www.sbrf.ru/common/img/uploaded/files/pdf/press_center/ottok_kapitala_iz_rossii.pdf) (дата обращения: 10.03.2014)



В конце 2011 года – начале 2012 произошло существенное увеличение активов за счет увеличения объемов открытых за рубежом счетов, предоставленных торговых кредитов, ссуд и займов. Так же стоит отметить увеличение интереса к иностранным активам со стороны резидентов в конце 2012 – начале 2013 годов, такая активность объясняется увеличением объемов предоставленных ссуд и займов нерезидентам в 2012 году и увеличением объемов открытых иностранных счетов, в том числе и депозитных счетов, в начале 2013 года. Особенно выделяется начало 2013 года, когда объем привлеченных средств по линии обязательств вырос за счет резкого увеличения объемов привлеченных ссуд и займов. А вот во второй половине года был зарегистрирован чистый отток капитала, и произошло это в основном за счет снижения объемов привлекаемых средств по линии обязательств и последующего разворота потоков капитала по статье обязательств.

### ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Надувание финансового пузыря в России началось в 2006 году, в основном под действием снятия ограничений на трансграничные операции с капиталом, что привело к большей интегрированности финансовых рынков России в мировые рынки и взрывному росту международных потоков капитала, что сделало экономику России уязвимой к внешним воздействиям.

В кризис 2008 года разворот потоков капитала сыграл существенную роль в развитии кризиса в России. Так, массовый отток капитала способствовал сокращению ликвидности в российской экономике. Отток капитала по линии портфельных инвестиций привел к обвалу фондовых рынков России, причиной чего в основном послужила высокая доля нерезидентов на рынке, а наиболее значимым ударом был отток средств в размере 112 млрд долл. по линии прочих инвестиций. Основной отток был по линии наличной иностранной валюты, предоставленных ссуд и займов и через краткосрочные и долгосрочные депозиты и счета за рубежом. Увеличение активов по данным статьям составило 50, 56 млрд долл., достаточно большая доля которых приходится на операции банковского сектора, в частности на межбанковские операции. Что объясняется системой сложившихся взаимоотношений между материнскими банками и их дочерними точками. Произошло выведение иностранного капитала за счет увеличения иностранных активов в материнских банках. Одновременно с увеличением активов произошло и погашение обязательств в размере 28,3 млрд долл., в основном по линии текущих счетов и депозитов.

При анализе трансграничной активности с капиталом можно так же выделить период улучшения экономической ситуации после кризиса и нарастания операций, достигшего пика в конце 2012 – 2013 годов. Во второй половине 2013 года произошел перелом в тенденции движения капитала, вызванный помимо внешних факторов, мощным воздействием внутренних факторов, связанных с замедлением экономического роста России.

### БИБЛИОГРАФИЯ:

- 1) Абалкина А.А. Банки с иностранными инвестициями в России: реакция на финансовый кризис // Финансы и кредит.- 2010.- №28.- с.22-29 (Abalkina A.A. Banki s inostrannymi investicijami v Rossii: reakcija na finansovyj krizis // Finansy i kredit.- 2010.- №28.- с.22-29)
- 2) Гейнц Д., Турчановский Д. Кризис на фондовом рынке – взгляд изнутри// РЦБ. РФ.2009. URL: <http://www.rcb.ru/bo/2009-02/22707/> (дата обращения: 15.01.2014) (Gejnc D., Turchanovskij D. Krizis na fondovom rynke – vzgljad iznutri// RCB.RF.2009.)
- 3) Интерфакс. Росстат: Прямые иностранные инвестиции в Россию в январе — сентябре выросли на 51,6%//Ведомости. 2013. URL: <http://www.vedomosti.ru/finance/news/19103721/rosstat-pryamye-inostrannye-investicii-v-rossiyu-v-yanvare#ixzz2oVJtFENx> (дата обращения: 12.01.2014) (Interfaks. Rosstat: Prjamye inostrannye investicii v Rossiju v janvare — sentjabre vyrosli na 51,6%//Vedomosti. 2013)
- 4) Кувшинова О., Кашин В., Шпигель М. Россия догоняет Китай// Banki.ru. 2008. URL: <http://www.banki.ru/news/daytheme/?id=450068> ( дата обращения: 03.01.2014) (Kuvshinova O., Kashin V., Shpigel' M. Rossiya dogonjaet Kitaj// Banki.ru. 2008)
- 5) Кунгуров С. Россия бьет рекорды по притоку капитала// Newsinfo.Национальная информационная группа. 2007. URL: <http://www.newsinfo.ru/articles/2007-06-07/item/536115/> (дата обращения: 15.01.2014) (Kungurov S. Rossiya b'et rekordy po pritoku kapitala// Newsinfo. Nacional'naja informacionnaja grupa. 2007)
- 6) Мишина В.Ю., Москалев С.В., Федоренко И.Б. Влияние кризиса на объемы, структуру и тенденции развития валютного рынка// Деньги и кредит.-2009.- №4-с.12-24 (Mishina V.Ju., Moskalev S.V., Fedorenko I.B. Vlijanie krizisa na ob'emny, strukturu i tendencii razvitija valjutnogo gynka// Den'gi i kredit.-2009.- №4-с.12-24)
- 7) Панина Т. Стабфонд не священная корова. Евгений Примаков об инвестициях и нефтедолларах// Российская газета. 2006. URL: <http://www.rg.ru/2006/05/30/primakov.html> (дата обращения 03.01.2014) (Panina T. Stabfond ne svjashhennaja korova. Evgenij Primakov ob investicijah i neftedollarah// Rossijskaja gazeta. 2006)
- 8) Прямые иностранные инвестиции в РФ за полгода выросли втрое// РИА Новости. 2013. URL: <http://ria.ru/economy/20131002/967285701.html#ixzz2oVKMyBgO> (дата обращения: 12.01.2014) (Prjamye inostrannye investicii v RF za polgoda vyrosli vtroe// RIA Novosti. 2013)
- 9) РБК. «Роснефть» закрыла сделку по покупке ТНК-ВР//РБК daily.2013. URL: <http://rbcdaily.ru/industry/562949986331092> (дата обращения: 02.03.2014) (RBK. «Rosneft'» zakryla sdelku po pokupke TNK-VR//RBK daily.2013)
- 10) Руководство по платежному балансу и международной инвестиционной позиции// Вашингтон, округ Колумбия: Международный валютный фонд.-2012 (Rukovodstvo po platezhnomu balansu i mezhdunarodnoj investicionnoj pozicii// Vashington, okrug Kolumbija: Mezhdunarodnyj valjutnyj fond.-2012).
- 11) Самсонов С. Удвоение иностранных инвесторов//Газета.ru. 2006. URL: [http://www.gazeta.ru/2006/01/23/oa\\_185735.shtml](http://www.gazeta.ru/2006/01/23/oa_185735.shtml) (дата обращения: 03.01.2014) (Samsonov S. Udvoenie inostrannyh investorov//Gazeta.ru. 2006)



12) Цветков В.А. Причины, развитие и последствия экономического кризиса для России // Международная экономика, 2010, №3, с.5-12 (Cvetkov V.A. Prichiny, razvitie i posledstviya jekonomicheskogo krizisa dlja Rossii // Mezhdunarodnaja jekonomika. -2010.- №3.-с.5-12)

13) Шерстнев М.А. Международное движение капитала в странах с переходной экономикой: основные тенденции и проблемы// Деньги и кредит.- 2012.- № 10. - с.59-63 (Sherstnev M.A. Mezhdunarodnoe dvizhenie kapitala v stranah s perehodnoj jekonomikoj: osnovnyye tendencii i problemy// Den'gi i kredit.- 2012.- № 10. - s.59-63)

14) Юдаева К. Основные причины оттока капитала из России//Сбербанк. Центр макроэкономических исследований. 2012.-11 с. URL: [http://www.sbrf.ru/common/img/uploaded/files/pdf/press\\_center/ottok\\_kapitala\\_iz\\_rossii.pdf](http://www.sbrf.ru/common/img/uploaded/files/pdf/press_center/ottok_kapitala_iz_rossii.pdf) (дата обращения:10.03.2014) (Judaeva K. Osnovnyye prichiny ottoka kapitala iz Rossii//Sberbank. Centr makrojekonomicheskikh issledovanij. 2012.-11 с.)

15) Schmitt-Grohe S., Uribe M. International Macroeconomics//Mimeo. Spring 2011 (draft). URL: <http://www.sfu.ca/~kkasa/textbook.pdf> ( дата обращения: 10.06.2013)

16) Subir Gokarn and Bhupal Singh. External factors and monetary policy: Indian evidence// BIS Papers. The influence of external factors on monetary policy frameworks and operations. 2011. № 57. с.189-201. URL: <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap57.htm> (дата обращения: 15.11.2013)

17) Центральный Банк РФ. Статистика внешнего сектора. URL: <http://www.cbr.ru> (Central'nyj Bank RF. Statistika vneshnego sektora)

