



Функционирование спекулятивного капитала в мировой экономике

А.Н. Зеленюк

Принятые в большинстве промышленно развитых стран программы преодоления последствий финансово-экономического кризиса доказали свою относительную успешность. Однако во многих публикациях вновь стал обсуждаться вопрос о роли спекулятивного капитала, быстро перемещающегося из страны в страну, в развитии кризисных явлений. Огромные потоки спекулятивного капитала пересекают границы в краткие периоды времени, осложняя проведение экономической политики и выявляя неэффективность принимаемых мер в отдельных сегментах мировой экономики.

Понятие спекуляции, определяющее понятие «спекулятивный капитал» неоднозначно. В различные периоды развития финансовых рынков в это понятие вкладывались различные значения, отражающие специфику адекватно отвечающего им состояния экономики. Однако некоторые общие для всех этих определений черты, составляющие внутреннюю, постоянную, независимую от общественной среды сущность спекуляции, возможно выявить при анализе исторической эволюции данного понятия.

Так, в работе О. Штиллиха «Биржа и ее деятельность», одном из старейших изданий, посвященных биржам и операциям на них, приводится следующее понятие спекуляции: «...Слово “speculari” значит зорко смотреть вокруг. Она заглядывает во все страны, смотрит, где недостаток товара и где товара излишек... При всяком исследовании биржевой спекуляции должно различать два вида спекуляции: имеющую расчет и не имеющую его. Последняя основана на пари и игре, т. е. на стремлении к барышу без обдуманности, без расчета, без умственного труда, причем удача или неудача зависят только от случая...» Однако в

качестве объекта данного исследования наибольший интерес представляет другой вид спекуляции: «...Разумная же спекуляция опирается на экономические соображения... это тот умственный труд, который из опыта прошлого и наблюдения настоящего умозаключает о будущем и на основании такого заключения предпринимает хозяйственное дело, чтобы извлечь из него имущественные выгоды».¹

Современное научное определение спекуляции звучит более сжато и определено: «...купля-продажа реальных или финансовых активов с целью получения прибыли от изменения цен».² Объединяя вышеприведенные понятия, спекуляцию возможно определить как последовательность операций на финансовом рынке, имеющую своей целью извлечение прибыли из разницы в ценах и основанную на вероятностной оценке ценовой динамики. Следовательно, в роли спекулянтов могут выступать компании, корпорации, финансовые институты или частные лица, оперирующие на рынках с неустойчивой ценовой конъюнктурой и занимающиеся куплей-продажей товаров, ценных бумаг или валюты в спекулятивных целях, т. е. в расчете на получение прибыли от изменения цен.

О масштабах потоков спекулятивного капитала свидетельствуют следующие данные: за весь 2009 г. чистый отток капитала в США составил 279,3 млрд долл., тогда как за предыдущий год был зафиксирован приток капитала в 664,8 млрд долл.³ Чистый приток капитала в США только в декабре 2009 г. составил 60,9 млрд долл., увеличившись вдвое по сравнению с предыдущим месяцем.

Надо отметить, что Россия достаточно активно проводила финансовые операции в разгар кризиса. По итогам декабря 2009 г. Россия



сократила объем своих инвестиций в американские казначейские бумаги (treasuries) примерно на 10 млрд долл. - с 128,1 млрд долл. до 118,5 млрд долл., однако прочно удерживает 8-е место среди крупнейших держателей. Лидером же этой своеобразной игры по итогам декабря 2009 г. стала Япония, в резервах которой находились казначейские бумаги на сумму почти 769 млрд долл. Занимавший в течение долгих месяцев первое место Китай сократил свое участие в казначейских бумагах США (treasuries) очень резко - с 789,6 млрд долл. до 755,4 млрд долл.

В декабре 2009 г. после обнародования планов новой американской администрации по преодолению кризиса чистый объем покупок иностранцами долгосрочных американских ценных бумаг составил 82,2 млрд долл. (в ноябре 2009 г. этот показатель равнялся 128,9 млрд долл.). Продажи иностранцами американских краткосрочных ценных бумаг и других денежных обязательств составили 67,7 млрд долл. (месяцем ранее была зафиксирована продажа на 26,7 млрд долл.), а приток капитала, образовавшийся от разницы принадлежащих американским и иностранным банкам денежных обязательств, по итогам декабря 2009 г. составил 77,7 млрд долл. (месяцем ранее был зафиксирован отток на уровне 56,7 млрд долл.).

Таким образом, совершенно отчетливо видно, что огромные объемы капиталов продолжают играть значительную роль в экономике крупнейших стран. Рынок невозможен без денег и денежного обращения. Последнее представляет собой движение денег, опосредующее оборот товаров и услуг. Денежное обращение обслуживает куплю-продажу товаров и услуг, а также движение финансового рынка. В США 3/5 платежного оборота приходится на финансовые операции.⁴

Надо отметить, что в ведущих странах накопились огромные резервы свободных денежных средств, которые инвестируются моментально и также быстро изымаются. По данным опубликованного в сентябре 2007 г. доклада МВФ, объем официальных валютных резервов в мире достиг 5600 млрд долл. К этой сумме следует добавить активы, управляемые так называемыми суверенными (государственными) фондами (sovereign wealth funds), которые в основном финансируются за счет официальных валютных резервов. Эти активы оце-

ниваются в 1900-2900 млрд долл., в том числе агентством Morgan Stanley в 2830 млрд долл. Наиболее крупные из суверенных фондов созданы и действуют в азиатских странах: фонд ADIA (875 млрд долл.) в ОАЭ, фонд GIC (330 млрд) в Сингапуре, фонд RFFG (250 млрд) в Кувейте и т.д. По прогнозам Morgan Stanley, к 2015 г. активы суверенных фондов возрастут до 12 трлн долл., т.е. будут равны общей стоимости акций предприятий, котирующихся сегодня на биржах Парижа, Лондона, Франкфурта, Милана, Мадрида, Брюсселя и Лиссабона.

В последнее время суверенные фонды активно наращивают зарубежные инвестиции, приобретая акции и другие активы в промышленно развитых странах (ППС). В сентябре 2007 г. катарский фонд QIA объявил о приобретении 20% акций Лондонской биржи, а государственный холдинг Bourse Doubai - о приобретении 19,9% капитала американской биржи НАСДАК. Среди других значительных приобретений, осуществленных в 2007 г., можно назвать покупку дубайским фондом Istithmar за 942,3 млрд долл. сети крупных магазинов Barneys в Нью-Йорке. В июле 2007 г. китайский банк China Development Bank вместе с сингапурским фондом Temasek приняли участие в размере 13 млрд евро в капитале английского банка Barclays.

Экспансия суверенных фондов вызвала острую реакцию официальных кругов на Западе, усилив протекционистские тенденции. Президент США Дж. Буш призвал изучить последствия участия Bourse Doubai в капитале американской биржи НАСДАК с точки зрения его влияния на национальную безопасность. 10 сентября 2007 г. французский президент Н. Саркози и канцлер Германии А. Меркель заявили о том, что Европейский союз должен уделять особое внимание тем областям, где конкуренция искажается из-за действий суверенных фондов. А. Меркель при этом отметила, что Германия намерена создать государственный фонд для того, чтобы противостоять враждебным захватам немецких предприятий и банков. Во Франции Орган по регулированию финансовых рынков (Autorite des marches financiers) имеет право запросить у иностранного инвестора, намерен ли он осуществить публичное предложение на приобретение акций французской компании. В случае отсутствия ответа на этот вопрос такая операция будет запрещена в течение шести месяцев.⁵



Усиление протекционизма связано с боязнью того, что цели суверенных фондов, приобретающих зарубежные активы, выходят за пределы поиска высоких финансовых доходов. ПРС опасаются, что эти инвестиции могут затронуть такие важные вопросы, как условия конкуренции, утрата защищаемой технологии и стратегических активов в таких отраслях, как энергетика или финансовая система. Органы ЕС, в частности Еврокомиссия, предлагают разработать общую политику защиты европейской экономики, чтобы «единый рынок не был фрагментирован, если каждая страна-участница ЕС будет проводить собственную политику защиты от нашествия третьих стран».⁶

В последнее время «символом экономического патриотизма» стал энергетический сектор, который в большинстве даже самых глобализированных стран защищен как стратегическая отрасль национальной экономики. Так, в США в 2005 г. конгресс не допустил приобретения нефтяной компании Unocal китайской компанией «Споос». Недавний пример: запрет на приобретение российским «Газпром» немецкой компании EON под тем предлогом, что «Газпром» находится под контролем государства. Промышленно развитые страны вряд ли смогут полностью закрыть двери перед инвестициями стран с формирующимся рынком, которые к тому же финансируют их дефициты. В 2006 г. США, Великобритания и страны зоны евро выпустили облигации государственных займов на сумму 461 млрд долл., большая часть которых была приобретена инвесторами из стран с формирующимся рынком. Вместе с тем центральные банки этих стран стремятся к диверсификации активов, приобретаемых за счет растущих валютных резервов, что делает инструменты, обращающиеся на биржах промышленно развитых государств, привлекательными для таких инвестиций.⁷

Ускорение международного движения капиталов приводит к увеличению объема и ликвидности финансовых рынков, к росту прямых иностранных инвестиций и золотовалютных резервов, снижению уровня рисков и премии за риск. Одной из особенностей современной глобализации является растущее взаимодействие между отдельными ее проявлениями в сфере внешней торговли, международного движения рабочей силы и капиталов. При этом глобализация в сфере производства и обмена способ-

ствует финансовой глобализации и наоборот. На микроэкономическом уровне главными проводниками глобализации являются крупные компании, организующие свою деятельность в мировых масштабах, что способствует гармонизации финансовых систем и тем самым ускоряет процесс их глобализации. Причем эта эволюция затрагивает как развивающиеся, так и промышленно развитые страны. Недавним проявлением этой тенденции стало приобретение американских и европейских фирм инвесторами из стран с развивающимися рынками.

Конечно, «глобализация не несет ответственности» за все происходящее в мировой экономике изменения, поэтому в многочисленных публикациях ведутся споры по поводу эффектов глобализации и прежде всего ее влияния на инфляцию. Главным вопросом для центральных банков является вопрос об ожидаемом уровне инфляции, анализу которого посвящаются многочисленные теоретические и эмпирические работы. Как показывают исследования Банка Англии и Банка Канады, если учитывать взаимодействие различных факторов глобализации, наиболее приемлемой моделью для анализа является модель общего равновесия. Нынешняя ситуация в странах с развивающимися рынками напоминает положение в развитых странах после Второй мировой войны, когда наблюдалось массовое перемещение сельского населения в промышленность, что приводило к общему увеличению объема производства.

В промышленно развитых странах наблюдаются одновременно три явления: относительное снижение нормы прибыли в цене товаров и услуг, уменьшение доли заработной платы в добавленной стоимости и увеличение прибыли компаний (в условиях снижения доходной маржи они увеличиваются за счет масштаба, то есть роста объема сбыта продукции). Для объяснения этого феномена Национальный банк Швейцарии (Banque Nationale Suisse) использует модель корреляции между относительно низким уровнем прибыльности в цене и уровнем реальной процентной ставки, которая проявляется в следующей цепочке: глобализация снижает цены на импортные товары, что способствует уменьшению нормы прибыли, вместе с тем повышает реальные доходы за счет повышения массы прибыли, а также уменьшает эффект замещения и понижает уровень реальной процентной ставки.



Влияние глобализации на финансовые рынки в первую очередь проявляется в быстром распространении финансовых инноваций (как у частных, так и у государственных субъектов) и в новых вызовах, стоящих перед управлением рисками. Самыми значимыми «продуктами» глобализации являются хеджевые фонды, вкладывающие средства в активы стран с развивающимися рынками. Глобализация побуждает государства изменять методы управления золотовалютными резервами и использовать новые методы стерилизации поступающих извне капиталов. Это, прежде всего, относится к странам с развивающимися рынками, у которых увеличение активного сальдо платежных балансов привело к росту золотовалютных резервов, играющих роль гаранта при поддержании фиксированных валютных курсов.⁸

Во многих работах отмечается возрастающее влияние хедж-фондов. По оценкам специалистов, почти половина объема торгов на ведущих биржах мира – NYSE и LSE – приходится именно на хедж-фонды. Согласно оценке Greenwich Associates, эти финансовые институты контролируют, например, 45% объема торгов облигациями развивающихся рынков, 47% – проблемными долгами. 55% объема торгов кредитными деривативами – стремительно развивающейся области финансовых рынков номинальным объемом 26 трлн долл. – тоже дело рук хедж-фондов. Словом, влияние индустрии на финансовые рынки приобрело настолько значимый характер, что последние не в состоянии эффективно функционировать без первых. Наиболее крупными хедж-игроками являются J.P. Morgan Asset Management, Goldman Sachs Asset Management, Bridgewater Associates, D.E. Shaw, Farallon Capital Management, Och-Ziff Capital Management, Barclays Global Investors, Man Investments, Cerberus Capital Management. Другой пример – это деятельность Amaranth Advisors. Этот фонд за одну неделю сентября 2006 года потерял почти 65% своих активов, или более 6 млрд долл., неверно спрогнозировав разницу в цене между летними и зимними фьючерсами на газ. Крушение фонда напрямую затронуло интересы не только многочисленных частных инвесторов, но и целый ряд крупных пенсионных фондов, а также ведущие финансовые институты мира – Morgan Stanley, Credit

Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs и Bank of New York.⁹ Таким образом, можно заключить, что процесс глобализации не является линейным, и его развитие создает новые риски, к которым относятся: риски заражения, связанные с переоценкой информации, поступающей в распоряжение инвесторов; риски, связанные с усилением роли такого канала передачи «шоков», как изменение валютных курсов.

В чем же причина таких колебаний? Одной из важнейших отличительных особенностей последнего десятилетия является торговля ценными бумагами, иностранной валютой, быстрое развитие системы фьючерсных сделок, усиление нестабильности курсов акций, процентных ставок и обменных курсов. «Рыночное хозяйство во всевозрастающем масштабе становится похожим на игорный дом».¹⁰

В этих условиях актуальным становится поиск ответов на такие неотложные вопросы, как экономические последствия подобного рода деятельности, характер влияния спекуляции на экономическую активность и на стабильность экономики, разработка мер, направленных на ослабление спекуляции.

Для ответа коснемся природы денежного рынка в мировой экономике. Денежный рынок является частью (сегментом) финансового рынка. Финансовый рынок делится на денежный рынок и рынок ценных бумаг. Как известно, чтобы понять закономерности функционирования любого рынка, необходимо исследовать спрос и предложение, их соотношение и последствия (воздействие) их изменений на равновесную цену и равновесный объем на этом рынке.

Виды спроса на деньги обусловлены двумя основными функциями денег: 1) функции средства обращения и 2) функции запаса ценности. Первая функция обуславливает первый вид спроса на деньги – транзакционный. Поскольку деньги являются средством обращения, т.е. выступают посредником в обмене, они необходимы людям для покупки товаров и услуг, для совершения сделок.

Транзакционный спрос на деньги (transaction demand for money) – это спрос на деньги для сделок (transactions), т.е. для покупки товаров и услуг. Этот вид спроса на деньги был объяснен в классической модели, считался единственным видом спроса на деньги и выводил-



ся из уравнения количественной теории денег, т.е. из уравнения обмена (предложенного американским экономистом И.Фишером) и кэмбриджского уравнения (предложенного английским экономистом, профессором Кэмбриджского университета А.Маршаллом).

Точка зрения о том, что единственным мотивом спроса на деньги является использование их для совершения сделок существовала до середины 30-х годов, пока не вышла в свет книга Кейнса «Общая теория занятости, процента и денег», в которой Кейнс к транзакционному мотиву спроса на деньги добавил еще 2 мотива спроса на деньги - мотив предосторожности и спекулятивный мотив - и соответственно предложил еще 2 вида спроса на деньги: предусмотрительный и спекулятивный.¹¹

Предусмотрительный спрос на деньги (спрос на деньги из мотива предосторожности – *precautionary demand for money*) объясняется тем, что помимо запланированных покупок люди совершают и незапланированные. Предвидя подобные ситуации, когда деньги могут потребоваться неожиданно, люди хранят дополнительные суммы денег сверх тех, которые им требуются для запланированных покупок. Таким образом, спрос на деньги из мотива предосторожности проистекает также из функции денег как средства обращения. По мнению Кейнса, этот вид спроса на деньги не зависит от ставки процента и определяется только уровнем дохода, поэтому его график аналогичен графику транзакционного спроса на деньги.

Спекулятивный спрос на деньги (*speculative demand for money*) обусловлен функцией денег как запаса ценности (как средства сохранения стоимости, как финансового актива). Однако в качестве финансового актива деньги лишь сохраняют ценность (да и то только в неинфляционной экономике), но не увеличивают ее.

Наличные деньги обладают абсолютной (100%-ной) ликвидностью, но нулевой доходностью. При этом существуют другие виды финансовых активов, например, облигации, который приносят доход в виде процента. Поэтому чем выше ставка процента, тем больше теряет человек, храня наличные деньги и не приобретая приносящие процентный доход облигации. Следовательно, определяющим фактором спроса на деньги как финансовый актив выступает ставка процента. При этом ставка

процента выступает альтернативными издержками хранения наличных денег. Высокая ставка процента означает высокую доходность облигаций и высокие альтернативные издержки хранения денег на руках, что уменьшает спрос на наличные деньги. При низкой ставке, т.е. низких альтернативных издержках хранения наличных денег, спрос на них повышается, поскольку при низкой доходности иных финансовых активов люди стремятся иметь больше наличных денег, предпочитая их свойство абсолютной ликвидности. Такое объяснение спекулятивного мотива спроса на деньги, предложенное Кейнсом, носит название теории предпочтения ликвидности. Отрицательная зависимость между спекулятивным спросом на деньги и ставкой процента может быть объяснена и другим способом – с точки зрения поведения людей на рынке ценных бумаг (облигаций).

Из теории предпочтения ликвидности исходит современная портфельная теория денег. Эта теория исходит из предпосылки, что люди формируют портфель финансовых активов таким образом, чтобы максимизировать доход, получаемый от этих активов, но минимизировать риск. А между тем именно самые рискованные активы приносят самый большой доход. Теория исходит из достаточно знакомой идеи об обратной зависимости между ценой облигации, которая представляет собой дисконтированную сумму будущих доходов, и ставкой процента, которую можно рассматривать как норму дисконта. Чем ставка процента выше, тем цена облигации меньше. Биржевым спекулянтам выгодно покупать облигации по самой низкой цене, поэтому они обменивают свои наличные деньги, скупая облигации, т.е. спрос на наличные деньги минимален. Ставка процента не может постоянно держаться на высоком уровне. Когда она начинает падать, цена облигаций растет, и люди начинают продавать облигации по более высоким ценам, чем те, по которым они их покупали, получая при этом разницу в ценах, которая носит название *capital gain*. Чем ставка процента ниже, тем цена облигаций выше и тем выше *capital gain*, поэтому тем выгоднее обменивать облигации на наличные деньги. Спрос на наличные деньги повышается. Когда ставка процента начинает расти, спекулянты снова начинают покупать облигации, снижая спрос на наличные деньги.¹²



В современных условиях представители неоклассического направления признают, что фактором спроса на деньги является не только уровень дохода, но и ставка процента, причем зависимость между спросом на деньги и ставкой процента обратная. Однако они по-прежнему придерживаются точки зрения, что существует единственный мотив спроса на деньги – транзакционный. И именно транзакционный спрос обратно зависит от ставки процента. Эта идея была предложена и доказана двумя американскими экономистами У. Баумодем (1952 г.) и лауреатом Нобелевской премии Дж. Тобином (1956 г.) и получила название модели управления наличностью Баумоля-Тобина.

Современная теория спроса на деньги отличается от теоретической модели Дж. Кейнса следующими особенностями:

1) рассматривает более широкий диапазон активов, помимо беспроцентного хранения денег и долгосрочных облигаций. Вкладчики могут обладать портфелями как с приносящими процент формами денег, так и с беспроцентными формами денег. Помимо этого они должны обладать иными видами ликвидных активов: средства на сберегательных и срочных счетах, краткосрочные ценные бумаги, облигации и акции корпораций и т. п.;

2) отвергает разделение спроса на деньги на основании транзакционных, спекулятивных мотивов и мотива предосторожности. Процентная ставка влияет как спрос на деньги, но лишь вследствие того, что норма процента представляет собой альтернативную стоимость хранения денег;

3) рассматривает богатство как основной фактор спроса на деньги;

4) включает и другие условия, влияющие на желание населения и фирм предпочесть ликвидный актив, например, изменения в ожиданиях: при пессимистическом прогнозе на будущую конъюнктуру величина спроса на деньги будет расти, при оптимистическом прогнозе спрос на деньги упадет;

5) учитывает наличие инфляции и четко разграничивает такие понятия, как реальный и номинальный доход, реальную и номинальную ставку процента, реальные и номинальные величины денежной массы.

Надо отметить, что рассматриваемые вопросы до Кейнса в Англии изучал его предше-

ственник - Ф. Найт, утверждавший, что «спекуляция положительно сказывается на экономике, поскольку стимулирует капиталовложения, уменьшает неопределенность перспектив экономического развития, модифицируя ее в измеренный риск. Например, с помощью хеджирования производители могут избежать потерь от изменения цен на сырье. В этом случае неопределенность хозяйственной деятельности становится риском лишь для профессиональных спекулянтов. С уменьшением этой неопределенности растут инвестиции и экономика процветает».¹³

Кейнс высказал совершенно иную точку зрения. Он считал, что вероятностное исчисление в принципе не может быть применено к неопределенности, поскольку неопределенность – неизмеримая категория. Неопределенность экономической жизни остается, и спекуляция, по Кейнсу, является негативной экономической силой, вызывающей сокращение инвестиций. Поэтому Дж. Кейнс постоянно искал те меры, которые могли бы смягчить последствия спекулятивной деятельности.

Исходя из этих общих теоретических предпосылок, Кейнс предложил конкретные экономические меры. Так, он подчеркнул, прежде всего, необходимость регулирования процентных ставок, а через них инвестиций и всей деловой активности. По Кейнсу, повышение процентных ставок до соответствующего уровня должно ослабить спекулятивное давление, но объем инвестиций должен быть сохранен почти на том же уровне. Вместе с тем Кейнс скептически относился к возможностям центральных банков точно определить необходимый размер процентной ставки. Тем не менее, Кейнс выступил за кредитно-денежное регулирование спекуляции и сделал это потому, что, во-первых, в тот период он не мог предложить иных мер; во-вторых, считал спекуляцию краткосрочной проблемой монетарного характера, в отношении которой более активные и решительные действия не были необходимыми.

Кейнс осознал, что с помощью государственного обобществления инвестиций невозможно решить проблему спекуляции. Когда инвестиции финансируются правительством за счет увеличения государственного долга и выпуска обращающихся на рынке ценных бумаг, то «естественно» растет и предложение ценных бумаг, которыми можно спекулировать.



Поэтому Кейнсу необходимо было найти альтернативное решение. Предложенные меры точно соответствуют его центральной позиции – лечить экономические болезни путем устранения их причин, и не симптомов. Если экономика стала похожа на игорный дом, то необходимо остановить игру с помощью государственных мер, а именно: либо непосредственно, т.е. правительственным запрещением спекулятивных операций, либо опосредованно, т.е. за счет создания экономических антистимулов для спекулятивной деятельности. Кейнс рассматривал возможность покупки ценных бумаг на постоянный срок, т.е. возможность их превращения в необращаемые бумаги, что сделало бы спекуляцию нереальной. Однако он не рекомендовал эту меру в качестве практической, так как предвидел ее отрицательные последствия для инвестиций: “Само лечение могло оказаться хуже болезни”.¹⁴

Поскольку рынки капиталов стимулируют спекуляцию, считал Кейнс, то по мере их развития и превращения в более организованные спекуляция начинает преобладать над предпринимательством. Действительность оправдала этот вывод. Происходит рост фьючерсных рынков различных видов товаров опционной торговли, развитие новых финансовых инструментов, стимулирующих спекуляцию. Однако, хотя Кейнс предсказал эти финансовые нововведения, он не дал рекомендации по их контролю.

Ряд зарубежных авторов видят решение проблемы в запрете определенных, прежде всего спекулятивных, видов торговли и, в связи с этим в придании особых функций центральным банкам и ряду правительственных органов. Такой вывод базируется на идее Кейнса о предотвращении спекуляции путем поддержания фиксированных валютных курсов.¹⁵

Крупные перетоки спекулятивного капитала коснулись и России. Переход к рынку в России начался много лет назад, но массовый отток капитала из страны продолжается. Издержки этого явления хорошо известны: утрата производительного потенциала, уменьшение налоговой базы и контроля над денежными агрегатами – все это ложится тяжелым бременем на общество в целом и затрудняет осуществление мер государственной политики. В то же время отток капитала может быть как симптомом, так и средством противозаконной деятельности, что, как многие полагают, особенно актуально в случае России.

Среди главных причин оттока капитала из России можно назвать макроэкономическую нестабильность, конфискационный характер налогообложения, нестабильность банковской системы и ненадежное обеспечение прав собственности. Следствием всего этого является мощный отток капитала из страны с использованием таких средств, как занижение сумм в счетах-фактурах при экспортных операциях, оформление фиктивных авансовых платежей в счет импорта, а также банковские переводы в обход существующих мер контроля.

В своем стремлении ограничить отток капитала из России органы государственной власти полагаются на стратегию, объединяющую два подхода. Во-первых, при помощи экономических реформ, многие из которых проводятся в рамках программ, финансируемых международными финансовыми учреждениями, предполагается устранить главные причины оттока капитала. Во-вторых, меры регулирования капитала используются для пресечения конкретных каналов оттока капитала; вслед за кризисом августа 1998 года усилия в этом направлении были активизированы.¹⁶

Чистый отток капитала из РФ 2008 году составил рекордные почти 130 млрд долл., превысив все предварительные прогнозы. Основная часть оттока пришлось на три кризисных месяца в конце года. Масштабная утечка капитала могла показаться довольно неожиданной на фоне феноменальных величин его прилива в предыдущем квартале. Тогда из-за рубежа было привлечено почти 53 млрд долл., причем весь этот объем целиком мог быть списан на рост зарубежных обязательств корпораций и банков (включая участие иностранцев в капитале последних). Остальные потоки капитала в страну и из страны (инвестиции, сброс наличных долларов, “серая” утечка капитала и т.п.) в целом примерно уравновесили друг друга.

Но надо иметь в виду, что наплыв капиталов тогда объяснялся не возросшей мотивацией иностранных инвесторов к вложениям в Россию, а более прозаическими причинами. Весь аномально большой приток капитала по сути дела сконцентрировали вокруг себя три события: аукционы по продаже активов признанного банкротом “ЮКОСа” и размещения акций Сбербанка и ВТБ. Наиболее громким проектом в этом ряду стало привлечение “Роснефть” у консорциума банков бридж-кредитов на



22 млрд долл. Несколько миллиардов долларов с той же целью, по-видимому, привлек и «Газпром». Две эти госкомпании (последняя - в «соавторстве» с итальянской Eni) приобрели в первом полугодии активов «ЮКОСа» почти на 31 млрд долл.¹⁷ Всемирный банк в середине ноября оценивал чистый отток капитала из РФ в 2008 году в 50 млрд долл., а в 2009 г. – около 90 млрд долл.¹⁸ В первом квартале 2010 г. отток составил 13 млрд долл., что несколько меньше, чем в первом квартале предыдущего года.

Основополагающими причинами оттока капитала из РФ являются неопределенность экономической конъюнктуры, непоследовательность реформ, слабость институциональной основы, в том числе, выраженной в коррупции. Данные по странам с переходной экономикой показывают, что решение этих проблем часто приводит к преодолению оттока капитала. Меры регулирования капитала, хотя и приносят определенную краткосрочную выгоду, смягчая изменчивость потоков капитала, представляются все же неэффективными с точки зрения среднесрочных задач предотвращения оттока капитала, и обходятся очень дорого, поскольку приводят к росту коррупции. Таким образом, среднесрочная стратегия после выборов должна предусматривать график постепенной отмены мер контроля с одновременным проведением комплексных мер по совершенствованию управления и макроэкономических показателей, а также по укреплению банковской системы.

Мероприятия, направленные на пресечение оттока капитала из России, включали ряд мер валютного контроля. Хотя система множественных валютных курсов была отменена в 1993 году, в начале переходного периода существенные усилия прилагались к осуществлению контроля за внешней торговлей. В 1992-93 годах была создана и впоследствии ужесточена система лицензирования экспорта «стратегического» сырья. В 1993-94 годах в России было введено требование оформления «паспорта сделки» с подробным описанием экспортных операций, а позже появились и «экспортные сертификаты». В 1995 году произошла значительная либерализация торговли, особенно после отмены экспортных квот на большую часть товаров, в результате чего Россия приняла в 1996 году обязательства по статье VIII МВФ.

В 1997 году меры регулирования капитала были значительно ослаблены, и к середине 1998 года нерезиденты смогли репатриировать доходы от инвестиций в российские ценные бумаги. Однако после августовского кризиса 1998 года меры регулирования капитала были восстановлены и ужесточены. Одной из характерных мер, введенных в России, было требование обязательной продажи валютной выручки. Начиная с июля 1993 года все российские экспортеры в обязательном порядке должны были обменивать 50 процентов своей валютной выручки на рубли. В январе 1999 года эта доля была увеличена до 75 процентов, и рассматривался вопрос о возможности обязательной продажи 100 процентов выручки. Все эти меры валютного контроля, возможно, и были полезны, обеспечив (временное) сокращение оттока капитала, но, как утверждают некоторые авторы, они обошлись ценой роста коррупции и снижения экономической эффективности. Эти меры контроля привели к созданию экономической ренты, и значительная часть ресурсов была затрачена на то, чтобы обойти контроль и получить доступ к этой ренте. В той мере, в какой обеспечение соблюдения нормативов и правил зависит от воли чиновников, сохраняется простор для коррупции.

Действительно, в разных странах наблюдается тесная связь между коррупцией и мерами регулирования капитала. Наконец, не все фирмы в равной мере могут обойти меры контроля, что усиливает неравные условия конкуренции и искажает структуру распределения ресурсов. По мере все более широкого распространения контроля по секторам российской экономики, то же происходило с коррупцией, система экспортных лицензий способствовала усилению коррупции среди государственных чиновников; точно так же введенное впоследствии требование, обязавшее банки удостоверять точность сведений в паспорте сделки, привело к распространению коррупции в банковской системе.

Провести точный анализ затрат и выгод применения мер регулирования капитала нелегко. Трудно выразить количественно затраты, связанные с ростом коррупции. Также сложно определить выгоду в форме сокращения оттока капитала, поскольку трудно оценить, насколько больше был бы отток капитала при отсутствии контроля. Тем не менее, если принять во внимание как международный опыт,



так и события в самой России, эффективность мер регулирования капитала представляется сомнительной. Кроме того, попытки обойти этот контроль приводят к значительному росту коррупции в соответствующих сферах экономической деятельности.

Таким образом, в среднесрочной перспективе меры регулирования капитала, по-видимому, следует отменить, но по ряду соображений краткосрочной перспективы желательно и разумно было бы подойти к этому вопросу постепенно. Существующие меры контроля, возможно, оказывают *некоторое* влияние на сокращение оттока капитала, и их резкая отмена может привести к давлению на рубль и массовому изъятию вкладов из российской банковской системы. Отмена мер регулирования капитала может также привести к меньшей защищенности от целенаправленных спекулятивных действий. Можно также возразить, что последствия августовского кризиса 1998 года могли быть менее пагубны при наличии более жестких мер регулирования капитала. Чтобы предотвратить возможный рост спроса на иностранную валюту, необходимо будет проводить постепенную отмену такого контроля в сочетании с мерами по укреплению банковской системы, управления и макроэкономических показателей в целом.¹⁹

На страницах газет и журналов ведутся дискуссии по вопросам оттока капитала из России. Как отмечает А. Бельчук, «необходимо признать, что при любой, самой правильной экономической политике невозможно добиться значительного экономического роста без серьезного уменьшения истощающего российскую экономику огромного оттока капитала».²⁰

В результате можно прогнозировать неизбежные ситуации, когда срочно потребуются крупные ресурсы, а частный капитал ни в инфраструктуру, ни в социальную сферу в значительных масштабах не пойдет. Функции главного плательщика и кредитора будет вынуждено взять на себя государство, как бы оно ни пыталось переложить расходы на население и привлечь частные инвестиции.

Однако наличных ресурсов у государства не так много. Поэтому возникает намерение ограничить принятые ранее меры по либерализации финансового рынка. «Правительство РФ примет меры, чтобы уменьшить интерес спекулятивного капитала к краткосрочным ин-

вестициям в Россию». - Об этом заявил премьер-министр РФ В. Путин по итогам рабочей поездки на Дальний Восток в декабре 2009 г. «Нам нужно поправить имеющиеся у нас правила таким образом, чтобы уменьшить интерес этого спекулятивного капитала прибегать в Россию на короткое время и при первом дождичке убежать», — сказал он. Далее отметил, что «у нас хорошие условия созданы для притока спекулятивного капитала, но он создает нам проблемы и быстро убегают». При этом правительству предлагается создать более благоприятные условия для притока прямых инвестиций в Россию.²¹

Примечания:

¹ Штиллих О. Биржа и ее деятельность. Пер. с нем. СПб, 1992. С. 166.

² Сиполс О.В. Англо-русский словарь-справочник. Экономика. М.: Русь, 1998. С. 448.

³ По итогам 2009г. отток капитала из США составил \$279,3 млрд. // <http://top.rbc.ru/economics/16/02/2010/371591.shtml>

⁴ Денежная система и теоретическая модель денежного рынка // <http://el.tfi.uz/ru/et/gl18.html>

⁵ L'essor des fonds souverains ravivir les protectionnismes // Monde- economie. - P., 2007. - 2 oct. - P. 2-3.

⁶ L'energie, symbole de tous les patriotismes // Monde economie. - P., 2007. - 2 oct. - P. 2.

⁷ De discrettes cagnottes publiques aux ambitions mouvantes // Monde-economie. - P., 2007. - 2 oct. - P. 3.

⁸ Bandt O. de. Le mouvement de globalisation s'est accelere // Mode of access: <http://www.banque-france.fr/fr/institut/telechar/synthese07.pdf>

⁹ Маслов О. Спекулятивный капитал, деривативы, хедж-фонды и Первая глобальная Великая депрессия XXI века // <http://www.polit.nnov.ru/2007/11/26/greathedged/26.11.2007>

¹⁰ Pressman S. Keynes on Speculation// Perspectives on the History of Economic Thought; Sel. papers from the History of Econom. soc. conf., 1987./ Ed. by Walker D.A. - Aldershot: Elgar. 1989. - p. 97.

¹¹ Дж.М. Кейнс рассматривал деньги как один из типов богатства и считал, что та часть активов, которую население и фирмы желают хранить в форме денег, зависит от того, насколько высоко они ценят свойство ликвидности. Деньги являются абсолютно ликвидными активами. Дж. Кейнс назвал свою тео-



рию спроса на деньги теорией предпочтения ликвидности.

Как считал Дж.Кейнс, три причины побуждают людей хранить часть их богатств в форме денег:

1) использование денег в качестве средств платежа (транзакционный мотив хранения денег);

2) обеспечение в будущем возможности распорядиться определенной частью своих ресурсов в форме наличных денег (мотив предосторожности);

3) спекулятивный мотив - мотив хранения денег, возникающий из желания избежать потерь капитала, вызываемых хранением активов в форме облигаций в периоды ожидаемого повышения норм ссудного процента.

Именно этот мотив формирует обратную связь между величиной спроса на деньги и нормой процента. - Денежная система и теоретическая модель денежного рынка // <http://el.tfi.uz/ru/et/gl18.html>

¹² Подробнее см. Матвеева Т.Ю. Денежный и финансовый рынки. Спрос и предложение на денежном рынке. Денежный и финансовый рынки. Закон Вальраса для финансового рынка// <http://www.ereport.ru/articles/macro/macro19.htm>

¹³ Цит. по: Pressman S. Keynes on Speculation// Perspectives on the History of Economic Thought; Sel. papers from the History of Econom. soc. conf., 1987./ Ed. by Walker D.A. - Aldershot: Elgar. 1989. - p. 100.

¹⁴ Pressman S. Keynes on Speculation// Perspectives on the History of Economic Thought; Sel. papers from the History of Econom. soc. conf., 1987./ Ed. by Walker D.A. - Aldershot: Elgar. 1989. - p. 102.

¹⁵ Pressman S. Keynes on Speculation// Perspectives on the History of Economic Thought; Sel. papers from the History of Econom. soc. conf., 1987./ Ed. by Walker D.A. - Aldershot: Elgar. 1989. - p.97 - 110.

¹⁶ Инвестирование российского капитала за рубежом // http://revolution.allbest.ru/finance/00058296_0.html

¹⁷ Подробнее см. Маковецкий М.Ю. "Инвестиции как ключевой фактор экономического роста". Финансы и кредит. 2007 г. № 4, сс. 55-62.

¹⁸ Инвестирование российского капитала за рубежом // http://revolution.allbest.ru/finance/00058296_0.html

¹⁹ Лунгани П., Мауро П. Отток капитала из России// <http://www.hse.ru/ic/materials/kapfromRus.htm>

²⁰ Бельчук А. Отток капитала можно уменьшить. Для радикального его сокращения применимы меры как объективного, так и субъективного характера // http://politeconomy.ng.ru/finances/2001-04-03/3_capital.html

²¹ Путин уменьшит интерес спекулятивного капитала к инвестициям в Россию// <http://www.rosbalt.ru/2009/12/29/701201.html>

Библиография:

Бельчук А. Отток капитала можно уменьшить. Для радикального его сокращения применимы меры как объективного, так и субъективного характера // http://politeconomy.ng.ru/finances/2001-04-03/3_capital.html

Григорьев Л. Инвестиционный процесс: накопленные проблемы и интересы // Вопросы экономики. 2008 г., № 4, сс. 44-60.

Дворецкая Е.А. Инвестиционный потенциал российской экономики// Финансы и кредит. 2007 г. № 16, сс. 2-18.

Маковецкий М.Ю. Инвестиции как ключевой фактор экономического роста. // Финансы и кредит. 2007 г. № 4, сс. 55-62.

Сиполс О.В. Англо-русский словарь-справочник. Экономика. М.: Русь, 1998. С. 448.

Штиллих О. Биржа и ее деятельность. Пер. с нем. СПб, 1992. С. 166.

Pressman S. Keynes on Speculation// Perspectives on the History of Economic Thought; Sel. papers from the History of Econom. soc. conf., 1987./ Ed. by Walker D.A. - Aldershot: Elgar. 1989. - p. - p.97 - 110.

Деягин М. Спекулятивный капитал и налог// <http://delyagin.ru/articles/3365.html>

Денежная система и теоретическая модель денежного рынка // <http://el.tfi.uz/ru/et/gl18.html>

Инвестирование российского капитала за рубежом // http://revolution.allbest.ru/finance/00058296_0.html

Кудрин: спекулятивный капитал останется в России даже при низкой инфляции // <http://finance.tltnews.ru/news/article178D3/default.asp>

Лунгани П., Мауро П. Отток капитала из России// <http://www.hse.ru/ic/materials/kapfromRus.htm>

Маслов О. Спекулятивный капитал, деривативы, хедж-фонды и Первая глобальная Ве-



ликая депрессия XXI века// <http://www.polit.nnov.ru/2007/11/26/greathedged/26.11.2007>

Матвеева Т.Ю. Денежный и финансовый рынки. Спрос и предложение на денежном рынке. Денежный и финансовый рынки. Закон Вальраса для финансового рынка// <http://www.ereport.ru/articles/macro/macro19.htm>

По итогам 2009 г. отток капитала из США составил \$279,3 млрд. // <http://top.rbc.ru/economics/16/02/2010/371591.shtml>

Abalkin, A., J. Whalley, 1999, The Problem of Capital Flight from Russia// The World Economy,

May, Vol. 22, No. 3, 412-444.

Bandt O. de. Le mouvement de globalisation s'est accelere // Mode of access: <http://www.banque-france.fr/fr/instit/telechar/synthese07.pdf>

De discretas cagnottes publiques aux ambitions mouvantes // Monde-economie. - P., 2007. - 2 oct. - P. 3.

L'energie, symbole de tous les patriotismes // Monde economie. - P., 2007. - 2 oct. - P. 2.

L'essor des fonds souverains ravivir les protectionnismes // Monde- economie. - P., 2007. - 2 oct. - P. 2-3.

Алтайский край: торговая марка муки «Алейка» признана лучшей

Пшеничная мука высшего сорта ТМ «Алейка» признана лучшей в Алтайском крае. Таковы результаты конкурса крупнейшей агропромышленной выставки Сибири «Алтайская Нива 2009», которая проходила в Барнауле. В ней приняли участие более 340 компаний из 37 регионов России и 10 стран.

ЗАО «Алейскзернопродукт» им. С.Н. Старовойтова, действительный член АлтТПП, стало победителем в номинации «продукция зернопереработки», а пшеничная мука высшего сорта признана лучшей среди аналогичной продукции других зерноперерабатывающих компаний Алтайского края. «Алейскзернопродукт» производит пшеничную муку на двух полностью автоматизированных мельницах. Оборудование итальянской фирмы Braibanti Golfetto SpA и лучшие отечественные аналоги, воспроизведенные по лицензии швейцарской компании Buhler, являются основой технического оснащения мукомольного комплекса.

В настоящее время расширена ассортиментная линейка продукции: «Алейскзернопродукт» предлагает покупателям серию специализированной пшеничной муки: пельменной, кондитерской и сдобной. Эта продукция ориентирована, прежде всего, на предприятия по изготовлению тестовых полуфабрикатов. Одна из последних новинок компании – блинная мука ТМ «Алейка» - удобный полуфабрикат для выпечки домашних блинчиков. Одним из приоритетных направлений работы «Алейскзернопродукта» является экспорт, который предприятие развивает уже более семи лет. Компания работает в двух основных направлениях — прямые продажи клиентам и деятельность через совместные торговые предприятия. В 2006-2008 годах объем экспорта предприятия вырос в три раза и по итогам 2008 года составил более 15 млн долларов США.

У «Алейскзернопродукта» налажены партнерские отношения с клиентами в ближнем и дальнем зарубежье — в странах Казахстан, Узбекистан, Белоруссия, Киргизия, Таджикистан, Афганистан. Совместные предприятия работают в двух странах — Монголии и Китае. В настоящее время «Алейскзернопродукт» ведет работу по выводу на рынок Вьетнама продукции ТМ «Алейка» — муки, круп, макарон. С этой целью компания принимала участие во Вьетнамской международной промышленной ярмарке «VIF-2009» (крупнейшей многоотраслевой выставке в Юго-Восточной Азии), проходившей 20-24 октября 2009 года в городе Ханой.

Соб. инф.