

## РОССИЙСКИЙ КАПИТАЛ В СИСТЕМЕ ГЛОБАЛЬНЫХ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПОТОКОВ: НОВЫЕ ТЕНДЕНЦИИ И ВОЗМОЖНОСТИ

Д.И. Кондратов, канд. экон. наук,  
Институт экономики РАН

Россия в последние годы уверенно вошла в пятерку стран - крупнейших мировых нетто-экспортеров капитала. Финансовые ресурсы активно экспортируются как государством путем размещения в иностранные активы международных резервов, так и корпоративным сектором, в том числе в виде прямых инвестиций в зарубежные предприятия и проекты.

Наращивание экспорта капитала из России является объективной тенденцией, определяемой быстрым ростом национальной экономики и серьезным укреплением финансовых возможностей государства, отечественных компаний и банков. Аналогичные процессы, связанные с ускорением вывоза капитала, происходят и во многих других развивающихся странах, также добившихся в последнее время значительных экономических успехов. В результате заметно изменилась роль ведущих развивающихся стран, включая Россию, в системе глобальных финансовых потоков. Из импортеров капитала, традиционно зависевших от притока средств из за-

падных стран, они сегодня превратились в крупных инвесторов, активно вкладывающих средства в активы и проекты по всему миру. Так, одним из ведущих в мире нетто-экспортеров капитала стал Китай, доля которого в 2012 г. составила 12,4% чистого вывоза финансовых ресурсов.

Порядка 70% инвестиций из развивающихся стран в настоящее время приходится на государственные капиталовложения, осуществляемые преимущественно при размещении валютных резервов, размер которых в 2012 г. достиг 4,79 трлн СДР. В последние годы динамично росли и прямые инвестиции из этих стран, годовой объем которых в 2012 г. составил 426,08 млрд долларов, увеличившись с 2000 г. почти в три раза (см. рис. 1). При этом в условиях усиления глобальной конкуренции за перспективные сырьевые и промышленные активы все большее количество развивающихся стран начинает оказывать государственную поддержку, в том числе финансовую, прямых иностранных инвестиций националь-

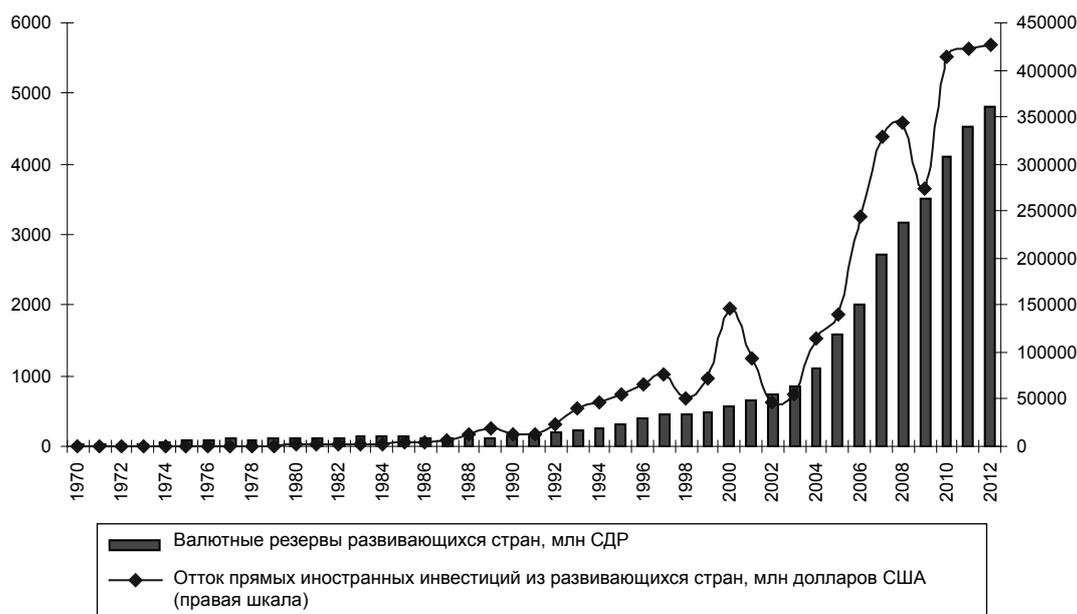


Рис. 1. Валютные резервы и отток прямых иностранных инвестиций, развивающиеся страны, 1970-2012 гг.

Источник: UNCTAD (<http://unctad.org/en/Pages/Statistics.aspx>) и International Financial Statistics, 2013.

ных корпораций, обеспечивающих доступ к новым источникам ресурсов и технологий. Наиболее активно внешнюю экспансию своих компаний поддерживают, в частности, Китай, Индия и Бразилия, располагающие комплексной государственной стратегией в этой области.

Значительная часть государственных инвестиций из развивающихся стран сегодня осуществляется через их суверенные фонды, пополняемые за счет избыточных бюджетных доходов от экспорта и части валютных резервов. В 2000-х годах появление новых фондов и рост их активов заметно ускорились благодаря быстрому наращиванию профицита счета текущих операций платежного баланса в ряде стран - крупнейших экспортеров, в первую очередь азиатских и ближневосточных. Постепенно изменяется и денежно-кредитная, и бюджетно-налоговая политика развивающихся стран, нацеленная как на увеличение доходов от инвестиций, так и на более активное продвижение интересов своих государств. Наиболее отчетливо это проявилось в 2007 г. - начале 2008 г., когда в условиях ипотечного кризиса в США фонды ряда развивающихся стран инвестировали более 55 млрд долларов в приобретение крупных пакетов акций ведущих американских и европейских банков, пострадавших от кризиса, войдя, таким образом, в число их основных акционеров. Для фондов эти инвестиции носили стратегический характер, позволив им заметно укрепить позиции своих стран в глобальной финансовой системе.

Масштабный экспорт финансовых ресурсов из России начался в 1990-е годы. Первоначально вывоз средств осуществлялся главным образом частным сектором и в основном носил характер бегства капитала. Сегодня, хотя объем вывозимых по различным «серым» схемам ресурсов остается весьма значительным, основной формой экспорта капитала корпорациями стали прямые иностранные инвестиции. Так, в 2012 г. российские компании и финансовые институты вложили в иностранные проекты и предприятия более 51 млрд долларов, а объем прямых инвестиций, накопленных отечественным бизнесом за рубежом, достиг 387,2 млрд долларов, что обеспечило России второе место после Китая по данному показателю среди развивающихся стран.

Наращивание экспорта прямых инвестиций оказывает противоречивое влияние на экономику России. С одной стороны, приобретая предприятия в других странах, отечественные компании получают доступ к новым источникам ресурсов, технологиям и рынкам сбыта, что повышает их международную конкурентоспособность. Внешняя экспансия на-

ционального бизнеса также серьезно содействует усилению геополитического влияния России и укреплению ее позиций в глобальной экономике. Вместе с тем увеличивающийся отток капитала объективно ослабляет ресурсную базу роста и модернизации российской экономики. Необходимо отметить и недостаточно эффективную структуру зарубежных инвестиций, осуществляемых сегодня в основном в добывающие активы и, по сути, способствующих закреплению сырьевой направленности национальной экономики. Наконец, далеко не всегда доходы от иностранных капиталовложений поступают в Россию, зачастую оседая в различных оффшорных структурах.

Бурный рост прямых иностранных инвестиций российских компаний и свойственные этому явлению недостатки определяют необходимость более активного участия государства в регулировании направляемых за рубеж частных капиталовложений с целью повышения их эффективности для национальной экономики. В качестве первоочередного шага это предполагает разработку комплексной государственной стратегии в области регулирования экспорта капитала, базирующейся на долгосрочных приоритетах социально-экономического развития страны. Во главу угла этой стратегии могли бы быть поставлены такие ключевые задачи, как качественное изменение отраслевой структуры прямых инвестиций за счет повышения в них доли вложений в передовые высокотехнологичные предприятия, а также укрепление глобальных позиций крупнейших российских корпораций, обеспечивающих основной объем экспортных поступлений в страну. Важное место в стратегии следовало бы также уделить вопросам ускоренного развития за рубежом сети дочерних банков и филиалов ведущих российских кредитных организаций, которая обеспечивала бы сопровождение внешней экспансии национального бизнеса и продвижение рубля как международной расчетной валюты.

Важнейшей мерой в рамках реализации данной стратегии стало бы создание крупного государственного института в форме экспортно-импортного банка или корпорации, который осуществлял бы финансовую поддержку приоритетных зарубежных капиталовложений отечественных предприятий. Одновременно он мог бы выполнять функции по стимулированию национального экспорта товаров и услуг, отвечая тем самым в целом за продвижение интересов отечественного бизнеса за рубежом. В области содействия внешним инвестициям приоритетными направлениями деятельности данного института на начальном этапе могли бы стать

предоставление долгосрочных займов и гарантий отечественным предприятиям, в том числе среднего бизнеса, для финансирования зарубежных проектов, а также страхование от политических рисков капиталовложений компаний и банков в развивающихся странах, в частности в государствах СНГ.

В 2000-е годы ключевая роль в вывозе финансовых ресурсов из России перешла от частного бизнеса к государству, что было обусловлено стремительным ростом международных резервов страны, размещавшихся в различные финансовые активы, главным образом в государственные ценные бумаги и банковские депозиты. Существующая практика инвестирования резервов, объем которых на начало 2013 г. превысил 532,15 млрд долларов, вызывает в России неоднозначную реакцию. Так, многие полагают, что накопленные ресурсы следует активнее использовать внутри страны; немало возражений вызывает и недостаточная, по мнению оппонентов, доходность резервов, находящаяся на уровне 5-6% годовых в долларах США. Хотя далеко не все критические замечания экономически корректны, сам факт резкого нарастания их количества в последнее время говорит о том, что определенная корректировка порядка управления резервами становится все более актуальной.

Принятие решений о сокращении или замораживании на текущем уровне размера резервов и направлении высвободившихся средств на социально-экономические цели внутри страны требует тщательной оценки таких факторов, как перспективы мировых цен на нефть и предполагаемые потребности бюджета в случае ценовой коррекции на сырьевых рынках, масштабы инфляционного воздействия на экономику при расходовании резервов, возможности эффективного государственного инвестирования резервов в России, в том числе на внутреннем финансовом рынке. Необходимо также иметь в виду, что наличие крупных резервов сегодня является существенным фактором обеспечения устойчивости национальной финансовой системы, проведения стабильной бюджетной политики и повышения инвестиционной привлекательности России, что особенно важно в условиях сохраняющейся глобальной финансовой нестабильности. Учитывая это, к вопросу о сокращении объема резервов или их масштабном инвестировании в России следует подходить крайне осторожно и взвешенно. Как нам представляется, это задача не сегодняшнего дня, а на средне- или даже долгосрочную перспективу.

Значительно более актуальной в настоящее время видится задача повышения эффективности размещения резервов. Ее решение предполагает вы-

страивание новой, более агрессивной стратегии инвестирования, направленной на увеличение доходности резервов, прежде всего за счет существенной диверсификации и удлинения сроков вложений. Своего рода «полигоном» для отработки новой стратегии могли бы стать активы Фонда национального благосостояния (ФНБ), который исходя из своего предназначения - покрытия в будущем дефицита Пенсионного фонда РФ, ориентирован именно на долгосрочные инвестиции с повышенной отдачей. Основываясь на нормах Бюджетного кодекса, можно было предложить стратегию инвестирования средств ФНБ, предусматривающую их размещение как в иностранные (не менее 75% инвестиций), так и российские инструменты. При этом было бы целесообразно значительно расширить перечень разрешенных к покупке активов, в частности включив в него корпоративные акции и долговые ценные бумаги зарубежных компаний, в том числе из ведущих развивающихся государств и стран СНГ, паи доходных инвестиционных фондов, а также ипотечные ценные бумаги и депозиты наиболее надежных отечественных банков. В дальнейшем средства ФНБ можно было бы использовать для совместной с национальными компаниями и банками покупки долей участия в перспективных иностранных предприятиях, что способствовало бы развитию внешней экспансии бизнеса по приоритетным для страны направлениям, а также увеличению доходности самого фонда. Для балансировки портфеля ФНБ значительную часть его средств (не менее 40%) по-прежнему следовало бы вкладывать в высоконадежные долговые обязательства иностранных государств, их агентств и центральных банков.

В целом, вопросы повышения эффективности государственного и частного экспорта капитала в предстоящие годы должны стать одним из краеугольных камней национальной экономической политики, предметом постоянного внимания со стороны государства. Только тогда российские капиталовложения за рубеж станут по-настоящему мощным, действенным фактором экономического развития страны и продвижения ее интересов на мировой арене.

### **1. Мировой финансовый рынок на современном этапе: рост инвестиционной активности развивающихся стран**

Одной из важнейших тенденций развития мирового рынка капитала в последние годы стало заметное изменение роли ведущих развивающихся стран, включая Россию, в системе глобальных финансовых потоков. Эти государства, традиционно позиционировавшиеся главным образом как реципиен-

ты инвестиций из более богатых западных стран, сегодня постепенно превращаются в крупных экспортеров капитала, активно вкладывающих средства в предприятия и финансовые активы по всему миру. Данная трансформация отражает общее укрепление позиций развивающихся государств в мировой экономике и финансах на современном этапе, определяемое быстрым возрастанием их экономической мощи и инвестиционного потенциала. Учитывая новые возможности и задачи, стоящие перед национальной экономикой, ряд развивающихся стран выработали и последовательно реализуют комплексную стратегию международного инвестирования, исходящую из долгосрочных приоритетов их социально-экономического развития.

Значительная часть зарубежных инвестиций развивающихся стран осуществляется через созданные ими суверенные фонды, в которые направляются избыточные поступления от национального экспорта. Активы этих фондов быстро растут, постепенно изменяется и их финансовая политика, которая становится все более агрессивной, нацеленной на повышение доходов от инвестиций. Деятельность этих фондов сегодня вызывает оживленную дискуссию в западных странах, с одной стороны, заинтересованных в получении средств фондов, а с другой - озабоченных их непрозрачностью и возможным наличием политических мотивов в инвестиционных решениях.

### 1.1. Динамика мирового рынка капитала и позиции на нем развивающихся стран

Характерной особенностью развития мировой экономики на современном этапе стал быстрый рост трансграничных потоков капитала. Так, по данным ЮНКТАД, в 1990-2012 гг. объем притока прямых иностранных инвестиций (ПИИ) увеличился в 7,2 раза, даже несмотря на резкий спад в начале 2000-х годов и 2008-2009 гг., вызванный финансовыми кризисами сначала в Юго-Восточной Азии, а затем в США и в целом в мировой экономике. Одновременно ускоренными темпами росли внешние банковские активы и объем международного рынка облигаций. По статистике Банка международных расчетов, в 1990-2012 гг. внешние банковские активы увеличились соответственно в 5,54 раза (до 29,41 трлн долларов на конец 2012 г.) и 12 раз (до 51,39 трлн долларов). Для сравнения: мировой ВВП за тот же период вырос только в 1,8 раза, то есть динамика финансовых транзакций между странами в несколько раз опережала показатели роста мировой экономики в целом.

Увеличение объемов международного инвестирования является одним из наиболее заметных про-

явлений глобализации мировой экономики и финансовой сферы, стремительно развивающейся с начала 90-х годов прошлого века. К числу основных факторов, стимулирующих процессы финансовой глобализации, относятся:

- либерализация трансграничного движения капитала, происшедшая во всех развитых и многих развивающихся странах мира;

- практически полное снятие барьеров в международной торговле финансово-банковскими услугами в рамках Всемирной торговой организации;

- бурный прогресс информационных технологий, создающий техническую возможность для осуществления финансовых операций по всему миру.

Помимо увеличения объемов трансграничного финансирования, в последние годы происходят серьезные изменения в региональной структуре движения инвестиций, определяемые прежде всего более активным участием в этих процессах ведущих развивающихся стран, причем не только в качестве реципиентов ресурсов, но и как все более значимых инвесторов на мировых рынках капитала. В частности, согласно статистике Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР), доля развивающихся государств в финансировании прямых инвестиций за рубежом в 1990-2012 гг. выросла более чем в три раза - с 5,2 до 15,8%. Всего, по данным Международного валютного фонда (МВФ), в 1995-2012 гг. вывоз капитала из развивающихся стран увеличился в 7,2 раза и достиг к концу 2012 г. 1353 млрд долларов. В то же время показатели притока инвести-



Рис. 2. Прямые иностранные инвестиции, развивающиеся страны, 1990-2013 гг. (млн долларов США)

Источник: UNCTAD (<http://unctad.org/en/Pages/Statistics.aspx>) и International Financial Statistics, 2013.

ций выросли только в 3,3 раза - до 1067 млрд долларов. В результате развивающиеся страны из чистых импортеров капитала превратились в 2000-е годы в его нетто-экспортеров (см. рис. 2).

Расширение международной инвестиционной активности развивающихся стран определяется в первую очередь быстрым ростом их экономики и национального экспорта. Среднегодовые темпы увеличения ВВП указанных стран в 2000-2012 гг. составили 6,1%, более чем в четыре раза опережая рост экономики развитых государств. По статистике ОЭСР, в 2012 г. развивающиеся страны обеспечили около двух третей прироста реального мирового производства, а совокупная доля этих стран в глобальной экономике достигла 43,6%.

Благодаря высокой динамике экспорта, составлявшей в 2000-2012 гг. в среднем 9,8% в год, развивающимся странам удалось более чем в пять раз увеличить свои валютные резервы, общий размер которых, по данным национальных статистических агентств, достиг в 2012 г. 4,79 трлн СДР. Крупнейшими валютными резервами в мире обладает Китай (2,167 трлн СДР в 2012 г.). К мировым лидерам по этому показателю относятся также страны Ближнего Востока (684,56 млрд СДР), Индия (270,58 млрд СДР) и Бразилия (240,45 млрд СДР). По прогнозу МВФ, к концу 2015 г. валютные резервы развивающихся стран вырастут еще почти в полтора раза и составят 7,1 трлн СДР, что, безусловно, еще более повысит их инвестиционный потенциал (см. рис. 3).

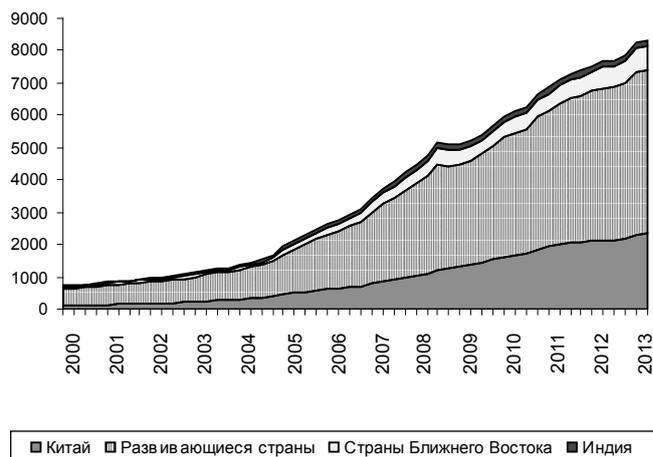


Рис. 3. Динамика валютных резервов развивающихся стран в 2000-2013 гг. (млрд СДР)

Источник: International Financial Statistics, 2013.

В результате стремительного роста резервов Китая сегодня стал одним из крупнейших инвесторов в мире, на которого, по статистике ОЭСР, в 2012 г. приходилось 13,3% глобального чистого экспорта капитала. Кроме того, в число ведущих экспортеров ресурсов входят нефтедобывающие страны Персидского залива (Саудовская Аравия, Кувейт и Катар), а также Россия и некоторые другие развивающиеся государства (см. рис. 4).

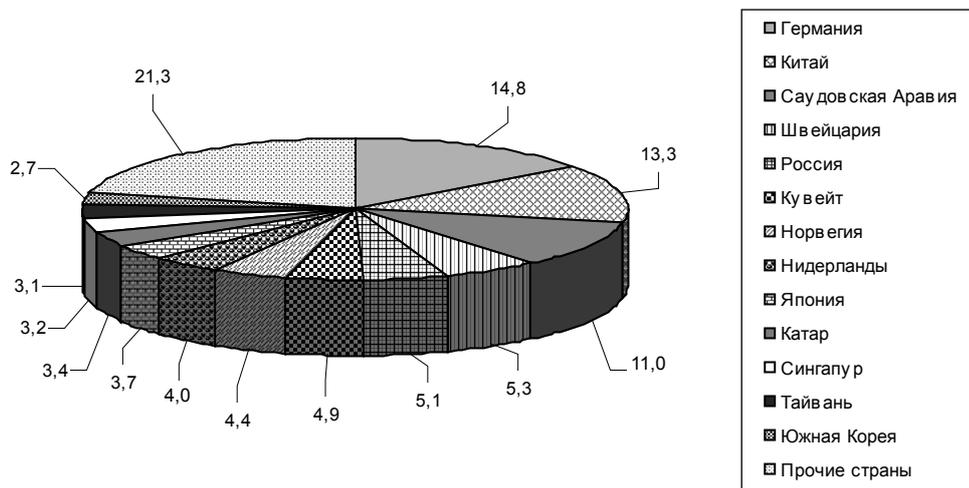


Рис. 4. Крупнейшие страны - нетто экспортеры капитала в 2012 г. (в % к итогу)

Источник: International Financial Statistics, 2013.

Большая часть (около 70%) инвестиций из развивающихся стран в настоящее время приходится на государственные капиталовложения, осуществ-

ляемые при размещении быстро растущих валютных запасов, а также активов суверенных инвестиционных фондов, в которые многие страны направ-

ляют часть избыточных бюджетных доходов. Валютные резервы преимущественно вкладываются в высоконадежные финансовые инструменты (государственные, муниципальные и корпоративные облигации, банковские депозиты) США, стран зоны евро и Великобритании. Инвестиции суверенных фондов имеют более диверсифицированный характер, включая акции, доли участия, недвижимость. Еще порядка 15-17% экспорта капитала из развивающихся стран приходится на размещаемые за рубежом кредиты и депозиты негосударственных финансовых институтов.

## 1.2. Прямые инвестиции из развивающихся стран

Наряду с государственными и частными вложениями в финансовые активы, в последние годы уверенно росли и прямые инвестиции из развивающихся государств. Их годовой объем начиная с 1990 г. увеличился, по данным ЮНКТАД, почти в 20 раз и составил в 2012 г. 426,08 млрд долларов. Показатель накопленных за рубежом ПИИ вырос за тот же период в 12 раз - со 146 до 4459 млрд долларов. К числу лидеров по прямым инвестициям относятся Гонконг, страны БРИКС, а также Сингапур, Мексика и некоторые страны Ближнего Востока.

Наращиванию прямых инвестиций способствует, в первую очередь, укрепление корпоративного сектора крупнейших развивающихся стран. Благодаря устойчиво высокому внутреннему спросу и благоприятной внешнеэкономической конъюнктуре, в том числе на мировых финансовых рынках, компании из этих стран накопили значительные финансовые ресурсы, позволяющие им проводить активную международную экспансию, вкладывая средства в создание и покупку зарубежных филиалов и дочерних предприятий [27, с. 20-22].

В 2012 г. около 20 тыс. компаний из развивающихся стран имели дочерние структуры за рубежом (в 1992 г. таких компаний было в пять раз меньше), причем более 100 из них располагали иностранными активами, превышающими 1 млрд долларов, входя по этому показателю в число ведущих корпораций мира. Как отмечается в Докладе о мировых инвестициях - 2012, подготовленном ЮНКТАД, транснациональные корпорации (ТНК) из развивающихся государств в своей деятельности охватывали максимально широкий диапазон отраслей, не концентрируясь, как можно было бы ожидать, в добывающей промышленности. Так, в список 100 крупнейших ТНК из развивающихся стран, по итогам 2011 г., входили только 18 сырьевых предприятий, в то время как количество

компаний, работающих в сфере телекоммуникаций и производстве электроники, превышало 25.

Прямые инвестиции из развивающихся стран идут как в новые проекты и предприятия (*Greenfield projects*), так и на покупку действующих компаний. В 2012 г. число новых проектов с участием компаний из этих стран достигло 2678, увеличившись по сравнению с 2002 г. почти в три раза. Все более заметны предприятия из развивающихся государств и на рынке международных сделок *M&A*, общий объем которого в 2005 г. составил 638,0 млрд долларов, а в 2011 г. - около 832,2 млрд долларов. По различным оценкам, сумма сделок, в которых указанные компании выступили в качестве покупателя, в 2011 г. превысила 103 млрд долларов.

Примечательно, что компании из бывших стран «третьего мира» в последние годы стремятся все более активно инвестировать в иностранные высокотехнологичные предприятия, используя в дальнейшем приобретаемые технологии и ноу-хау для развития внутренних производств. Один из примеров - покупка в начале 2008 г. индийским автоконцерном *Tata Motors* у американской корпорации *Ford* за 2,8 млрд долларов двух известных английских компаний *Land Rover* и *Jaguar*, включая их исследовательские центры. В результате сделки индийская компания получила доступ к современным технологиям по производству двигателей, на самостоятельную разработку которых ей могли бы потребоваться годы. В Великобритании данное событие было оценено как «символическое», отражающее происходящую смену лидеров в мировой экономике в пользу новых стран, включая Индию.

Необходимо, однако, отметить, что прямые инвестиции из развивающихся государств в высокотехнологичные отрасли, а также инфраструктурные и некоторые другие активы, направляемые в США и ЕС, в последнее время сталкиваются с растущим противодействием со стороны властей этих стран, которые с подозрением относятся к подобным капиталовложениям, усматривая в них потенциальную угрозу для национальной экономики и оборонной сферы. Характерна в этой связи позиция США, принявших в 2007 г. новый закон об иностранных инвестициях и национальной безопасности, ужесточивший правила допуска зарубежных инвесторов в капитал американских компаний. В соответствии с этим законом, иностранным покупателям может быть отказано, если имеются достоверные свидетельства того, что ими могут быть предприняты действия, угрожающие национальной безопасности США. На основании данного закона, допускающего самое широкое толкование, уже был заблокирован ряд крупных сде-

лок с участием инвесторов из развивающихся стран. Так, в начале 2008 г. крупной китайской компании *Huawei Technologies* было отказано в приобретении миноритарного пакета акций компании *3Com*, занимающейся компьютерными разработками, даже несмотря на то, что по условиям сделки покупатель не получал доступа к секретным разработкам *3Com*. Возможность принятия аналогичных нормативных актов, создающих формальную основу для недопущения нежелательных инвестиций, в настоящее время активно прорабатывается в ЕС.

В условиях усиления протекционизма и глобальной конкуренции за все виды перспективных ресурсных и промышленных активов все большее количество развивающихся стран используют практику активной государственной поддержки прямых инвестиций национальных компаний. Причины заинтересованности государств в развитии и регулировании этого направления внешнеэкономической деятельности понятны - эффективные капиталовложения в иностранные предприятия и проекты обеспечивают доступ к новым источникам ресурсов и технологиям, более глубокую интеграцию национального хозяйства в мировое, а также улучшение платежного баланса страны за счет увеличения поступлений по статье «доходы от инвестиций». Обычно используются следующие формы государственного содействия прямому инвестированию за рубежом:

- оказание политической и административной поддержки приоритетным инвестиционным сделкам со стороны руководства страны;

- государственная финансовая поддержка прямых инвестиций путем предоставления национальным компаниям кредитов, гарантий и страховок для осуществления международных операций, а также, в некоторых случаях, совместного инвестирования государством и частным капиталом в зарубежные активы (такая практика, к примеру, существует в Бразилии, Сингапуре, Марокко);

- заключение двусторонних межгосударственных соглашений о поощрении и взаимной защите капиталовложений, улучшающих режим обращения национального капитала в других странах (например, у Китая такие соглашения в 2012 г. были заключены со 120 государствами);

- предоставление налоговых льгот и преференций для компаний, осуществляющих зарубежные капиталовложения.

Наиболее активно внешнюю экспансию своих компаний поддерживают Китай, Индия, Малайзия, ЮАР, Бразилия и Мексика [1, р. 27-52]. Указанные страны выработали и последовательно реализуют

системные стратегии расширения международного бизнеса национальных предприятий, основанные на общих приоритетах их социально-экономического развития. Так, в Китае в 2000 г. был провозглашен переход к активной внешнеэкономической стратегии «идти во вне» («*Going Global*»), основными целями которой были определены в том числе освоение природных ресурсов других государств и формирование собственных транснациональных корпораций, способных эффективно участвовать в усиливающейся глобальной конкуренции [2, р. 220]. Для стимулирования прямых инвестиций за рубеж используется разнообразный инструментарий, в том числе долгосрочное кредитование и страхование международных сделок и проектов китайских компаний Экспортно-импортным банком Китая и государственной страховой компанией *Sinosure*. Приоритет отдается проектам, расширяющим доступ национальных предприятий к природным ресурсам, особенно энергетическим, а также иностранным исследованиям и технологическим разработкам.

При этом возможность осуществлять зарубежные капиталовложения в Китае имеют не только крупнейшие китайские корпорации, но и средние предприятия, что обеспечивает высокую географическую и отраслевую диверсификацию инвестиций, повышая их экономическую эффективность. Во многом благодаря целенаправленной государственной политике ежегодный экспорт прямых инвестиций из Китая вырос с 915 млн долларов в 2000 г. до 43 млрд долларов в 2011 г., а объем накопленного за рубежом капитала - с 27,76 млрд долларов до 365,98 млрд.

### 1.3. Виды и динамика активов суверенных инвестиционных фондов

В последние годы все большее значение для мирового рынка капитала приобретает деятельность суверенных инвестиционных фондов (СИФ), называемых также фондами национального благосостояния (*Sovereign Wealth Funds - SWF*). Такие фонды сегодня сформированы более чем в 30 странах мира, главным образом развивающихся, с целью аккумулирования и долгосрочного инвестирования части валютных резервов и избыточных бюджетных доходов, получаемых от экспорта сырья и другой продукции (см. рис. 5). По своему назначению фонды обычно разделяют на *стабилизационные*, призванные смягчать неблагоприятные последствия для национальной экономики в случае ухудшения мировой экономической конъюнктуры, например снижения цен на экспортируемое сырье, и *сберегательные*, позволяющие накапливать государственные ресурсы для решения

долгосрочных социально-экономических задач [3]. На практике, однако, фонды многих стран являются многоцелевыми и не могут быть однозначно отнесены к одной из указанных групп. Средства СИФов вкладываются в различные зарубежные и внутренние активы, в том числе акции, доли участия в предприятиях, недвижимость и т. д. СИФы могут функционировать

как в виде юридически обособленной имущественной массы, находящейся под управлением национальных финансовых властей или привлеченных управляющих организаций, так и в качестве самостоятельных институтов. Контроль над фондами, как правило, осуществляет государство [25, с. 55; 26, с. 24].



Рис. 5. Суверенные инвестиционные фонды (или аналогичные структуры)

Источник: Обзор деятельности Банка России по управлению резервными валютными активами. - М.: Банк России, 2007. Вып. 4. С. 44.

В том или ином виде СИФы существуют с 1950-х годов. Более трети ныне действующих фондов было создано до 1990 г. В последние годы появление новых фондов и рост их активов значительно ускорились, что было обусловлено быстрым наращиванием торгового профицита и валютных резервов в ряде стран - крупнейших экспортёрах, в первую очередь азиатских и ближневосточных [16, с. 95-96]. Если в начале 1990-х годов в мире насчитывалось 20 СИФов с суммарными активами в 500 млрд долларов, то к концу 2012 г. число фондов удвоилось, а их общие активы увеличились более чем в 10 раз - до 5,2 трлн долларов. Только в 2012 г. активы фондов выросли в общей сложности на 8% (см. рис. 6).

Большинство аналитиков прогнозирует сохранение высоких темпов роста СИФов в ближайшие годы. В частности, по оценке Лондонского международного агентства по финансовым услугам

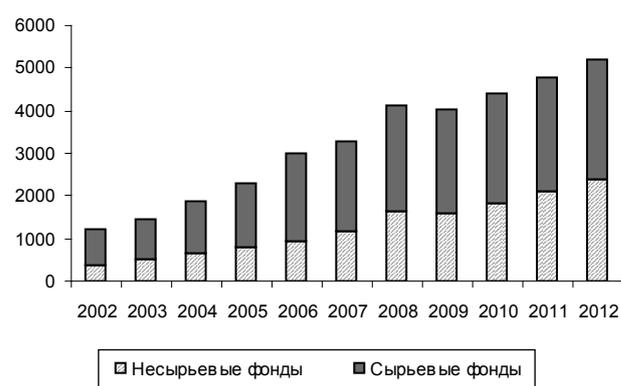


Рис. 6. Динамика активов суверенных инвестиционных фондов в 2002-2012 гг. (млрд долларов США)

Источник: The CityUK (<http://www.thecityuk.com/research/our-work/reports-list/sovereign-wealth-funds-2012/>)

(International Financial Services, London), к 2015 г. совокупный объем активов суверенных фондов до-

стигнет 10 трлн долларов, а к 2020 г. - превысит 13-15 трлн. Эксперты *Deutsche Bank* подходят более осторожно: они ожидают увеличения общих активов фондов до 8 трлн долларов в течение ближайших пяти лет и превышения ими отметки в 12 трлн долларов через 10 лет.

Традиционно основной объем активов суверенных фондов приходится на так называемые *сырьевые фонды*, формирующиеся главным образом за счет доходов от экспорта нефти и газа. К ним относятся фонды стран Персидского залива, а также Норвегии, России, Нигерии, Венесуэлы, Индонезии и некоторых других государств, активно вывозящих сырье [17, с. 140]. Такие фонды создаются как для поддержания финансово-экономической стабильности государств-экспортеров в случае резкого снижения мировых цен на энергоресурсы, так и с целью обеспечения будущих поколений дополнительными источниками доходов при истощении природных запасов. Благодаря быстрому росту мировых цен на нефть активы сырьевых фондов за последние 10 лет удвоились, в том числе за последние три года они увеличились примерно на 18%. В 2012 г. активы сырьевых фондов составили 2,850 трлн долларов, или почти 60% общего объема накоплений СИФов.

Вместе с тем все больший вес приобретают *суверенные фонды минерального происхождения*, формируемые государствами за счет доходов от экспорта несырьевой продукции, а также бюджетных и налоговых поступлений, пенсионных резервов и средств, полученных от приватизации. В 2012 г. совокупные активы таких фондов достигли 2,373 трлн долларов, увеличившись за последние три года в два раза вследствие ускоренного роста экспорта и валютных запасов азиатских стран, прежде всего Китая (включая Гонконг) и Сингапура. Доля несырьевых фондов в общих объемах СИФов в 2002-2012 гг. выросла почти в три раза - с 13 до 36% и, по прогнозам, достигнет 50% к 2015 г.

Суммарный объем активов суверенных фондов пока относительно невелик на фоне таких финансовых институтов, как пенсионные и паевые инвестиционные фонды, но уже превышает активы хедж-фондов и фондов прямых инвестиций (см. рис. 7). Учитывая, однако, опережающие темпы роста масштабов СИФов, многие эксперты предполагают, что уже к 2015-2020 гг. объемы суверенных фондов будут сопоставимы с совокупными резервами страховых компаний мира, что выведет их в число крупнейших игроков на мировом рынке капитала [15, с. 41].

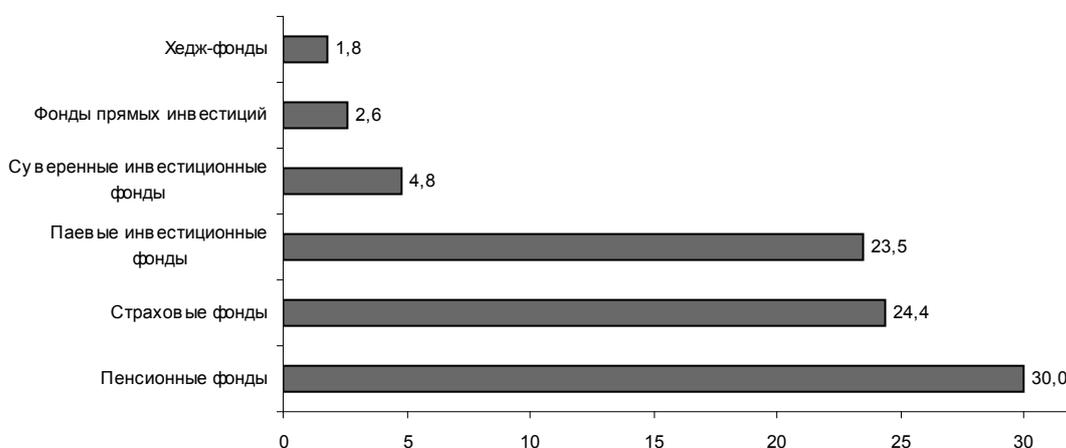


Рис. 7. Общие мировые активы СИФов и других фондов в 2010 г. (трлн долларов США)

Источник: The CityUK (<http://www.thecityuk.com/research/our-work/reports-list/sovereign-wealth-funds-2012/>)

Сырьевой характер формирования основной части суверенных фондов определяет региональную структуру их происхождения. В 2012 г. 35% активов СИФов приходилось на нефтедобывающие страны Ближнего Востока. Еще 40% активов принадлежало фондам других стран Азии, образованным в основном за счет несырьевых доходов. На европейские го-

сударства (Норвегия, Россия, Ирландия) приходилось около 17% общих активов СИФов, но лишь в Ирландии суверенный фонд носил несырьевой характер (см. рис. 8). В число стран, обладающих крупнейшими в мире фондами национального благосостояния, в настоящее время входят ОАЭ, Норвегия, Сингапур, Саудовская Аравия, Кувейт и Китай (см. таблицу 1).

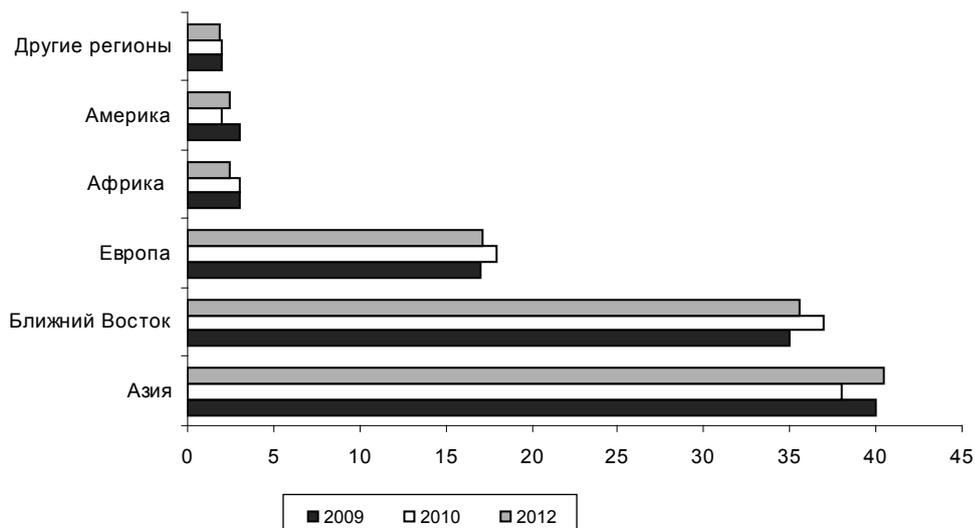


Рис. 8. Региональное распределение активов суверенных инвестиционных фондов (в % к мировому итогу)

Источник: The CityUK (<http://www.gfmag.com/tools/global-database/economic-data/12146-largest-sovereign-wealth-funds.html#axzz2OqIrcPsG>)

Таблица 1

## Крупнейшие суверенные инвестиционные фонды в 2012 г.

Страна	Название фонда	Активы, млрд долларов США	Год создания	Вид фонда
ОАЭ	Abu Dhabi Investment Authority	627,0	1976	Сырьевой
Норвегия	Government Pension Fund - Global	611,0	1990	Сырьевой
Китай	SAFE Investment Company	567,9	1997	Несырьевой
Саудовская Аравия	SAMA Foreign Holdings	532,8	...	Сырьевой
Китай	China Investment Corporation	439,6	2007	Несырьевой
Кувейт	Kuwait Investment Authority	296,0	1953	Сырьевой
Гонконг (Китай)	Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	293,3	1993	Несырьевой
Сингапур	Government of Singapore Investment Corporation	247,5	1981	Несырьевой
Сингапур	Temasek Holdings	157,2	1974	Несырьевой
Россия	National Wealth Fund	149,7	2008	Сырьевой
Китай	National Social Security Fund	134,5	2000	Несырьевой
Катар	Qatar Investment Authority	100,0	2005	Сырьевой
Австралия	Australian Future Fund	80,0	2006	Несырьевой
ОАЭ	Investment Corporation of Dubai	70,0	2006	Сырьевой
Ливия	Libyan Investment Authority	65,0	2006	Сырьевой
Казахстан	Kazakhstan National Fund	58,2	2000	Сырьевой
ОАЭ	International Petroleum Investment Company	58,0	1984	Сырьевой
Алжир	Revenue Regulation Fund	56,7	2000	Сырьевой
ОАЭ	Mubadala Development Company	48,2	2002	Сырьевой
Южная Корея	Korea Investment Corporation	43,0	2005	Несырьевой
США	Alaska Permanent Fund	40,3	1976	Сырьевой
Малайзия	Khazanah Nasional	36,8	1993	Несырьевой
Азербайджан	State Oil Fund	30,2	1999	Сырьевой
Ирландия	National Pensions Reserve Fund	30,0	2001	Несырьевой
Бруней	Brunei Investment Agency	30,0	1983	Сырьевой
Франция	Strategic Investment Fund	28,0	2008	Несырьевой

Страна	Название фонда	Активы, млрд долларов США	Год создания	Вид фонда
США	Texas Permanent School Fund	24,4	1854	Сырьевой
Иран	Oil Stabilisation Fund	23,0	1999	Сырьевой
Новая Зеландия	New Zealand Superannuation Fund	15,9	2003	Несырьевой
Канада	Alberta's Heritage Fund	15,1	1976	Сырьевой
Чили	Social & Economic Stabilization Fund	15,0	2007	Несырьевой
США	New Mexico State Investment Council	14,3	1958	Несырьевой
Бразилия	Sovereign Fund of Brazil	11,3	2008	Несырьевой
Восточный Тимор	Timor-Leste Petroleum Fund	9,9	2005	Сырьевой
Бахрейн	Mumtalakat Holdings	9,1	2006	Несырьевой
Оман	State General Reserve Fund	8,2	1980	Сырьевой

Источник: The CityUK (<http://www.gfmag.com/tools/global-database/economic-data/12146-largest-sovereign-wealth-funds.html#axzz2OqlrcPsG>)

#### 1.4. Инвестиционная стратегия суверенных фондов

Как отмечает большинство экспертов, суверенные фонды хотя и значительно разнятся по направлениям и способам вложения капитала, определяемым стоящими перед ними задачами, имеют ряд общих особенностей инвестиционной политики, отличающих их от других государственных инвестиционных институтов, в том числе от пенсионных фондов, банков и фондов развития. Важнейшей из них является стратегический характер инвестиций, ориентированных на долгосрочный результат и, как правило, не предусматривающих цели получения спекулятивной прибыли. Средства суверенных фондов инвестируются преимущественно в долговые ценные бумаги с длительными сроками погашения, акции и доли участия в компаниях, объекты недвижимости. Доля краткосрочных инвестиций достаточно высока только в СИФах стабилизационного характера, нуждающихся в запасе ликвидных активов, которые при возникновении кризисных явлений можно было бы оперативно и без потерь трансформировать в наличные средства [4, p. 95].

Кроме того, в отличие от ряда других финансовых институтов, в частности пенсионных фондов, деятельность которых жестко регулируется национальным законодательством, СИФы обычно пользуются определенной свободой принятия решений с точки зрения выбора инструментов, валюты и географии инвестирования. Это дает возможность фондам увеличивать доходность своих инвестиций за счет вложения средств в относительно рискованные виды активов, например акции и доли участия в компаниях. Здесь суверенные фонды до некоторой степени

напоминают хедж-фонды, а также нацеленные на финансовый результат и не связанные жесткими правовыми нормами. По сравнению с хедж-фондами, однако, в операциях СИФов существенно меньшее значение имеют спекулятивные мотивы.

Анализ инвестиционной стратегии СИФов, как правило, связан со значительными трудностями. Большинство фондов, на которые приходится основная часть мировых активов СИФов, непрозрачны, информации по структуре их инвестиций крайне мало. Особенно это относится к фондам, принадлежащим монархическим династиям мусульманского мира (ОАЭ, Саудовская Аравия, Кувейт, Катар, Бруней и Оман), а также фондам государств, традиционно предоставляющих ограниченные сведения о деятельности своих правительств (Китай, Венесуэла, Иран, Алжир). Так, веб-сайт крупнейшего в мире СИФа *Abu Dhabi Investment Authority* представляет собой всего лишь одну страницу с указанием адреса и контактного телефона. Своего рода исключения представляют СИФы Норвегии, Австралии, Новой Зеландии, американского штата Аляска и канадской провинции Альберта, регулярно публикующие информацию о размере активов, норме прибыли и структуре инвестиционного портфеля. Однако суммарная доля активов указанных СИФов сравнительно невелика (15-16% общих активов суверенных фондов), и по их инвестиционной стратегии нельзя судить о действиях всех фондов.

Несмотря на отмеченные проблемы, экспертами периодически предпринимаются попытки проанализировать состояние инвестиционных портфелей СИФов и выявить закономерности их формирования. Так, по оценкам *McKinsey Global Institute*, нефтяные фонды стран Ближнего Востока предпочи-

тают инвестировать в зарубежные активы, на которые в 2012 г. приходилось около 80% их капиталовложений. При этом почти половина (46%) указанных средств было инвестировано в портфели акций иностранных компаний, еще 42% - в высоконадежные финансовые инструменты (ценные бумаги с фиксированной доходностью и банковские депозиты), и только 12% направлено в прямые иностранные инвестиции, недвижимость, хедж-фонды и другие аналогичные активы с повышенной доходностью и рисками. Географическая структура капиталовложений нефтяных фондов в 2012 г. выглядела следующим образом: 55% приходилось на США, 18% - на Европу, 22% - на страны Арабского Востока и Азии.

Выявить общие тенденции инвестирования средств несырьевых фондов довольно сложно, учитывая страновую специфику каждого фонда. Как отмечают эксперты *Deutsche Bank*, в основу своих инвестиционных стратегий большинство этих СИФов традиционно закладывают приобретение американских ценных бумаг, в первую очередь облигаций Федеральной резервной системы США. По оценкам банка, в долларовых инструментах сегодня по-прежнему сосредоточено более половины активов несырьевых СИФов, хотя в последние годы их удельный вес постепенно уменьшается в пользу инвестиций в евро и других валютах.

Кроме того, ряд несырьевых фондов значительные средства инвестируют внутри своих стран. Так, *Temasek Holdings* (Сингапур) вкладывает в национальные компании около одной трети своих ресурсов, а *China Investment Corporation* в настоящее время более половины своего капитала размещает в Китае. Данная особенность несырьевых СИФов, очевидно, определяется их региональным происхождением: большинство таких фондов создано в государствах Юго-Восточной Азии с быстрорастущей экономикой, требующей значительных инвестиций, в связи с чем часть средств национальных СИФов направляется на цели внутреннего развития. Целесообразность такой инвестиционной политики определяется еще и тем, что доходность капиталовложений на бурно развивающихся рынках азиатских стран существенно выше, чем при работе с американскими и европейскими активами.

### 1.5. Инвестиционная политика суверенных фондов развивающихся стран в условиях дестабилизации мировых финансовых рынков

В 2007 г., в условиях развивающегося кризиса ипотеки *subprime* в США и усиления турбулентности на мировых рынках капитала, СИФы ряда раз-

вивающихся стран привлекли к себе всеобщее внимание, совершив несколько масштабных сделок с крупными пакетами акций ведущих американских и европейских финансовых институтов. Фонды из этих стран и раньше достаточно активно вкладывали средства в акции, направляя в них, по разным оценкам, в среднем около 40% активов, однако по своему характеру это в основном было портфельное инвестирование, когда приобретаемые пакеты акций составляли менее 1% капитала компании-эмитента. Сделки с относительно крупными акционерными пакетами, в результате которых покупатель получал бы возможность оказывать влияние на компанию, выпустившую акции, носили единичный характер. Большая их часть совершалась арабскими фондами, а также сингапурским *Temasek Holdings*, который в 2005 г. приобрел в Китае 5,1% *China Construction Bank Corp.* за 2,5 млрд долларов и 5% *Bank of China* за 1,6 млрд, а в 2006 г. - 11,55% британского *Standard Chartered Bank* за 4 млрд долларов.

Во второй половине 2010 г. - начале 2013 г. суверенные фонды из Сингапура, Саудовской Аравии, ОАЭ, Кувейта и Китая инвестировали в капитал ведущих американских и европейских банков, наиболее пострадавших от ипотечного кризиса в США, в общей сложности более 55 млрд долларов, войдя таким образом в число их крупнейших акционеров. Фактически фонды воспользовались проблемами указанных институтов, которые в условиях глобального кризиса ликвидности, по сути, не имели иных серьезных альтернатив, кроме СИФов, для оперативного восполнения огромных финансовых потерь по ипотеке *subprime*. Для фондов инвестиции в крупнейшие международные банки, безусловно, носили стратегический характер, позволяя им существенно укрепить свои позиции в глобальной финансовой системе.

Помимо инвестиций в капитал банков, в 2007-2008 гг. СИФы из развивающихся стран совершили еще целый ряд заметных сделок по покупке долей участия в известных финансовых институтах, в том числе Лондонской фондовой бирже (*LSE*), американской бирже *NASDAQ*, шведской бирже *OMX*, американских фондах прямых инвестиций *Blackstone* и *Carlyle*. Около двух третей капиталовложений в зарубежные банки и другие финансовые институты в 2012 г. - начале 2013 г. поступило из суверенных фондов стран Азии (из них 13% из Китая), еще одна треть - из ближневосточных СИФов. Больше других стран - около 30 млрд долларов - на эти цели инвестировал Сингапур через свои два СИФа.

Мнения экспертов о дальнейшем развитии инвестиционной стратегии суверенных фондов раз-

вивающихся стран сегодня разделились. Ряд аналитиков считает, что период «крупных покупок» близится к завершению, и вскоре эти СИФы вернутся к традиционной консервативной политике, ориентированной главным образом на портфельное инвестирование в акции и высоконадежные долговые инструменты.

Многие специалисты, однако, полагают, что наблюдаемое резкое увеличение инвестиций СИФов из развивающихся государств в крупные пакеты акций ведущих западных корпораций, в частности финансовых, является не просто краткосрочной тенденцией, стимулированной благоприятной для них ситуацией на рынке [5, p. 10]. Оно отражает постепенный переход указанных СИФов к более агрессивной стратегии размещения средств, нацеленной как на увеличение доходов от инвестиций, так и на более активное продвижение интересов своих стран в мировой экономике и финансовом секторе. Данная смена инвестиционной парадигмы фондов, в свою очередь, определяется отмеченным выше усилением позиций ведущих развивающихся государств в современной глобальной экономике, предполагающим в том числе расширение внешней экспансии их национальных финансовых институтов, включая СИФы [9, p. 34-36].

#### 1.6. Вопросы регулирования деятельности СИФов на международном уровне

Быстрое увеличение активов суверенных фондов развивающихся стран, а также реализованные ими в 2012 г. крупные инвестиционные сделки, явно продемонстрировавшие новые финансовые возможности и устремления СИФов, вызвали серьезную озабоченность в политических и деловых кругах западных стран [6, p. 1240]. Росту протекционистских настроений по отношению к фондам не помешал даже тот факт, что именно инвестиции СИФов позволили крупнейшим международным банкам существенно выправить свое финансовое положение, повысить уровень ликвидности и в целом способствовали стабилизации глобальных рынков капитала, пострадавших от чрезмерного увлечения американских и европейских банкиров спекулятивной высокорисковой ипотекой [11, p. 3-6].

Основное беспокойство в США и европейских странах вызывают два обстоятельства, связанных с СИФами. Во-первых, это высокая информационная закрытость и непрозрачность деятельности фондов, противоречащая принятой на Западе практике ведения финансового бизнеса. Данный факт делает СИФы своего рода «черными ящиками», чьи опе-

рации трудно оценить и спрогнозировать. Учитывая огромные объемы капитала, контролируемые СИФами, непрозрачность и непредсказуемость их действий рассматриваются как серьезная угроза стабильности мировой финансовой системы [7, p. 47-100].

Во-вторых, многие критикуют тесную связь СИФов с правительствами своих стран, далеко не все из которых относятся к числу «друзей Запада». В сочетании с непрозрачностью операций это позволяет усматривать в деятельности фондов не только обычные коммерческие мотивы, но и совершенно определенные геополитические интересы. Высказываются серьезные опасения, что инвестиции фондов в такие стратегические отрасли экономики США и ЕС, как телекоммуникации, инфраструктура, энергетика, финансовый сектор, могут обеспечить их странам мощный рычаг давления на западные государства и превратиться тем самым в значимую угрозу их национальной безопасности.

Указанные соображения побудили некоторые государства и международные организации приступить к разработке требований и рекомендаций к инвестиционной политике СИФов и порядку их допуска на национальные финансовые рынки. Так, в феврале 2012 г. Еврокомиссия подготовила предложения для руководящих органов ЕС (*A common European approach to Sovereign Wealth Funds*), в которых формируются общие принципы регулирования деятельности зарубежных СИФов в странах Евросоюза. Основным из них является принцип взаимной открытости (симметрии): суверенный фонд может свободно работать в ЕС, если в его стране нет существенных ограничений на европейские инвестиции [10, p. 13-29].

Значительное внимание в документе Еврокомиссии также уделено вопросам управления и повышения прозрачности фондов. Фондам рекомендуется, в частности:

- публиковать свою инвестиционную политику, раскрывая в ней цели и направления капиталовложений;
- применять только общепринятые процедуры покупки активов и отказаться от «серых» схем вхождения на финансовый рынок ЕС;
- повысить прозрачность деятельности за счет ежегодной публикации данных об инвестиционной позиции и структуре активов, источниках финансирования операций и другой информации.

Для снятия подозрений о наличии политических мотивов в деятельности СИФов странам - их владельцам предлагается обеспечить операционную независимость фондов, четко определив при этом

правила управления ими и порядок взаимодействия фондов с государственными властями.

Указанные принципы и требования к суверенным фондам Евросоюз предполагает закрепить в двусторонних соглашениях со странами - их владельцами. Переговоры по вопросам заключения таких соглашений Еврокомиссия планирует провести в течение 2013-2015 гг. В то же время, по заявлениям руководства Европейского центрального банка, Евросоюз пока не готовит нормативных актов, которые напрямую бы ограничивали деятельность фондов третьих стран в Европе.

Важное значение для регулирования операций СИФов в глобальном масштабе будет иметь принятие Декларации по оптимальной практике деятельности суверенных фондов, подготавливаемой в настоящее время в МВФ. Ожидается, что в этом документе, как и в предложениях Еврокомиссии, основной упор будет сделан на вопросах независимости управления и транспарентности фондов. Еще одна международная организация - ОЭСР, в свою очередь, работает над добровольным кодексом для стран, получающих инвестиции СИФов. Предлагается, в частности, чтобы эти страны избегали протекционистской политики и поддерживали справедливые и прозрачные инвестиционные сделки суверенных фондов.

В США, как отмечалось выше, в качестве превентивной меры по недопущению в страну нежелательных инвестиций в 2007 г. был принят специальный закон об иностранных инвестициях и национальной безопасности. Данный закон применим и к операциям зарубежных суверенных фондов, сделки которых с акциями американских компаний могут быть заблокированы, если, по мнению американских властей, они угрожают интересам национальной безопасности США. Контроль за поступлением внешнего капитала, в том числе средств СИФов, осуществляет специальный правительственный орган - Комитет по иностранным инвестициям в США (CFIUS).

В перспективе следует ожидать усиления давления на суверенные фонды развивающихся стран со стороны США и ЕС, чтобы, с одной стороны, сделать их более транспарентными и предсказуемыми, а с другой - попытаться направить инвестиции фондов в нужное для принимающих стран русло, например в их государственные облигации. Вместе с тем принятие жестких протекционистских мер по отношению к СИФам сегодня маловероятно, учитывая постоянно растущую зависимость экономики западных стран, и особенно США, от капиталовложений из развивающихся государств. Таким образом, фонды, которые хотя бы формально смогут выполнить основные требования европейских

и американских властей, прежде всего в части независимости управления и прозрачности, сохранят хорошие возможности для работы на рынках капитала США и Европы.

## 2. Международные инвестиции российских компаний и финансовых институтов

По мере своего формирования в начале 90-х годов прошлого века российские компании и банки стали активно экспортировать капитал за рубеж. Первоначально вывоз средств носил преимущественно характер бегства капитала, когда ресурсы направлялись в другие страны и оффшорные центры по различным «серым» схемам и фактически оказывались потерянными для России. Однако в последние годы устойчивый рост национальной экономики и связанное с ним укрепление ведущих отечественных корпораций способствовали быстрому наращиванию объема прямых частных инвестиций в иностранные предприятия и проекты. В результате по объему прямых капиталовложений, накопленных за рубежом, Россия в 2012 г. вышла на второе место после Китая среди развивающихся стран - ведущих международных инвесторов.

Наращивание экспорта прямых инвестиций оказывает неоднозначное влияние на экономику России. С одной стороны, благодаря приобретению предприятий в других странах российские компании получают доступ к новым источникам ресурсов, технологиям и рынкам сбыта, что увеличивает их международную конкурентоспособность. Внешняя экспансия национального бизнеса также содействует укреплению геополитического влияния России и усилению ее позиций в глобальной экономике. Вместе с тем увеличивающийся отток капитала заметно ослабляет ресурсную базу роста и модернизации российской экономики. Следует отметить и недостаточно эффективную структуру зарубежных инвестиций, осуществляемых сегодня в основном в добывающие активы и, по сути, способствующих закреплению сырьевой направленности российской экономики. Все это определяет необходимость более активного участия государства в регулировании экспорта капитала из России.

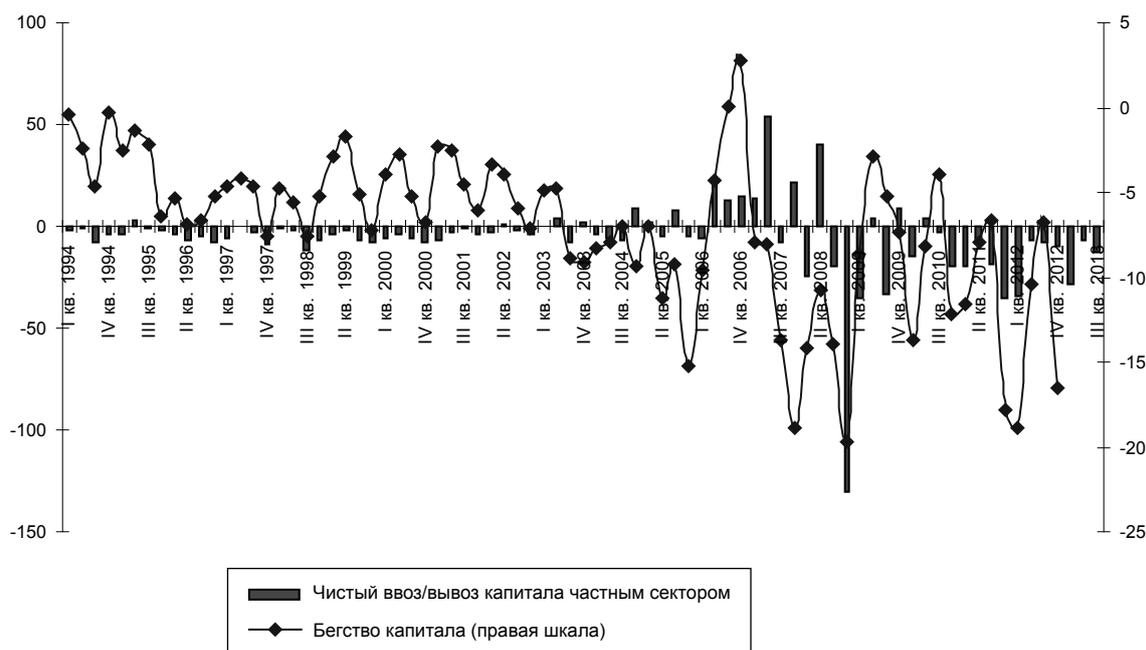
### 2.1. Прямые инвестиции российских компаний за рубежом и их значение для национальной экономики

*Масштабы экспорта частного капитала и прямых иностранных инвестиций из России.* Россия стала осуществлять внешнеэкономическую экспан-

сию еще в конце XIX века и с тех пор уже более столетия стабильно входит в число стран - крупных экспортеров финансовых ресурсов. Исторически первые значительные инвестиции за рубежом связаны с вложением предпринимательского капитала в промышленность и сферу торговли ряда европейских и азиатских государств, в том числе Китая и Ирана.

С развитием рыночных отношений и либерализацией внешнеэкономической деятельности в современной России частный бизнес вновь стал играть важную роль в экспорте капитала из страны. Однако в условиях продолжительного экономического спада и высокой финансовой нестабильности 1990-х годов вывоз предпринимательского капитала почти сразу же приобрел характер массового нелегального бегства за границу. Тысячи предприятий в обход валютного и налогового законодательства выводили капитал из страны, размещая его в оффшорных зонах и на счетах в западных банках, либо инвестируя в зарубежную недвижимость и финансовые активы.

По оценкам экспертов, масштабы бегства капитала<sup>1</sup> из России в 1990-е годы достигли 15-20 млрд долларов в год (см. рис. 9). Ежегодно путем сокрытия экспортной выручки, оплаты несуществующего импорта, предоставления фиктивных займов, а также проведения предположных операций с ценными бумагами из страны в непроизводительных целях выводились ресурсы, размер которых превышал половину всех капиталовложений в национальную экономику. С повышением макроэкономической стабильности и улучшением инвестиционного климата в первой половине 2000-х годов нелегально вывезенные капиталы стали постепенно возвращаться в Россию, но уже в форме иностранных инвестиций и займов. Однако масштабы бегства капитала из страны и сегодня по-прежнему остаются очень высокими - на уровне 5-8% к внешнеторговому обороту в год. Так, анализ платежного баланса России позволяет предположить, что даже в благополучный 2007 г. из России было вывезено по различным «серым» схемам не менее 44 млрд долларов<sup>2</sup>.



Знак «-» означает вывоз капитала, знак «+» - ввоз.

Рис. 9. Масштабы бегства и оттока капитала частным сектором из России в 1994-2013 гг. (млрд долларов США)

Источник: данные Росстата (<http://www.fedstat.ru/indicator/data.do?id=41396&referrerType=0&referrerId=947164>) и Института экономической политики им. Е.Т. Гайдара ([http://www.iep.ru/index.php?option=com\\_bibiet&Itemid=50&catid=119&lang=ru&task=showallbib](http://www.iep.ru/index.php?option=com_bibiet&Itemid=50&catid=119&lang=ru&task=showallbib))

<sup>1</sup> Бегство капитала рассчитывается сотрудниками ИЭП им. Е.Т. Гайдара по методологии МВФ и представляет собой сумму «торговых кредитов и авансов», «своевременно не полученной экспортной выручки и не поступивших товаров и услуг в счет переводов денежных средств по импортным контрактам» и «чистых ошибок и пропусков».

<sup>2</sup> Впрочем, при прочих равных условиях (прежде всего в случае стабильности цен на энергоносители) и при отсутствии усилий со стороны Правительства Российской Федерации по снижению рисков инвестиций в РФ сложно ожидать снижения бегства частного капитала из страны в 2015-2020 гг.

На фоне массового бегства капитала из страны объем прямых зарубежных инвестиций отечественных предприятий в 1990-е годы был крайне незначительным. По данным ЮНКТАД, к началу 2000 г. величина прямых инвестиций, накопленных российскими компаниями за границей, составляла лишь 20 млрд долларов, то есть в полтора-два раза меньше, чем к тому времени имели Китай и Бразилия. Нарастание экспорта инвестиций сдерживалось как относительной слабостью корпоративного сектора, в 1990-е годы, по сути, только начинавшего формироваться, так и жесткими валютными ограничениями в области движения капитала, серьезно затруднявшими публичную покупку российскими компаниями долей участия в иностранных предприятиях. Единственным регионом, в котором на всем протяжении 1990-х годов отечественные корпорации регулярно приобретали промышленные активы, были государства СНГ, чему во многом способствовали тесные хозяйственные связи, географическая близость рынков, общность инфраструктуры, а также значительная недооцененность всех видов активов в этих государствах.

Ускоренный рост российской экономики в 2000-е годы и благоприятная внешняя конъюнктура способствовали быстрому укреплению финансового положения отечественных компаний, расширению масштабов их международных операций и многократному увеличению капиталовложений в развитие бизнеса за рубежом. Официально регистрируемые показатели прямых инвестиций из России в первой по-

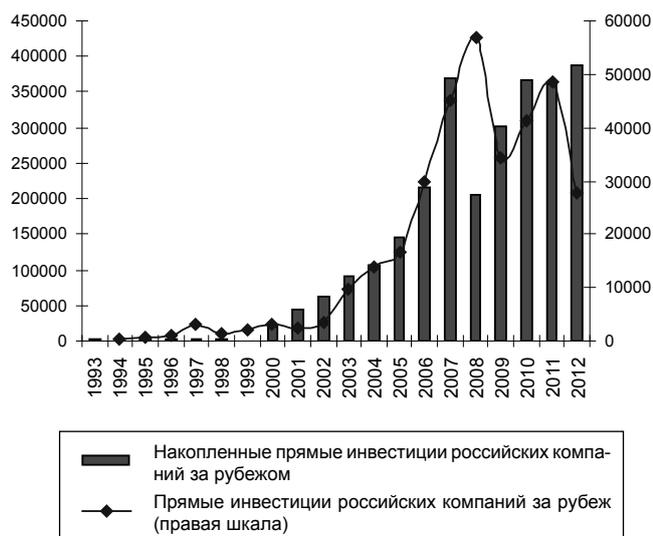


Рис. 10. Накопленные прямые инвестиции РФ за рубежом и прямые инвестиции РФ за рубеж в 1993-2012 гг. (млн долларов США)

Источник: данные Организации экономического сотрудничества и развития (<http://stats.oecd.org/index.aspx?#>)

ловине 2000-х годов выросли в 3-4 раза по сравнению с предшествующим десятилетием и превысили отметку 10 млрд долларов в год.

Настоящий всплеск инвестиционной активности российских корпораций за рубежом произошел в 2011 г. Прямые иностранные инвестиции национальных предприятий, включая участие в капитале и реинвестирование доходов, составили более 48,6 млрд долларов, втрое увеличившись по сравнению с 2010 г. При этом объем прямых инвестиций, накопленных российскими предприятиями за рубежом, достиг 387,2 млрд долларов (19,5% ВВП страны), в 20 раз превысив показатель 2000 г. (см. рис. 10 и 11).



Рис. 11. Отношение накопленных прямых инвестиций РФ за рубежом и прямых инвестиций РФ за рубеж к ВВП в 1993-2012 гг. (в % к ВВП)

Источник: данные Организации экономического сотрудничества и развития (<http://stats.oecd.org/index.aspx?#>)

Быстрое наращивание зарубежных капиталовложений отечественных компаний обеспечило России место в тройке крупнейших международных инвесторов из числа развивающихся стран. По объему прямых инвестиций, накопленных за границей, Россия сегодня уступает лишь Китаю (см. рис. 12). При этом по темпам роста международных операций российские компании заметно опережают ТНК не только развивающихся, но и развитых государств. За последние три года отечественным предприятиям удалось удвоить размер своих зарубежных активов, а также более чем в два с половиной раза увеличить размеры выручки от собственных операций. В их подразделениях за рубежом трудится свыше 150 тыс. человек - вдвое больше, чем в начале 2000-х годов. Таким образом, масштабы глобальной экспансии национального капитала уже позволяют гово-

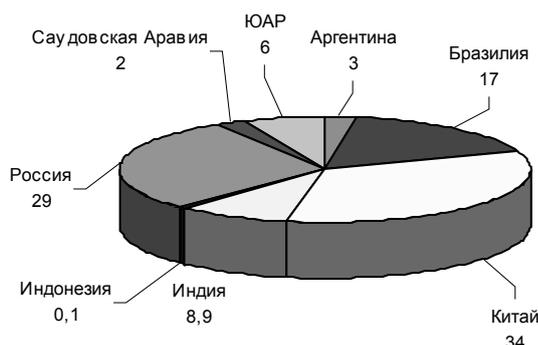


Рис. 12. Накопленные иностранные инвестиции развивающихся стран в 2012 г. (в % к итогу среди стран - членов ОЭСР)

Источник: данные Организации экономического сотрудничества и развития (<http://stats.oecd.org/index.aspx?#>)

речь о начале формирования за рубежом «второй экономики», охватывающей производственную и сбытовую деятельность российских компаний на внешних рынках [28].

В результате ускорившейся глобальной экспансии ведущие российские компании начали обретать черты, присущие мировым ТНК. Лидирующие позиции в России по размеру зарубежных активов занимают нефтедобывающие и металлургические компании: «Лукойл»<sup>3</sup>, «Газпром», «Северсталь» и «Русал». Совокупная величина заграничных активов четырех указанных компаний по итогам 2012 г. достигла более 60 млрд долларов (см. таблицу 2). Наряду с сырьевыми компаниями и производителями металлов, глобальные стратегии развития успешно реализуют крупнейшие российские телекоммуникационные холдинги, а также транспортные компании, занятые морскими перевозками.

Вместе с тем объемы бизнеса отечественных предприятий за рубежом все еще далеко не соответствуют месту и роли России в мировой экономике. Доля прямых заграничных инвестиций, накопленных российскими компаниями, в их общемиро-

Топ-20 российских компаний по размеру зарубежных активов в 2012 г. (млрд долларов США)

№	Название группы компаний	Отрасль	Активы за рубежом
1	Лукойл	нефть/газ	29,159
2	Газпром	нефть/газ	21,767
3	Евраз	металлургия/горнодобыча	8,210
4	Мечел	сталелитейная промышленность / добыча металлических руд и угля / производство электроэнергии	6,365
5	Совкомфлот	транспорт	5,838
6	АФК «Система»	конгломерат	5,207
7	Северсталь	металлургия/горнодобыча	5,194
8	Русал	металлургия/горнодобыча	4,611
9	Новолипецкий металлургический комбинат	металлургия/горнодобыча	4,226
10	Атомредметзолото	добыча урана	3,731
11	ТНК-ВР	нефть/газ	2,940
12	ТМК	производство металлических труб	2,394
13	Магнитогорский металлургический комбинат	металлургия/горнодобыча	2,101
14	Норильский никель	цветная металлургия / добыча металлических руд	1,968
15	Зарубежнефть	добыча нефти / производство нефтепродуктов	1,834
16	NordGold	добыча золота	1,695
17	ИНТЕР РАО ЕЭС	производство и распределение электроэнергии	1,433
18	Роснефть	нефть/газ	1,045
19	FESCO	транспорт	0,747
20	Акрон	сельское хозяйство	0,721
ИТОГО			<b>111,186</b>

Источник: данные Института мировой экономики и международных отношений ([http://www.imemo.ru/ru/conf/2013/16042013/16042013\\_doklad.pdf](http://www.imemo.ru/ru/conf/2013/16042013/16042013_doklad.pdf))

<sup>3</sup> Компания «Лукойл», согласно международной статистике, является одной из крупнейших транснациональных корпораций, зарегистрированных в странах Центральной и Восточной Европы. С момента своего создания эта компания стремилась к расширению сфер влияния, в том числе путем участия в разработках нефтяных месторождений за пределами России. В частности, «Лукойл» приобрел доли участия в разработке месторождений в Казахстане, на шельфе Каспийского моря. Компания также ведет активную деятельность по разведке и освоению месторождений в Египте, Тунисе, Иране. Среди перспективных направлений деятельности рассматриваются рынки Китая, Перу и т. д. Совместно с эстонской компанией «Силмет Групп» «Лукойл» строит нефтяной терминал в Эстонии для обеспечения своих экспортных операций. Параллельно расширяется сбытовая сеть: компания имеет собственные сети автозаправочных станций (АЗС) в странах СНГ, прибалтийских государствах, в Турции, Польше, Чехии, а также в США, где «Лукойл» приобрел акции сбытовой компании «Гетти Петролеум». Для обеспечения своих зарубежных сетей АЗС «Лукойл» начал приобретать нефтеперерабатывающие заводы (НПЗ) в странах их размещения. В частности, в Румынии был куплен контрольный пакет акций НПЗ «Петротел». Параллельно «Лукойл» создает собственный танкерный флот, чтобы существенно снизить транспортные издержки. В результате столь впечатляющего роста своего присутствия на мировом рынке «Лукойл» сегодня производит порядка 3% ВВП России и обеспечивает до 7% налоговых поступлений государства.

вом объеме не превышает 1,5%, что в полтора-два раза меньше доли России в мировом ВВП и международной торговле. По масштабам деятельности на внешних рынках российские предприятия также заметно уступают ТНК из развитых и ряда развивающихся стран. Так, всего две отечественные компании имеют за рубежом активы стоимостью более 10 млрд долларов, и лишь одна по объему своих международных операций входит в первую десятку ТНК развивающихся стран. Крупнейшая по размеру внешних активов российская компания «Лукойл» в 2009 г. занимала только 68-е место в рейтинге крупнейших корпораций мира журнала Forbes. При этом ее иностранные активы почти на порядок уступают зарубежным активам нефтедобывающих ТНК развитых стран.

**Отраслевая и региональная структура прямых зарубежных инвестиций российских компаний.** По оценкам экспертов, в 2012 г. российские компании вложили в покупку иностранных предприятий более 139,1 млрд долларов (с учетом приобретения ОАО «НК «Роснефть» компании ТНК-ВР за 56 млрд долларов)<sup>4</sup>, заключив около 427 крупных сделок, из которых каждая пятая на сумму, превышающую 100 млн долларов. Большая часть операций была связана с поглощением предприятий, занятых теми же видами деятельности, что и компании-покупатели. Таким образом, отечественные предприятия основной упор делали на расширение профильного бизнеса, а не диверсификацию своей активности (см. таблицу 3).

Таблица 3

## Крупнейшие сделки по слиянию и поглощению в России в 2012 г.

Объект сделки	Сектор	Покупатель	Продавец	Приобретенная доля, в %	Сумма сделки, млн долларов США
ОАО «Мегафон»	Телекоммуникации и медиа	Группа инвесторов	Altimo/TeliaSonera AB	26,1	5200
Сбербанк	Сектор финансовых услуг	Группа инвесторов (SPO)	ОАО «Сбербанк России»	7,6	5200
ОАО «Вымпелком»	Телекоммуникации и медиа	Altimo	Weather Investments II S.a r.l.	14,8	3600
Denizbank AS	Сектор финансовых услуг	Сбербанк	Группа Dexia	99,9	3596
Газпромбанк	Сектор финансовых услуг	Внешэкономбанк и нынешние акционеры (Газпром; НПФ «Газфонд»; Газтэк; Новфинтех)	...	22,7	3125
SaBMiller Plc (пивоваренные активы в России и на Украине)	Потребительский сектор, розничная торговля и сельское хозяйство	Anadolu Efes	SABMiller Plc	100,0	1900
ОАО «Мегафон»	Телекоммуникации и медиа	Группа инвесторов (IPO)	TeliaSonera AB/ОАО «Мегафон»	15,1	1830
Первая грузовая компания	Транспорт, логистика и инфраструктура	Владимир Лисин (частный инвестор)	ОАО «РЖД»	25,0	1616
Имилорское, Западно-Имилорское и Источное месторождения	Металлургия и горнодобывающая промышленность	ООО «ЛУКОЙЛ-Западная Сибирь»	Государственный аукцион	н.д.	1650
ООО «Скартел»	Телекоммуникации и медиа	Garsdale Services Investment Limited	Сергей Адоньев (75%) и ГК «Ростехнологии» (25%)	100,0	1500
WINGAS, WIEN, WIEE, Astora и Wintershall Noordzee B.V	Нефтегазовый сектор	Газпром	BASF SE	50,0	1500
<b>Общая сумма 11 крупнейших сделок*</b>					<b>30716</b>
% от общей суммы сделок в России					37,0

\* Без учета приобретения ОАО «НК «Роснефть» компании ТНК-ВР.

Источник: Рынок слияний и поглощений в России в 2012 г. - М.: KPMG, февраль 2013 г. С. 7.

<sup>4</sup> Если учесть, что в 2013 г. ожидается закрытие сделки по покупке «Роснефтью» ТНК-ВР за 56 млрд долларов США, то рост данного сектора выглядит колоссальным, а зависимость российского рынка M&A от сырьевого комплекса заметно усиливается.

Однако в 2012 г. наблюдалась относительная диверсификация сделок по слияниям и поглощениям по секторам: наряду с тремя секторами, связанными с энергетикой и природными ресурсами, которые исторически играли доминирующую роль на российском рынке слияний и поглощений, все более активными становятся сектор телекоммуникаций и медиа, а также сектор финансовых услуг. В 2012 г. на металлургию и горнодобывающую промышленность, нефтегазовый сектор, энергетику и коммунальный сектор пришлось четверть от общего количества сделок, их доля в общей сумме сделок снизилась до 31% (в 2011 г. она составляла 43%). Это преимущественно связано с сохраняющимся отсутствием активности со стороны крупных угледобывающих компаний и интегрированных производите-

лей стали вследствие падения цен на сырьевые товары и реализации крупных текущих программ капиталовложений. В секторе телекоммуникаций и медиа 77% от общей суммы сделок связаны с реструктуризацией компаниями *Altimo* и *AF Telecom* своих портфелей телекоммуникационных активов. Между тем в секторе финансовых услуг 76% от общей суммы сделок пришлось на вторичное размещение акций Сбербанка России, его выход на рынок Турции за счет приобретения *Denizbank* и конвертацию субординированного долга ОАО «Газпромбанк» в акции. В отраслях, не связанных с энергетикой и природными ресурсами, только в секторе недвижимости и строительства в 2012 г. наблюдалось снижение общей суммы сделок, хотя их количество осталось неизменным (см. рис. 13).

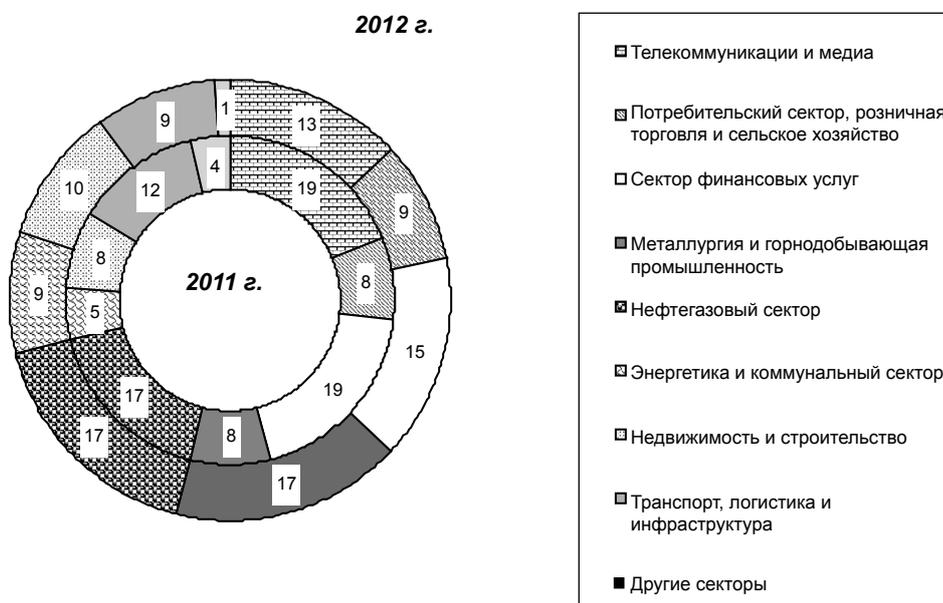


Рис. 13. Отраслевая принадлежность зарубежных активов, приобретенных российскими компаниями в 2011-2012 гг. (в % от общего объема сделок)

Источник: Рынок слияний и поглощений в России в 2012 г. - М.: KPMG, февраль 2013 г. С. 8.

В результате приобретения «Роснефтью» компании ТНК-ВР создана крупнейшая в мире публичная нефтяная группа. Эта сделка стоимостью 56,0 млрд долларов США более чем в 10 раз превысила по размеру вторую крупнейшую сделку, объявленную в течение года; при этом на ее долю пришлось 67% от общей суммы сделок, объявленных в России в 2012 г. Общая сумма девяти крупнейших сделок (не включая сделку «Роснефти») составила 27,7 млрд долларов США, или одну треть от общей суммы всех российских сделок, объявленных в 2012 г. Приобретение компанией *Anadolu Efes* российских и украинских пивоваренных активов *SABMiller*, а так-

же покупка Владимиром Лисиным оставшихся 25% акций ОАО «Первая грузовая компания» стали двумя единственными сделками из 10 крупнейших, которые были совершены не в нефтегазовом, телекоммуникационном или банковском секторах.

В 2013 г., несмотря на ухудшение конъюнктуры мировых финансовых рынков, российский бизнес продолжил активно наращивать присутствие за границей. Сумма сделок по покупке зарубежных активов, заключенных российскими компаниями, к марту 2013 г. уже превысила 8 млрд долларов. Как и в 2012 г., основной объем совершенных покупок пока приходится на металлургию.

Приоритетными для развития зарубежного бизнеса российских компаний остаются страны СНГ, а также Западной и Восточной Европы [14; 18-23]. Первые выступают преимущественно источниками укрепления производственной и ресурсной базы отечественных компаний, вторые открывают доступ к новым потребителям и технологиям, помогая освоить производство продукции с более высо-

кой добавленной стоимостью и более глубокой степенью переработки, а также позволяют обойти тарифные и нетарифные ограничения Евросоюза в отношении импортируемых товаров. Сегодня на эти две группы стран приходится более 80% зарубежных активов крупнейших отечественных корпораций (см. рис. 14).

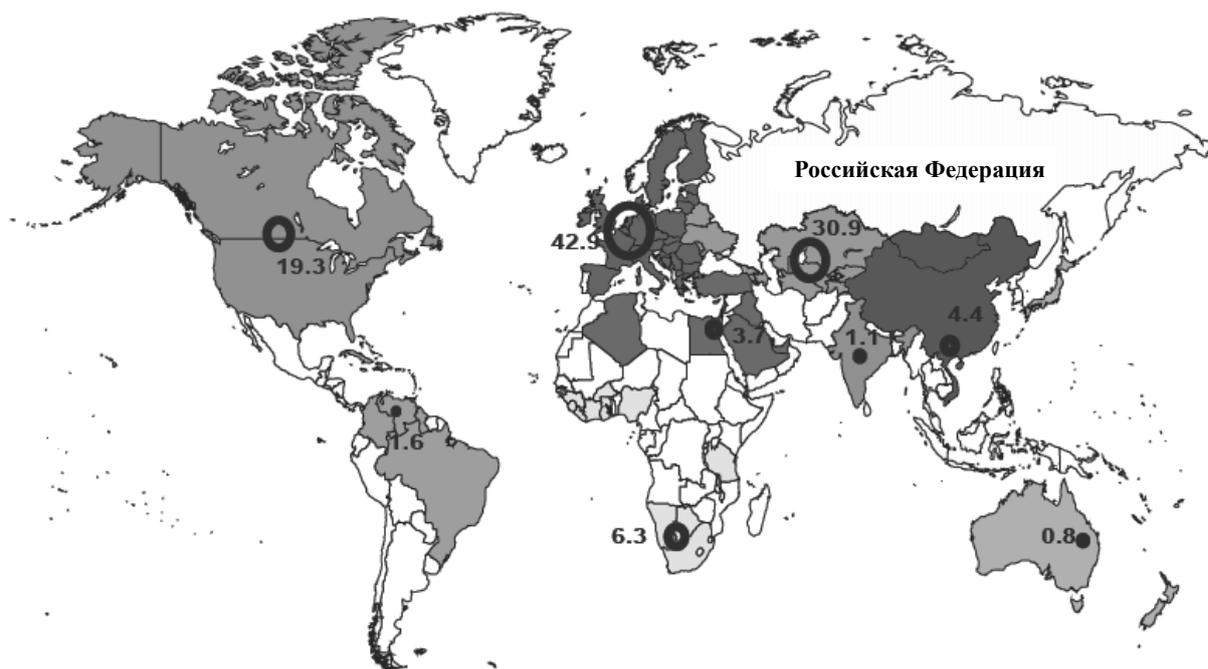


Рис. 14. География зарубежных активов крупнейших российских компаний в 2011 г.

Источник: данные Института мировой экономики и международных отношений РАН ([http://imemo.ru/ru/conf/2013/16042013/16042013\\_doklad.pdf](http://imemo.ru/ru/conf/2013/16042013/16042013_doklad.pdf))

Значительный интерес для национальных компаний представляет североамериканский рынок, открывающий уникальные возможности для сбыта выпускаемой продукции. Однако вход на этот рынок является одним из самых сложных и дорогостоящих в мире, что объясняет относительно небольшой объем российских инвестиций в предприятия США и Канады. Растет также стратегический интерес отечественных предприятий к рынкам стран Азии и Африки, которые со временем могут стать важным направлением глобальной экспансии российского капитала. Только за последние три года отечественные компании инвестировали в проекты, реализуемые в этих странах, более 5 млрд долларов.

**Значение прямых иностранных инвестиций российских компаний для национальной экономики.** Как отмечают специалисты, стремительное на-

ращивание российскими компаниями объема прямых иностранных инвестиций оказывает противоречивое влияние на экономику страны. С одной стороны, приобретение внешних активов содействует повышению конкурентоспособности отечественного бизнеса, открывая для России новые возможности, связанные с углублением международной кооперации и диверсификацией производства, заимствованием передовых технологий и методов управления, доступом к новым источникам сырья и финансовых ресурсов. Одновременно это способствует улучшению качества корпоративного управления, повышению финансовой устойчивости отечественных предприятий за счет укрепления ресурсной базы и расширения рынков сбыта. Активная международная экспансия национальных корпораций самым положительным образом сказывается на общем усилении

позиций России в мировой экономике и росте ее геополитического влияния.

С другой стороны, в ситуации, когда многие отрасли российской экономики продолжают испытывать острую потребность в капитальных вложениях, масштабный вывоз финансовых средств, даже в форме прямых инвестиций, ослабляет ресурсную базу роста внутри страны, препятствуя скорейшей модернизации национальной промышленности. Так, в 2012 г. объем прямых инвестиций отечественных предприятий за рубеж достиг 17% суммарной величины их внутренних капиталовложений. Это вдвое больше, чем у большинства развитых стран, в отличие от России не испытывающих серьезного дефицита инвестиций на цели своего социально-экономического развития. В то же время у других крупнейших развивающихся государств, как и Россия нуждающихся в привлечении значительных капиталовложений в национальную экономику, относительные показатели, характеризующие международную инвестиционную активность корпоративного сектора, существенно ниже российских. Например, соотношение прямых инвестиций, накопленных за границей и привлеченных из-за рубежа, в 2012 г. в России составило 0,8, в то время как в Китае и Индии - в два-три раза меньше.

Необходимо отметить и недостаточно эффективную с точки зрения развития экономики России структуру прямых зарубежных инвестиций отечественных корпораций. Прежде всего вызывает озабоченность их явная сырьевая направленность, во многом способствующая консервации позиции России на мировом рынке как узкоспециализированного поставщика сырьевых ресурсов. Более половины всех заграничных активов страны сегодня приходится на нефтегазовый сектор и еще четверть - на металлургическую и горнодобывающую промышленность. В отличие от других ведущих развивающихся государств, в частности Китая и Индии, в России по-прежнему крайне мало компаний, активно развивающих современное промышленное производство и готовых для этого инвестировать в покупку высокотехнологичных предприятий за границей. Доля инновационной продукции в общем объеме промышленного производства российских ТНК не превышает 5-7%, то есть в пять-шесть раз меньше, чем у ведущих зарубежных корпораций. При этом расходы на НИОКР у последних могут достигать 15-20% всей выручки и ежегодно исчисляться десятками миллиардов долларов, в то время как у отечественных ТНК аналогичные показатели на порядок ниже.

Еще одним негативным фактором является концентрация зарубежных активов у ограниченного чис-

ла крупных предприятий. Сегодня в России примерно 20 компаний контролируют до 40% всех заграничных активов. В развитых странах уровень концентрации в этой области как минимум в два раза меньше. В то же время малый и средний инновационный бизнес, в отличие от крупных сырьевых корпораций испытывающий значительные организационные и финансовые трудности с поиском зарубежных партнеров и выходом на внешние рынки, практически не представлен за рубежом. Очевидно, что это обстоятельство также не способствует решению приоритетной задачи диверсификации и технической модернизации национальной экономики.

Наконец, рост экспорта прямых инвестиций далеко не всегда сопровождается увеличением обратного притока средств в Россию в виде доходов от инвестиций. Это связано с тем, что зачастую в сделках по приобретению иностранных предприятий или долей в них покупателями выступают не сами российские компании, а их оффшорные структуры, которые и аккумулируют впоследствии прибыль от вложений. Более того, дочерние иностранные компании нередко используются отечественными предприятиями для минимизации налогов, в частности путем применения во взаиморасчетах заниженных трансфертных цен, позволяющих укрыть большую часть прибыли за границей.

Недостаточная экономическая эффективность прямых инвестиций, осуществляемых национальными компаниями за рубежом, в значительной степени объясняется отсутствием в России действенных механизмов государственной поддержки и регулирования экспорта частного капитала, которые позволяли бы стимулировать движение по приоритетным для страны направлениям [24]. В отсутствии системной политики содействие со стороны государства российским инвестициям за рубежом сводится в основном к лоббированию, нередко довольно успешному, крупных сделок с участием ведущих отечественных компаний, преимущественно госкорпораций. В остальных же случаях отечественный бизнес пытается «пробиться» на внешние рынки самостоятельно.

При этом российским компаниям зачастую приходится сталкиваться с серьезными барьерами, не позволяющими в полной мере осуществить задуманные инвестиционные планы и снижающими эффективность зарубежных капиталовложений. К числу таких барьеров относится, в первую очередь, сохраняющееся настороженное, а порой и просто прохладное отношение властей и деловых кругов западных стран к отечественному бизнесу, в действиях которого нередко усматриваются политические мотивы

(«рука Кремля»), стремление скупить за нефтедоллары стратегические активы с целью оказания впоследствии давления на западные страны. Подобное отношение зачастую оборачивается неприкрытыми дискриминационными действиями властей принимающих стран по отношению к инвестициям из России. Капиталовложения отечественных компаний за рубежом сдерживаются и не всегда гладкими внешнеполитическими отношениями России с некоторыми государствами, прежде всего со странами Балтии и СНГ.

В результате, даже имея значительные финансовые ресурсы, российские компании далеко не всегда могут рассчитывать на успех в приобретении зарубежных активов. Стоимость несостоявшихся сделок по покупке отечественными ТНК крупных западных компаний оценивается в сумме, превышающей 40 млрд долларов. В их числе неудавшаяся попытка объединения «Северсталь» с европейским металлургическим концерном *Arcelor*, приобретения «Газпромом» британской газораспределительной компании *Centica*, а также обмена активами между АФК «Система» и *Deutsche Telecom*.

Исправлять недостатки, присущие вывозу национального капитала за рубеж, необходимо в первую очередь за счет экономических методов. Запреты и ограничения в этой области малоэффективны. Они могут только ухудшить международную конкурентоспособность российских компаний, помешав им

в полной мере использовать преимущества глобализации товарных и финансовых рынков. Более того, рост прямых инвестиций за рубеж следует поощрять, стимулируя, однако, их более эффективное применение. В этой связи все большее значение приобретает разработка государственной стратегии в области экспорта национального капитала, которая позволила бы качественно изменить структуру прямых инвестиций, накопленных за рубежом, в частности за счет повышения в ней доли капиталовложений в высокотехнологичные производства.

## 2.2. Динамика и особенности вывоза капитала российским банковским сектором

**Масштабы и структура экспорта капитала российскими банками.** Экспорт капитала российскими банками осуществляется как в виде прямых инвестиций в создание или покупку зарубежных структурных подразделений, так и путем вложения средств в иностранные финансовые инструменты, в том числе в ценные бумаги, депозиты в зарубежных банках, ссуды юридическим лицам - нерезидентам. В 1990-е и начале 2000-х годов объемы вывоза средств национальными кредитными организациями, по данным Банка России, были относительно небольшими, составляя не более 3-4 млрд долларов в год. С 2005 г. экспорт капитала банковским сектором резко ускорился. По итогам 2011 г., он



Знак «-» означает вывоз капитала, знак «+» - ввоз.

Рис. 15. Чистый ввоз/вывоз капитала банковским сектором России в 2000-2012 гг. (млрд долларов США)

Источник: данные Росстата (<http://www.fedstat.ru/indicator/data.do?id=41396&referrerType=0&referrerId=947164>) и Института экономической политики им. Е.Т. Гайдара ([http://www.iep.ru/index.php?option=com\\_bibiet&Itemid=50&catid=119&lang=ru&task=showallbib](http://www.iep.ru/index.php?option=com_bibiet&Itemid=50&catid=119&lang=ru&task=showallbib)).

достиг 32,0 млрд долларов, увеличившись по сравнению с 2000 г. более чем в девять раз (см. рис. 15). Следует отметить, что по абсолютным показателям вывоза капитала российские банки уступают отечественным нефинансовым корпорациям и государству. При этом средние темпы роста вывоза капита-

ла в 2000-2012 гг. существенно отставали от общей динамики активов банковского сектора<sup>5</sup>, в результате чего доля иностранных вложений в совокупных активах кредитных организаций к концу периода заметно сократилась (см. рис. 16).

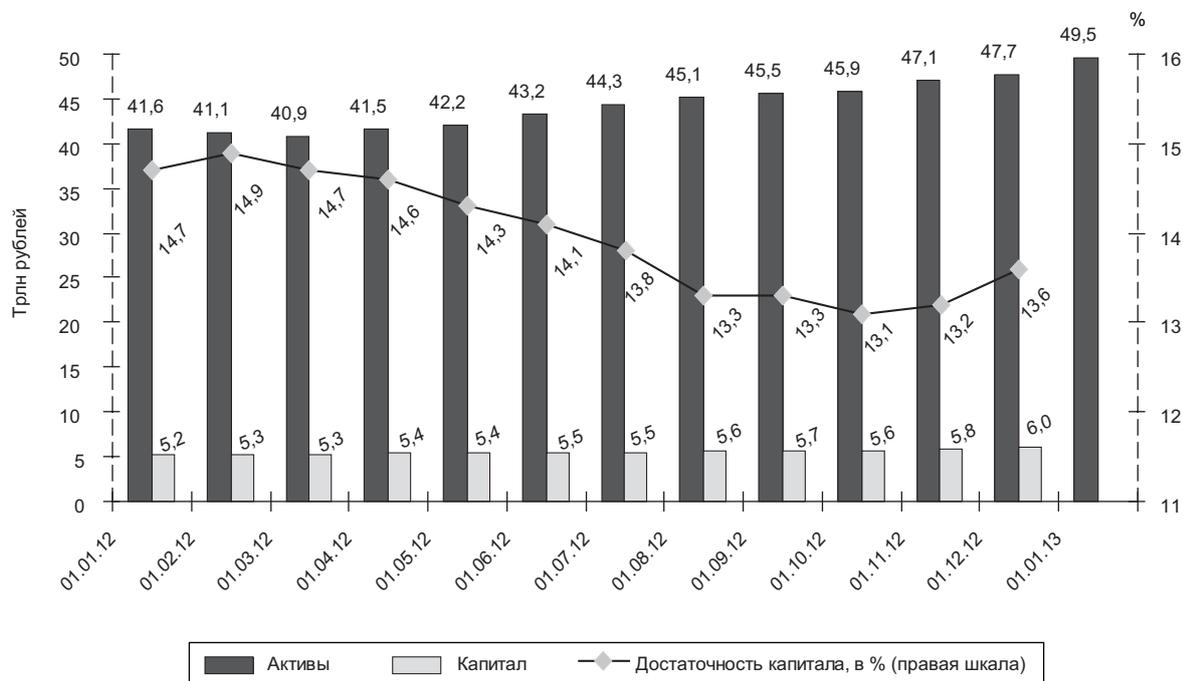


Рис. 16. Активы и капитал банковского сектора Российской Федерации в 2012 г.

Источник: Министерство экономического развития Российской Федерации ([http://www.economy.gov.ru/minec/activity/sections/macro/monitoring/doc20130206\\_004](http://www.economy.gov.ru/minec/activity/sections/macro/monitoring/doc20130206_004)).

Увеличение вывоза капитала отечественными банками в 2005-2012 гг. во многом стало следствием масштабного притока в это время иностранных финансовых ресурсов в российский банковский сектор. Так, в 2010 г. импорт капитала банками увеличился по сравнению с 2008 г. почти в два раза, составив 17,7 млрд долларов, а по итогам III квартала 2012 г. этот показатель достиг 15,2 млрд долларов. Часть привлекаемых ресурсов, временно неиспользовавшихся кредитными организациями, размещалась в иностранные финансовые активы как с целью получения инвестиционного дохода, так и для поддержания на требуемом уровне открытых валютных позиций и банковских нормативов. Таким образом, увеличение экспорта капи-

тала отечественными банками в последние годы в определенной степени носило технический характер, связанный с необходимостью временного размещения свободных средств. Этот вывод подтверждается анализом структуры вывоза капитала, в которой устойчиво не менее одной трети приходится на краткосрочные вложения, включая остатки на текущих счетах, депозиты и ссуды сроком до одного года.

Вместе с тем в 2005-2012 гг. в структуре вывоза капитала банками значительно выросла доля долгосрочных инвестиций в виде «длинных» депозитов в иностранных банках и кредитов, выданных нерезидентам на срок более одного года. Если в 2005 г. она составляла около 20% общего объема экспорта

<sup>5</sup> За 2012 г. активы банковского сектора увеличились на 18,9% - до 49509,6 млрд рублей. Собственные средства (капитал) кредитных организаций (без учета ОАО «Сбербанк России») возросли на 19,4% - до 4435,6 млрд рублей. Количество действующих кредитных организаций сократилось с 978 на 1 января 2012 г. до 956 на 1 января 2013 г. Количество кредитных организаций с капиталом свыше 180 млн рублей (без учета кредитных организаций, по которым осуществляются меры по предупреждению банкротства) составило 896 (93,7% от числа действующих на 1 января 2013 г.).

средств, то в 2012 г. - уже примерно половину. Рост долгосрочных вложений во многом обусловлен быстрым развитием в последние годы сети зарубежных структурных подразделений российских банков, финансирование деятельности которых обычно осуществляется материнскими организациями путем размещения в них депозитов и ссуд. Кроме того, по мере увеличения прямых инвестиций из России растет объем кредитов, в том числе долгосрочных, выдаваемых банками иностранным подразделениям российских компаний. Международные кредитные операции банков способствуют расширению внешней экспансии национального бизнеса, хотя и, безусловно, несколько сужают их возможности финансирования российской экономики.

**Прямые иностранные инвестиции национальных банков.** Первые инвестиции в создание зарубежных банков были осуществлены еще в царской России. Уже к концу XIX века Московский международный торговый банк через многочисленные отделения в Европе и Азии занимался финансированием хлебной торговли страны. Персидский учетно-ссудный банк, учрежденный Министерством финансов России, стал к началу XX века главным финансовым посредником в русско-иранской торговле. Через Русско-Китайский банк до революции активно финансировалось строительство железных дорог

на Дальнем Востоке и в Китае, в том числе Транссибирской магистрали.

СССР инвестировал значительные средства в создание и развитие сети зарубежных кредитных организаций (совзагранбанков), расположенных в крупнейших европейских финансовых центрах и занимавшихся, наряду с обслуживанием внешнеторговых контрактов советских предприятий, управлением золотовалютными резервами страны.

Своего рода третья волна банковской экспансии за рубеж из России приходится на середину 1990-х годов, когда в результате рыночных реформ сформировались и окрепли достаточно крупные национальные коммерческие банки. Ряд банков, порой несмотря на серьезное противодействие регулирующих властей принимающих стран, сумели открыть за рубежом свои филиалы, в частности на Кипре, в Швейцарии, Люксембурге, Нидерландах, Турции и некоторых оффшорных центрах. Валютно-финансовый кризис 1998 г., болезненно сказавшийся на отечественном банковском секторе, серьезно затормозил продвижение банков за рубеж, заставив многих из них закрыть уже созданные иностранные подразделения. В результате к 2000 г. за границей функционировало только четыре филиала российских банков и порядка 50 представительств, не имевших права заниматься банковской деятельностью.

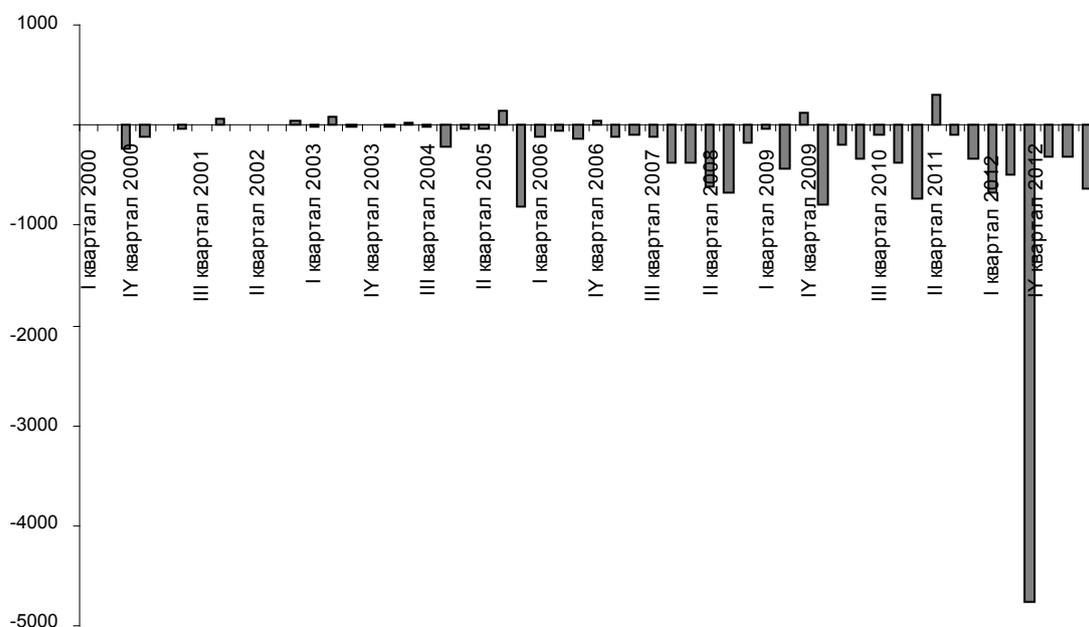


Рис. 17. Экспорт прямых банковских инвестиций в 2000-2012 гг. (млн долларов США)

Источник: Банк России ([http://cbr.ru/statistics/?Prtid=svs&ch=PAR\\_7237#CheckedItem](http://cbr.ru/statistics/?Prtid=svs&ch=PAR_7237#CheckedItem))

В начале 2000-х годов инвестиционная активность российских банков за рубежом в целом была невысока, хотя отдельные довольно крупные сделки происходили. Так, Альфа-Банк в 2001 г. приобрел 100% акций Амстердамского торгового банка (Нидерланды), став первым частным отечественным банком - обладателем «дочки» в ЕС.

Динамика прямых банковских инвестиций за рубеж заметно ускорилась (см. рис. 17) в 2007-2009 гг. По мере наращивания финансовых возможностей ведущие российские банки стали все более активно вкладывать средства в расширение своего международного присутствия как путем покупки действующих иностранных организаций, так и создавая за рубежом дочерние организации и филиалы «с нуля». При этом кардинально изменились характер и мотивы экспансии. Если в 1990-е годы банки, открывая филиалы и представительства в других странах, в основном руководствовались задачами привлечения иностранного капитала, а также имиджевыми соображениями, то сегодня они ставят перед собой масштабные цели освоения новых перспективных рынков банковских услуг, региональной диверсификации бизнеса, обеспечения комплексного финансово-банковского сопровождения трансграничных проектов и сделок национальных корпораций.

В начале 2013 г. большинство ведущих российских банков уже располагало собственными дочерними филиалами за границей. Наиболее последовательную политику расширения присутствия на внешних рынках проводит группа ВТБ, у которой за рубежом работает уже почти одна пятая часть активов. За последние четыре года группой созданы дочерние структуры в Украине, Беларуси, Армении и Грузии, в развитие которых инвестировано более 400 млн долларов, консолидировано участие в капитале росзагранбанков в Западной Европе, открыты филиалы в Индии и Китае, а также учреждены дочерние банки во Вьетнаме и Анголе. Сегодня ВТБ способен оказывать качественную финансовую поддержку отечественному бизнесу более чем в 15 странах СНГ, Западной Европы, Азии и Африки. При этом ВТБ намерен продолжить активную зарубежную экспансию, рассчитывая к 2020 г. стать первым и единственным в мире кредитно-финансовым институтом, предоставляющим банковские услуги практически на всем постсоветском пространстве.

Расширять присутствие за границей намерены и другие крупные российские банки. В частности, Сбербанк уже заявил о своих планах открыть новые отделения в странах СНГ, а также филиалы в Индии и Китае. Газпромбанк собирается инвестировать не-

сколько сотен миллионов долларов в создание дочерних банков в странах ближнего зарубежья, а также учредить до конца 2015 г. финансовую компанию в Лондоне, которая обеспечит его клиентам доступ к международным рынкам капитала.

Приоритетным направлением внешней экспансии российских банков сегодня являются страны СНГ и Западной Европы. Рынки государств СНГ привлекают банки в первую очередь привычной предпринимательской средой и возможностью быстрого наращивания объемов бизнеса в условиях низкой конкуренции на местных рынках банковских услуг. Не случайно, открывая отделения в странах ближнего зарубежья, отечественные кредитные организации рассчитывают заниматься не только обслуживанием компаний из России, но и активно работать с местным бизнесом и населением.

Серьезным сдерживающим фактором экспансии, однако, являются высокие политические риски инвестирования в этих странах. Развитые рынки рассматриваются российскими банками и их клиентами прежде всего как источники долгосрочных финансовых ресурсов. Поэтому при выходе на них банки основной упор делают на инвестиционных услугах. Работа в ЕС, однако, затрудняется высоким уровнем затрат на создание и поддержание бизнеса, а также весьма настороженным отношением местных регулирующих органов к финансовым институтам из России. В то же время рынки развивающихся стран Азии и Африки пока еще мало знакомы большинству российских банков и практически не осваиваются ими.

Несмотря на быстрый рост зарубежных инвестиций российских банков, масштабы их присутствия за границей по-прежнему существенно отстают от потребностей отечественных предприятий в финансовом сопровождении их деятельности на внешних рынках. В отличие от развитых стран, где национальный банковский капитал выступает для бизнеса главной опорой в его международной экспансии, российские компании все еще лишены необходимой финансовой поддержки со стороны отечественных кредитных институтов за границей. В такой ситуации преимуществами глобализации сегодня может воспользоваться только крупный российский бизнес, напрямую работающий с западными банками, тогда как для более мелких компаний выход на внешние рынки сильно затруднен.

Представляется, что поддержка, в том числе финансово-страховая, международной экспансии национальных банков могла бы стать одним из приоритетных направлений государственной политики

в банковской сфере. Она содействовала бы не только продвижению отечественных предприятий на зарубежные рынки, но и более широкому вовлечению рубля в международные расчеты и его становлению как мировой валюты, что является одной из важнейших задач России во внешнеэкономической сфере [8; 12; 13].

## Литература

1. **Balding C.** Sovereign Wealth Funds: The New Intersection of Money and Politics. Oxford, UK: Oxford University Press, 2012. - 208 p.
2. **Bernstein S., Lerner J., Schoar A.** The Investment Strategies of Sovereign Wealth Funds // The Journal of Economic Perspectives. 2013. Vol. 27. No. 2. P. 219-237.
3. **Blancheton B., Jegourel Y.** Les Fonds Souverains: Un Nouveau Mode De Régulation Du Capitalisme Financier? // Rev. De La Regulation. - P., 2009. No 5. - Mode of Access: URL: <http://regulation.revues.org/index7461.html>.
4. **Gasparro V., Pagano M.** Sovereign Wealth Funds' Impact on Debt and Equity Markets during the 2007–09 Financial Crisis // Financial Analysts Journal. 2010. Vol. 66. No. 3. P. 92-103.
5. **Mohan T.** Sovereign Wealth Funds: Western Fears // Economic and Political Weekly. 2008. Vol. 43. No. 15. P. 8-12.
6. **O'Brien J.** Barriers to Entry: Foreign Direct Investment and the Regulation of Sovereign Wealth Funds // The International Lawyer. 2008. Vol. 42. No. 4. P. 1231-1257.
7. **Quadrio Curzio A., Miceli V.** Sovereign Wealth Funds: A Complete Guide to State-owned Investment Funds. Harriman Finance Essentials, 2010. - 233 p.
8. **Salikhov M., Agibalov S.** The Rouble as the Settlement Currency of the CIS // Eurasian Integration Yearbook 2010 // Eurasian Development Bank. Almaty, 2010.
9. Sovereign Wealth Funds and Long-Term Investing / ed. by Bolton P., Samama F., Stiglitz Joseph. Columbia University Press, 2012. - 288 p.
10. Sovereign Wealth Funds: Legitimacy, Governance, and Global Power / ed. by Gordon L. Clark, Adam D. Dixon, Ashby H. B. Monk. Princeton University Press, 2013. - 216 p.
11. **Truman E.** Sovereign Wealth Funds: Threat or Salvation? Peterson Institute for International Economics, 2010. - 186 p.
12. **Боришполец К., Чернявский С.** Единое экономическое пространство России, Беларуси и Казахстана: реальность и перспективы // Центральная Азия и Кавказ. - Lulea, 2012. Т. 15. Вып. 1. С. 142-152.
13. **Буторина О.В.** Перспективы рубля благоприятны // Банковское дело. 2007. № 1. С. 9-12.
14. **Буторина О., Захаров А.** Измениться или умереть // Эксперт. 2005. Т. 18. С. 17.
15. **Зубченко Л.А.** Суверенные инвестиционные фонды выходят на рынки капиталов // Банковское дело. 2008. № 6. С. 40-43.
16. **Ибраев Р.Х.** Роль суверенных фондов на современном глобальном рынке капитала // Российский внешнеэкономический вестник. 2013. № 9. С. 91-105.
17. **Кондратов Д.** Актуальные особенности денежно-кредитной политики в Норвегии // Проблемы прогнозирования. 2012. № 1. С. 129-151.
18. **Кузнецов А.** и др. Мониторинг взаимных инвестиций в странах СНГ. - СПб.: ЕАБР, 2012.
19. **Кузнецов А.** Прямые иностранные инвестиции: «эффект соседства» // Мировая экономика и международные отношения. 2008. № 9. С. 40-47.
20. **Кузнецов А.** Российские прямые инвестиции в странах СНГ // Международные процессы. 2012. № 2 (29). С. 18-28.
21. **Кузнецов А.В.** Движущие силы интернационализации отечественного бизнеса. Россия в мировой экономике и международных отношениях (Мировое развитие. Вып. 5). М.: ИМЭМО РАН, 2009. С. 5-14.
22. **Кузнецов А.В.** За рубеж - вторым эшелоном // Прямые инвестиции. 2012. № 7. С. 34-36.
23. **Кузнецов А.В.** Интернационализация российской экономики: инвестиционный аспект. - М.: КомКнига, 2007.
24. **Кузнецов А.В.** Нужна ли государственная поддержка российских инвестиций за рубежом? // Международная жизнь. 2011. № 7. С. 105-112.
25. **Пупынин В.** Суверенные инвестиционные фонды: определение и основы функционирования // Международная экономика. 2008. № 10. С. 51-61.
26. **Саввина О.В.** Суверенные инвестиционные фонды в посткризисном мире // Банковские услуги. 2011. № 9. С. 22-27.
27. **Сапунцов А.Л.** Транснациональные корпорации развивающихся стран в мировой экономике // Российский внешнеэкономический вестник. 2006. № 5. С. 16-22.
28. **Цветков В.А.** Международные операции российских компаний: проблемы и перспективы // Экономика. Налоги. Право. 2009. № 2. С. 115-123.