

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

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

3. Роль государства в экспорте капитала из России

В результате заметного роста экономики, национального экспорта и бюджетных доходов в 2000-2012 гг. значительно выросли финансовые возможности государства, что выразилось, в частности, в стремительном увеличении международных резервов Правительства и Банка России. Сегодня резервы в основном инвестируются в суверенные облигации зарубежных стран и иные высоконадежные иностранные финансовые активы, что делает государство крупнейшим экспортером капитала из России. Данное обстоятельство вызывает весьма неоднозначную реакцию в российском научном обществе. Так, многие полагают, что накопленные ресурсы следует активнее использовать внутри страны на цели экономического и социального развития, а не поддерживать за их счет другие государства. Возражения вызывает и недостаточная, по мнению оппонентов, доходность размещения резервов. Хотя некоторые комментарии по вопросам инвестирования резервов политически явно ангажированы и не вполне корректны с экономической точки зрения, в высказываемой критике есть и немало рационального. В целом, как нам представляется, определенная перестройка порядка управления международными резервами, направленная на повышение его эффективности, становится все более актуальной.

Участие государства в развитии международной инвестиционной политики России не должно, однако, сводиться только к оптимизации управления валютными резервами. Учитывая быстрый рост экспорта частного капитала из страны, в том числе в форме прямых иностранных инвестиций, государству следует более активно участвовать в регулировании этого процесса, стимулируя движение зарубежных капиталовложений отечественных компаний и финансовых институтов по наиболее значимым для российской экономики направлениям. Некоторые предложения по формированию государственной политики в этой области представлены ниже.

3.1. Размещение международных резервов России и возможности повышения его эффективности

Динамика, структура размещения и доходность международных резервов России. В 2000-е годы, по мере наращивания экспортных поступлений и бюджетных доходов, государство стало играть ключевую роль в экспорте капитала из России. Объем официальных инвестиций за рубеж сегодня во много раз превышает показатели вывоза капитала корпоративным сектором, в том числе по различным «серым» каналам. Государственный экспорт капитала производится главным образом путем размещения международных резервов России в иностранные активы; доля других форм вывоза средств, в частности межгосударственных займов, незначительна.

Международные резервы представляют собой высоколиквидные финансовые активы, находящиеся в распоряжении Банка России и Правительства РФ. Они включают в себя различные активы в иностранной валюте, монетарное золото, специальные права заимствования, резервную позицию России в МВФ, а также активы Банка России по операциям обратного РЕПО, заключенным с валютными ценными бумагами. С юридической точки зрения, в составе международных резервов выделяются два компонента:

- золотовалютные резервы Банка России, формируемые им в основном путем приобретения и последующего инвестирования иностранной валюты на внутреннем валютном рынке в рамках осуществления государственной денежно-кредитной политики;
- средства Резервного фонда и Фонда национального благосостояния, образующиеся за счет избыточных нефтегазовых доходов федерального бюджета и инвестируемые в валютные активы на основании положений, установленных Минфином России.

До 2000 г. объем резервов был стабильно низким и колебался в диапазоне 6-18 млрд долларов. Рост резервов заметно ускорился в начале 2000-х годов, чему способствовало многократное увеличение притока в Россию валюты в форме экспортной выручки и иностранного капитала. С целью управления курсом рубля значительная часть поступающей валюты скупа-

* Окончание. Начало см.: Вопросы статистики. 2014. № 3. С. 49-74.

лась Банком России и направлялась в резервы. Начиная с 2006 г. средства Стабилизационного фонда РФ (а затем Резервного фонда и Фонда национального благосостояния) стали размещаться в валютные активы и учитываться в составе международных резервов, что также ускорило их динамику. В результате в середине 2013 г. объем международных резервов превысил 532

млрд долларов, увеличившись по сравнению с 2000 г. более чем в 40 раз (см. рис. 18). По размеру резервов Россия сегодня находится на четвертом месте в мире после Китая (объем резервов на 1 апреля 2013 г. 3,33 трлн долларов), Японии (1,22 трлн) и Саудовской Аравии (662 млрд долларов), опережая находящуюся на пятой позиции Швейцарию почти на 80 млрд долларов.

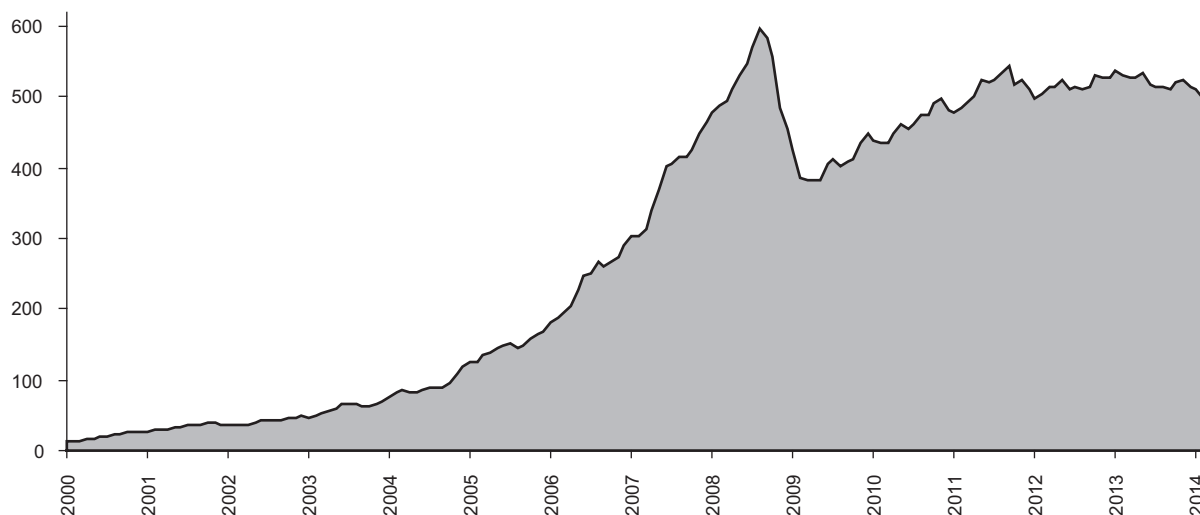


Рис. 18. Динамика международных резервов Российской Федерации в 2000-2013 гг. (млрд долларов США)

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

В структуре резервов традиционно преобладают активы в иностранной валюте, представленные в форме наличных средств, депозитов в высоконадежных банках-нерезидентах (с кредитным рейтингом не ниже «А» по классификации агентств Fitch IBCA и Standard & Poor's или «A2» по классификации Moody's), а также государственных и других ценных бумаг нерезидентов, имеющих аналогичный рейтинг. В I квартале 2013 г. доля указанных активов составляла более 85% общего размера резервов⁶. На США приходилось 35,7% активов, Францию - 27,9, Германию - 18,8, Соединенное Королевство - 8,8, на остальные страны - 8,7%. При этом доля монетарного золота, несмотря на увеличение в последнее время его физических запасов, устойчиво снижалась: если в середине 1990-х годов она составляла 20-30%, то сейчас - около 10% (см. рис. 19).

Управление международными резервами осуществляется ЦБ РФ и Минфином России (в части активов Резервного фонда и Фонда национального благосостояния). Целью управления является обеспечение оптимального сочетания сохранности, ликвидно-

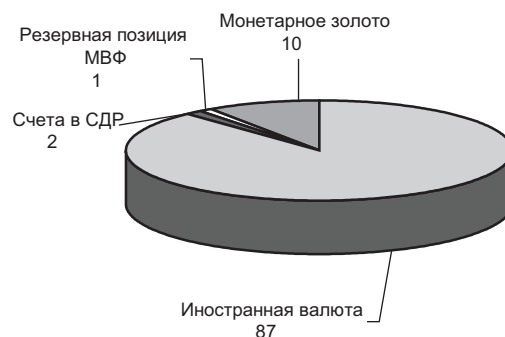


Рис. 19. Структура международных резервов России на 1 апреля 2013 г. (в процентах)

Источник: Банк России (http://cbr.ru/hd_base/mrrf/?C_mes=01&C_year=2013&To_mes=04&To_year=2013&mode=&x=67&y=6).

сти и доходности резервных активов. При этом приоритет отдается задачам сохранности ликвидности, что обуславливает в целом консервативный подход к размещению средств. Для обеспечения оптимального сочетания ликвидности и доходности резервов

⁶ Входящие в валютные активы ценные бумаги иностранных эмитентов включают государственные долговые обязательства Японии, Канады, Финляндии, Нидерландов, Дании, Австралии, Австрии, Швеции, а также долговые обязательства международных финансовых организаций.

в их составе выделены операционный и инвестиционный портфели. Операционный портфель предназначен для поддержания необходимого уровня ликвидности Банка России и инвестируется в краткосрочные финансовые инструменты (остатки на корсчетах, депозиты сроком до 6 месяцев, короткие дисконтные ценные бумаги и сделки РЕПО).

Средства инвестиционного портфеля вкладываются в долговые ценные бумаги со сроком погашения свыше одного года, выпущенные правительствами, центральными банками, федеральными агентствами и фондами зарубежных стран. Доля инвестиционного портфеля в последние годы имела тенденцию к повышению, увеличившись с 17,5% в I квартале 2007 г. до 37,2% в I квартале 2008 г. Это объяснялось главным образом ускоренной динамикой роста Стабилизационного фонда, средства которого размещались в составе инвестиционного портфеля в долгосрочные бумаги (см. рис. 20).

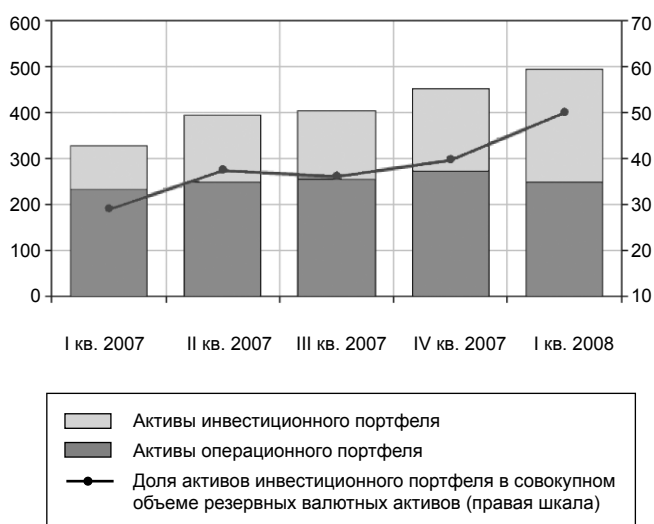


Рис. 20. Изменение объемов операционного и инвестиционного портфелей активов Банка России в резервных валютах в течение апреля 2007 г. - марта 2008 г. (по состоянию на конец квартала; млрд долларов США; в процентах)

Источник: Обзор деятельности Банка России по управлению резервными валютными активами. - М.: Банк России, 2008. Вып. 4 (8). С. 8.

В валютной структуре международных резервов традиционно преобладал доллар США, доля которого еще в 1-м полугодии 2006 г. составляла 51,5%. Однако на фоне ослабления американской валюты по отношению к другим мировым валютам структура резервов была значительно диверсифицирована. К середине 2013 г. доля доллара снизилась до 46%, а доля евро выросла с 38,6 до 41,0%. Еще 9,1% при-

ходило на инвестиции в фунтах стерлингов, обеспечивавшие наибольшую доходность, доля других резервных валют (японской иены, канадского и австралийского доллара) составляла 1,2%, 1,4 и 0,3% соответственно (см. рис. 21).

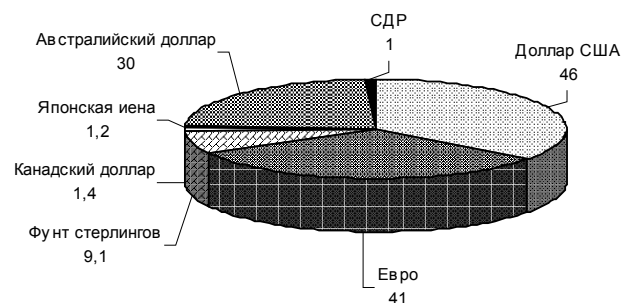


Рис. 21. Распределение валютных активов Банка России по валютам по состоянию на начало 2013 г. (в процентах)

Источник: Обзор деятельности Банка России по управлению резервными валютными активами. - М.: Банк России, 2013. Вып. 1 (25). С. 8.

Средняя доходность размещения международных резервов в 2004-2012 гг. значительно колебалась. Максимальные показатели были достигнуты в период с июля 2006 г. по июнь 2007 г. для долларовых вложений в составе операционного портфеля (5,3% годовых).

При анализе доходности резервных активов следует отметить тот факт, что операционный портфель Банка России в 2004-2012 гг. в большинстве случаев демонстрировал лучшие показатели прибыли, чем инвестиционный (см. таблицу 4). Это противоречит

Таблица 4

Доходность активов операционного и инвестиционного портфелей валютных резервов Банка России за 2006-2012 гг. (в % годовых)

Период	Валюта	Операционный портфель	Инвестиционный портфель
2006 г.	Доллар США	4,99	4,12
	Евро	2,95	1,15
	Фунт стерлингов	4,77	2,42
	Японская иена	0,33	-
2007 г.	Доллар США	5,21	8,18
	Евро	4,11	3,21
	Фунт стерлингов	5,88	7,69
	Японская иена	0,68	-

Окончание таблицы 4

Период	Валюта	Операционный портфель	Инвестиционный портфель
2008 г.	Доллар США	5,1	5,5
	Евро	6,5	6,5
	Фунт стерлингов	9,1	9,1
	Японская иена	0,6	0,6
2009 г.	Доллар США	1,0	0,07
	Евро	2,2	2,19
	Фунт стерлингов	1,8	1,76
	Японская иена	0,6	0,61
2010 г.	Доллар США	1,35	1,16
	Евро	1,26	1,26
	Фунт стерлингов	1,29	1,29
	Японская иена	0,15	0,15
2011 г.	Доллар США	0,89	0,78
	Евро	1,71	1,71
	Фунт стерлингов	1,48	1,48
	Японская иена	0,24	0,24
	Канадский доллар	2,09	2,09
С июля 2011 г. по июнь 2012 г.	Доллар США	0,56	0,39
	Евро	1,97	1,94
	Фунт стерлингов	1,16	1,10
	Японская иена	0,20	0,21
	Канадский доллар	1,68	1,64

Источник: Обзор деятельности Банка России по управлению резервными валютными активами. - М.: Банк России, 2007-2013 гг.

распространенному постулату о том, что вложения в более долгосрочные, а значит, и более рискованные активы, должны приносить повышенный доход. Указанное обстоятельство свидетельствует о наличии существенного потенциала увеличения доходности инвестиционного портфеля резервов за счет повышения качества управления ими.

3.2. Особенности управления средствами Резервного фонда и Фонда национального благосостояния

В состав международных резервов России, как указывалось выше, входят средства двух фондов - Резервного фонда и Фонда национального благосостояния (ФНБ). По своим особенностям, в частности целям деятельности, порядку формирова-

ния и размещения активов, указанные фонды относятся к категории суверенных инвестиционных фондов и соответствующим образом учитываются в международной статистике. Они функционируют в виде юридически обособленной имущественной массы, находящейся под управлением Минфина России и ЦБ РФ.

Резервный фонд и ФНБ были созданы на базе Стабилизационного фонда РФ (далее Стабфонд), в течение нескольких лет аккумулировавшего избыточные налоговые поступления от экспорта нефти и газа. В момент образования в 2004 г. его объем составлял 106 млрд рублей, однако вследствие благоприятной конъюнктуры мирового рынка энергоносителей его активы быстро росли и достигли к концу января 2008 г. 3,85 трлн рублей, что соответствовало 12% ВВП России. Будучи частью стратегического финансового резерва государства, фонд одновременно выступал одним из основных инструментов связывания излишней ликвидности в экономике РФ, способствуя снижению инфляционного давления.

В 2004-2005 гг. средства Стабилизационного фонда накапливались в рублях в Федеральном казначействе. Размещение средств фонда в валютные активы началось в июле 2006 г. В список допустимых к покупке долговых обязательств входили бумаги правительств США и 13 европейских стран с наивысшими («AAA») рейтингами кредитоспособности. По данным Министерства финансов РФ, доходность Стабфонда, рассчитанная в долларах, составила в 2007 г. 10,65% годовых. По мнению многих аналитиков, этот высокий результат был обеспечен главным образом за счет резкого снижения в 2006 г. курса американской валюты относительно евро и фунта. В то же время в результате роста курса рубля активы Стабфонда за год в рублевом выражении сократились на 58,6 млрд рублей, поэтому доходность фонда в национальной валюте оценивается аналитиками существенно ниже, чем в долларах (на уровне 3% годовых).

В целях обеспечения долгосрочной сбалансированности бюджета в 2007 г. было принято решение реорганизовать Стабилизационный фонд путем его разделения на Резервный фонд и Фонд национального благосостояния. Первый фонд унаследовал от Стабфонда роль консервативной «подушки безопасности» российской экономики на случай значительного снижения цен на нефть в среднесрочной перспективе. Средства Резервного фонда могут быть использованы для финансирования дефицита федерального бюджета и досрочного погашения внешнего долга. Назначение ФНБ - обеспечение софи-

нансирования добровольных пенсионных накоплений граждан и покрытие при необходимости дефицита Пенсионного фонда РФ. При этом Фонд национального благосостояния задуман как инструмент долгосрочных вложений, направленных на получение более высокой доходности.

Резервный фонд, как и Стабфонд, формируется за счет нефтегазовых доходов федерального бюджета, включающих в себя налог на добычу полезных ископаемых (НДПИ) и экспортные пошлины на нефть, газ и нефтепродукты. ФНБ планируется пополнять за счет нефтегазовых доходов после достижения объемов Резервного фонда нормативной величины, которая составляет 10% ВВП. Доходы от управления средствами фондов направляются на их капитализацию.

30 января 2008 г. Стабфонд объемом 3,85 трлн рублей (157,4 млрд долларов США) был разделен на две части и прекратил свое существование (см. рис. 22). В результате был образован Резервный фонд объемом 3,07 трлн рублей (125,4 млрд долларов) и Фонд национального благосостояния объемом 783 млрд рублей (32 млрд долларов). По состоянию на 1 апреля 2013 г., средства Резервного фонда составили 83,93 млрд долларов (3,9% к ВВП), а ФНБ - 86,76 млрд долларов (4,1% к ВВП).

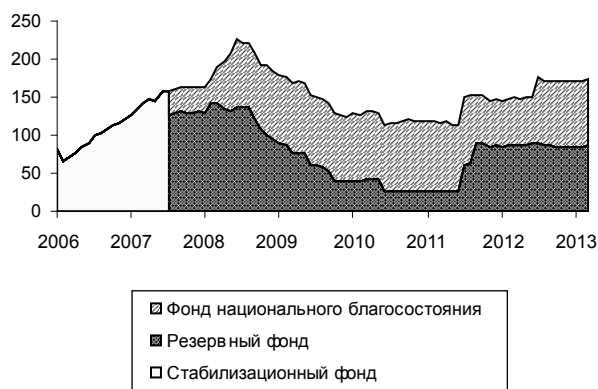


Рис. 22. Динамика активов суверенных фондов России, 2006-2013 гг. (млрд долларов США).

Источник: данные Министерства финансов Российской Федерации (<http://www.minfin.ru/ru/stabfund/statistics/volume/>, <http://www1.minfin.ru/ru/reservefund/statistics/volume/index.php?id4=5796>, <http://www1.minfin.ru/ru/nationalwealthfund/statistics/volume/index.php?id4=6412>).

Порядок инвестирования средств фондов, утвержденный Минфином России в январе 2008 г., предусматривает более широкий по сравнению со Стабфондом ассортимент разрешенных к покупке финансовых инструментов. Так, вложения могут производиться не только в долговые обязательства ино-

странных государств (норматив - 80% портфеля), но и в облигации зарубежных государственных агентств и центральных банков (до 15% портфеля), а также международных финансовых организаций (5%). При этом требования к рейтингу эмитентов бумаг снижены с «AAA» до «AA-». Номинальный объем приобретаемых долговых обязательств одного выпуска не должен превышать 10% объема этого выпуска для Резервного фонда и 5% - для ФНБ. Валютная структура активов унаследована от Стабфонда: по 45% - в долларах и евро и 10% - в фунтах стерлингов.

Таким образом, если не принимать в расчет расширение списка разрешенных к приобретению ценных бумаг, то в остальном правила инвестирования средств новых фондов практически повторяют порядок, действовавший для Стабфонда. В целом данные правила весьма консервативны и ориентированы прежде всего на обеспечение сохранности и ликвидности вложений, а не на увеличение их доходности.

3.3. Возможные меры по повышению эффективности управления международными резервами

Существующая практика инвестирования международных резервов в России вызывает неоднозначную реакцию. Минфину России и ЦБ РФ в последние годы приходится сталкиваться с растущей волной критики по поводу того, что огромные ресурсы фактически направляются на финансирование экономики других стран, значительно более благополучных в экономическом и социальном плане, чем Россия. При этом на разных уровнях выдвигаются многочисленные предложения о необходимости активного инвестирования накопленных средств на внутренние нужды. В частности, рекомендуется использовать резервы для финансирования инфраструктурных проектов (дорожное строительство, энергетика, ЖКХ), снижения налогов, поддержания ликвидности банковского сектора, увеличения государственных социальных расходов и иных целей. Хотя далеко не все критические замечания и предложения оправданы с экономической точки зрения, сам факт резкого нарастания их количества в последнее время говорит о том, что определенная перестройка системы управления резервами сегодня становится все более актуальной.

Как представляется, корректировка управления международными резервами возможна по двум направлениям:

- оптимизация объемов резервов, и в первую очередь размера Резервного фонда и ФНБ, в соответствии с потребностями российской экономики;

- повышение экономической эффективности инвестирования резервов, прежде всего за счет увеличения доходности их размещения.

При принятии экономически обоснованных решений об изменении размера резервов, в частности путем их сокращения или фиксации на текущем уровне, и направлении высвободившихся средств на какие-либо социально-экономические цели необходимо учитывать следующие важнейшие аспекты:

1. Перспективы мировых цен на нефть и возможная потребность в свободных денежных ресурсах для финансирования дефицита федерального бюджета в случае их снижения;

2. Масштабы инфляционного воздействия на экономику при расходовании части международных резервов на внутренние нужды. Очевидно, что в условиях высокой инфляции в России, составившей, по данным Организации экономического сотрудничества и развития, в 2011 г. 8,4%, а в 2012 г. - 5,1%, увеличение денежного предложения в экономике, особенно в результате наращивания за счет резервов социальных расходов, способствовало бы дальнейшему ускорению инфляционных процессов и нивелировало бы предлагаемые позитивные эффекты от использования средств;

3. Возможности эффективного использования резервов на инвестиционные цели внутри страны, в частности наличие достаточного количества подготовленных, экономически жизнеспособных инвестиционных проектов и необходимого организационного потенциала у государства для их реализации. В этой связи следует отметить, что в 2007 г. из средств Стабилизационного фонда уже было направлено в общей сложности 300 млрд рублей для капитализации Банка развития (Внешэкономбанка), Инвестиционного фонда РФ и ГК «Роснано» с целью финансирования через эти институты приоритетных проектов. Дальнейшие действия по наращиванию государственных капиталовложений было бы целесообразно предпринимать после оценки эффективности этих инвестиций;

4. Долгосрочные тенденции развития демографической ситуации в России и определяемые ими будущие финансовые потребности национальной пенсионной системы. Согласно расчетам Института финансовых исследований, в середине следующего десятилетия в российской пенсионной системе начнется 20-летний период дефицита с совокупным финансовым разрывом в размере около 75% ВВП. Это, скорее всего, потребует дальнейшего увеличения средств ФНБ, созданного в целях обеспечения стабильного пенсионного обслуживания населения;

5. Возможности и риски вложения резервов на национальном финансовом рынке, в частности в акции и облигации национальных компаний. Представляется, что значительные инвестиции на рынке способны привести к его перегреву и надуванию фондового «пузыря». Кроме того, ликвидность таких вложений при возникновении кризисных явлений в экономике будет довольно низкой, что не позволит вернуть инвестированные средства без существенных потерь.

Необходимо также учитывать, что наличие значительных международных резервов сегодня является важным фактором обеспечения устойчивости национальной финансовой системы и курса рубля, проведения стабильной бюджетной политики, что особенно важно в условиях сохраняющейся глобальной финансовой нестабильности. Это, в свою очередь, способствует повышению привлекательности экономики и финансового рынка России для отечественных и иностранных инвесторов, создает благоприятный фон для наращивания капиталовложений и внутреннего производства. Резкое сокращение резервов может быть воспринято международным инвестиционным сообществом как крайне негативный сигнал, свидетельствующий о наличии серьезных проблем в экономике страны, и привести к оттоку капитала из России. Учитывая указанные обстоятельства, к вопросу о сокращении объема международных резервов или его фиксации на каком-то уровне (текущем или достижимом в ближайшем будущем) следует подходить крайне осторожно и взвешенно. Как нам представляется, это задача все-таки не сегодняшнего дня, а на средне- или даже долгосрочную перспективу.

Более актуальна в настоящее время задача повышения эффективности размещения международных резервов. Ее решение в качестве первоочередного шага предполагает выстраивание новой, более агрессивной стратегии инвестирования резервов, направленной на существенное увеличение доходности вложений. Как отмечалось выше, в последние годы многие страны активизируют политику размещения резервов, в частности за счет создания суверенных фондов с диверсифицированными портфелями вложений, включающими в себя как облигации с фиксированным доходом, так и акции, недвижимость, доли участия в национальных и иностранных компаниях.

Несмотря на возможность заметных колебаний доходности в отдельные годы, в долгосрочной перспективе такие инвестиции, как правило, обеспечивают более высокие по сравнению с консервативными портфелями показатели прибыли. Так,

норвежский *Government Pension Fund - Global*, размещавший порядка 40% своих средств в акции предприятий разных стран, включая развивающиеся государства, в 2009-2012 гг. демонстрировал доходность на уровне 8-13% годовых, причем основной объем прибыли фонду приносили

именно вложения в акции (см. рис. 23)⁷. Учитывая это, Правительство Норвегии приняло решение об увеличении доли акций в активах фонда до 60% и наращивании объема вложений в ценные бумаги развивающихся стран с 5 до 10% общего размера портфеля.

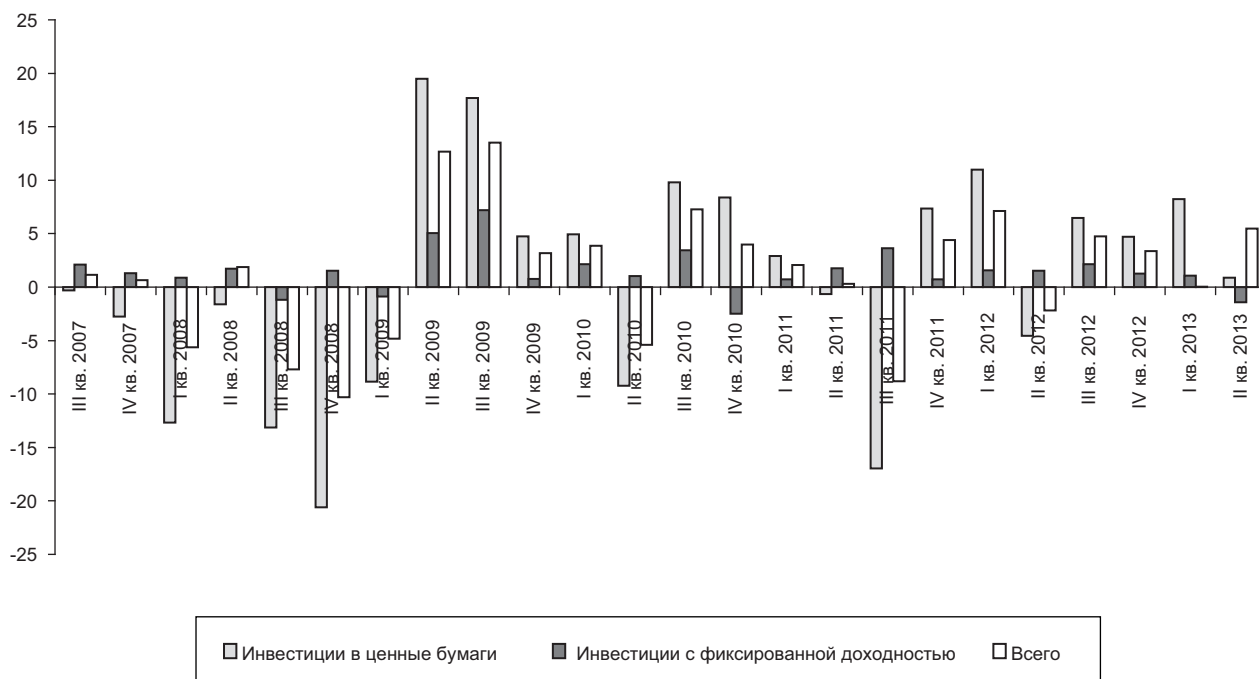


Рис. 23. Доходность *Government Pension Fund - Global* в 2007-2013 гг. (% годовых)

Источник: Norges Bank Investment Management (<http://www.nbim.no/en/Investments/Return-on-the-fund/Fixed-income-management/>).

Своего рода «полигоном» для отработки новой стратегии размещения международных резервов России могли бы стать активы Фонда национального благосостояния. Следует отметить, что исходя из своего предназначения - покрытия в будущем дефицита Пенсионного фонда РФ, данный суверенный фонд ориентирован именно на долгосрочные инвестиции с повышенной отдачей. При этом Бюджетным кодексом РФ допускается размещение средств ФНБ в широкий спектр российских и иностранных финансовых инструментов, включая акции и корпоративные облигации, а также паи инвестиционных фондов. Гипотетически ФНБ может проводить политику, сопоставимую по агрессивности с хедж-фондами. В Кодексе также предусмотрено, что для управления

средствами ФНБ могут привлекаться специализированные компании (для Резервного фонда - только Банк России). Таким образом, ФНБ потенциально представляет собой универсальный инвестиционный фонд, имеющий возможность размещать ресурсы как на внешних, так и на внутреннем финансовом рынках.

В настоящее время, однако, ФНБ управляется практически по тем же правилам, что и Резервный фонд, цели создания и правовой статус которого предполагают существенно более консервативную стратегию инвестирования. С целью повышения эффективности размещения средств фонда Правительство РФ поручило Минфину России разработать до 1 октября 2016 г. новый порядок управления ФНБ,

⁷ В 2007-2008 гг. вследствие развития кризисных явлений в мировых финансах доходность фонда сократилась до 4-8%, однако и в этом случае инвестиции в акции обеспечили большую часть его прибыли.

предусматривающий возможность более диверсифицированного инвестирования его активов и передачи части функций по управлению фондом специализированным организациям.

В этой связи можно было бы предложить следующую примерную стратегию инвестирования средств ФНБ. Большую часть ресурсов фонда (не менее 75%), как и раньше, следовало бы направить на приобретение иностранных финансовых активов, значительно расширив при этом перечень разрешенных к покупке инструментов, в частности включив в него акции и долговые ценные бумаги ведущих компаний из стран ЕС, США и Японии (предлагаемая доля - до 25% активов ФНБ), а также крупнейших развивающихся государств и стран СНГ (до 10% активов ФНБ). Первоначально объем инвестиций в акции одной зарубежной корпорации было бы целесообразно ограничить 5% ее капитала, однако в перспективе часть средств ФНБ можно было бы использовать для осуществления прямых иностранных инвестиций в иностранные предприятия, как это делают СИФы ряда стран. Для балансировки портфеля ФНБ не менее 40% средств фонда по-прежнему следовало бы вкладывать в высоконадежные долговые обязательства иностранных государств, их центральных банков и государственных агентств.

Оставшуюся часть средств ФНБ (до 25% его активов, то есть порядка 20 млрд долларов на начало 2013 г.) было бы целесообразно разместить в российские активы, номинированные в иностранной валюте, в частности в ипотечные ценные бумаги, выпускаемые ведущими российскими банками, паи наиболее рентабельных инвестиционных фондов, банковские депозиты. Это позволило бы, с одной стороны, заметно повысить общую доходность ФНБ, а с другой - дало бы возможность государству стимулировать рост приоритетных для страны сегментов национального финансового рынка, например ипотечного. Инфляционный эффект от размещения в России таких относительно небольших средств был бы крайне незначителен.

Учитывая интересы национальной экономической безопасности, для управления активами ФНБ следовало бы привлечь на конкурсной основе российские управляющие компании, имеющие значительный опыт и высокие показатели работы на мировом и внутреннем финансовых рынках. Одним из ключевых критериев отбора таких организаций могло бы стать наличие собственных операционных подразделений и знание специфики инвестирования на финансовых рынках стран, где предполагается размещать средства фонда, в том числе государств Западной Европы, а также если соответ-

ствующее решение будет принято, то стран СНГ и ведущих развивающихся государств, включая Китай и Индию. Первоначально в качестве «пилотного» эксперимента под управление специализированных организаций следовало бы передать не более 15-20% активов ФНБ; в дальнейшем эта доля могла бы быть увеличена.

Практическая реализация и отработка новой стратегии управления ФНБ могут потребовать от двух до трех лет. В случае ее успеха было бы целесообразно рассмотреть вопрос о применении основных принципов данной стратегии в целом к инвестиционному портфелю международных резервов России, увеличив при этом долю указанного портфеля в общем объеме резервов.

3.4. Участие государства в регулировании прямых иностранных инвестиций российских компаний и банков

Стремительный рост в последние годы прямых иностранных инвестиций российских компаний определяет 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 развернутой государственной стратегии в области поддержки экспорта отечественного капитала, базирующейся на долгосрочных приоритетах социально-экономического развития России. Основными задачами, которые решались бы в рамках такой стратегии, могли бы, в частности, стать следующие:

- качественное изменение отраслевой структуры прямых иностранных инвестиций отечественных компаний за счет повышения в них доли вложений в передовые высокотехнологичные предприятия, производственная и научно-техническая база которых могла бы быть использована для выпуска готовой продукции высокого передела на базе российского сырья, а также модернизации аналогичных производств в России;

- укрепление глобальных позиций крупнейших российских корпораций, обеспечивающих основной объем экспортных поступлений в страну, за счет содействия в приобретении высокорентабельных зарубежных промышленных и инфраструктурных активов;

- повышение юридической прозрачности международных капиталовложений российских компаний и увеличение притока доходов от внешних инвестиций в национальную экономику;

- ускоренное развитие за рубежом сети дочерних кредитных организаций и филиалов ведущих российских банков для сопровождения внешней экспансии национального бизнеса и продвижения рубля как международной расчетной валюты.

Институты, реализующие государственные программы содействия прямому инвестированию за рубежом, сегодня действуют практически во всех развитых и многих развивающихся странах, включая ряд государств СНГ, в частности Казахстан и Белоруссию (см. таблицу 5). Учитывая, что административные предписания и ограничения в области движения капитала, как правило, малоэффективны, указанная стратегия должна основываться главным образом на использовании экономических мер, стимулирующих движение прямых зарубежных инвестиций из России по наиболее значимым для национальной экономики направлениям. Важнейшей такой мерой могло бы стать создание государственного финансового института, который осуществлял бы кредитную и страховую поддержку приоритетных иностранных капиталовложений отечественных предприятий, стимулируя увеличение их объема.

Таблица 5

Институты некоторых зарубежных стран, оказывающие государственную поддержку прямым иностранным инвестициям национальных компаний

Институт	Страна	Основные инструменты поддержки ПИИ
Overseas Private Investment Corp. (OPIC)	США	Страхование ПИИ от политических рисков; Кредитование зарубежных предприятий с американским участием; Финансирование американских фондов прямых инвестиций в развивающихся странах
Japan Bank for International Cooperation	Япония	Предоставление кредитов для финансирования ПИИ; Кредитование зарубежных предприятий с японским участием; Совместное инвестирование с японскими компаниями в капитал зарубежных предприятий
Nippon Export and Investment Insurance	Япония	Страхование ПИИ от политических рисков
SACE	Италия	Страхование ПИИ от политических рисков; Предоставление гарантий по кредитам для осуществления ПИИ
The Export-Import Bank of China	Китай	Предоставление кредитов для финансирования ПИИ

Окончание таблицы 5

Институт	Страна	Основные инструменты поддержки ПИИ
China Export & Credit Insurance Corp. (SINOSURE)	Китай	Страхование ПИИ от политических рисков; Страхование кредитов для осуществления ПИИ от политических рисков
China Development Bank	Китай	Кредиты для финансирования ПИИ китайских компаний; Участие в капитале инвестиционных компаний и фондов, вкладывающих средства в покупку иностранных активов и проекты китайских компаний за рубежом
China Export & Credit Insurance Corp.	Китай	Страхование ПИИ от политических рисков
The Export-Import Bank of India	Индия	Предоставление кредитов для финансирования ПИИ; Кредитование зарубежных предприятий с индийским участием; Совместное инвестирование с индийскими компаниями в капитале зарубежных предприятий
Export Credit Guarantee Corp. of India	Индия	Страхование ПИИ от политических рисков
State Bank of India	Индия	Кредиты для финансирования ПИИ индийских компаний
Banco Nacional de Desenvolvimento Economico Social	Бразилия	Кредиты для финансирования ПИИ бразильских компаний; Гарантии по кредитам, привлекаемым бразильскими компаниями для реализации проектов за рубежом
Государственная страховая корпорация по страхованию экспортных кредитов и инвестиций	Казахстан	Страхование ПИИ от политических рисков; Страхование кредитов иностранным предприятиям с казахским участием от политических рисков
Белэксимгарант	Республика Беларусь	Страхование ПИИ от политических рисков

Источник: составлено по данным компаний.

В большинстве стран эти функции осуществляются национальными агентствами экспортного кредитования, обычно имеющими статус экспортно-импортных банков или корпораций (компаний) страхования экспортных кредитов. Первоначально основной задачей этих агентств выступало стимулирование национального экспорта товаров и услуг, однако сегодня, по мере нарастания объемов трансграничного финансирования и усиления международной конкуренции за привлекатель-

ные объекты инвестирования, они все более активно развивают направление деятельности, связанное с оказанием поддержки ПИИ корпоративного сектора своих стран.

Так, в Индии всестороннее содействие продвижению национального капитала за рубеж оказывают два государственных агентства: Экспортно-импортный банк (*EXIM Bank*) и Корпорация страхования экспортных кредитов и инвестиций (*ECGC*). Банк кредитует выходящие на внешние рынки индийские компании и их дочерние подразделения за рубежом, корпорация осуществляет долгосрочное (до 15-20 лет) страхование зарубежных инвестиций и полученных за границей доходов от политических (некоммерческих) рисков⁸.

В Китае аналогичные функции возложены на Экспортно-импортный банк и государственную страховую компанию *Sinosure*. Помимо экспортных агентств, ряд стран также располагает крупными специализированными институтами, ориентированными исключительно на выполнение различных функций в области поддержки ПИИ национальных компаний. Например, в США этим занимается Корпорация частных зарубежных инвестиций ОРИС, активы которой в 2011 г. составляли 14,5 млрд долларов.

Инструментарий, используемый в мировой практике для поддержки прямых инвестиций, постоянно расширяется и совершенствуется. Наряду со ставшими уже традиционными продуктами - кредитованием (предоставлением кредитных гарантий) корпораций своих стран для осуществления ПИИ и страхования их инвестиций в развивающихся странах от политических рисков - многие зарубежные агентства все более активно практикуют совместное с национальными компаниями и финансовыми институтами инвестирование в капитал иностранных предприятий, а также участие в создании за рубежом фондов прямых инвестиций. При этом особое внимание во многих странах сегодня уделяется малому и среднему бизнесу, который благодаря всестороннему финансовому, консультационному и организационному содействию со стороны своих национальных агентств получает практически такие же широкие возможности инвестирования на внешних рынках, как и ведущие национальные корпорации. Например, уже упомянутый Экспортно-импортный банк Индии совместно с агентством по гарантированию

инвестиций (*MIGA*), входящим в группу Всемирного банка, реализует специальную программу, в рамках которой оказывает всестороннюю помощь в поиске партнеров и выходе на зарубежные рынки индийским малым и средним предприятиям.

В России указанные механизмы пока используются весьма ограниченно. Расширение практики их применения требует последовательного совершенствования правовых и институциональных механизмов государственного финансового стимулирования и поддержки импорта и экспорта капитала. В частности, было бы целесообразно внести изменения в законодательство, которое упростило бы порядок предоставления бюджетных гарантий и кредитов для организации финансирования проектов с высокой социально-экономической значимостью. Одновременно следовало бы подумать о наделении одного из действующих государственных институтов развития дополнительными функциями, которые позволили бы ему осуществлять комплексную поддержку ввоза и вывоза капитала по наиболее важным для страны направлениям. К таким функциям могли бы относиться, в частности, следующие:

- предоставление гарантий по зарубежным кредитам и займам, привлекаемым отечественными компаниями и банками для реализации проектов внутри страны и за рубежом;
- участие в софинансировании подобных проектов на кредитной или долевой основе с целью повышения интереса к ним со стороны иностранных инвесторов;
- предоставление отечественным предприятиям долгосрочных кредитов и гарантий для финансирования их прямых зарубежных инвестиций;
- страхование ПИИ национальных компаний и банков в развивающихся странах от политических рисков;
- организация совместно с отечественными и зарубежными инвесторами инвестиционных фондов, в частности венчурных фондов и фондов прямых иностранных инвестиций, осуществляющих вложения внутри страны и за границей;
- соинвестирование в капитал предприятий, приобретаемых отечественным бизнесом за рубежом.

Финансирование деятельности такого института могло бы осуществляться главным образом за счет средств, привлекаемых им на внутреннем и зарубежных рынках капитала путем выпуска рублевых

⁸ В международной практике к политическим рискам обычно относят возможность потери иностранным инвестором вложенного капитала в стране в результате военных действий, гражданских беспорядков, экспроприации имущества, запретов на конвертацию валют и репатриацию прибыли, нарушения контрактов, а также иных недружественных действий властей принимающих государств.

и валютных долговых ценных бумаг, кредитный рейтинг которых соответствовал бы суверенному рейтингу России.

Важную роль в улучшении структуры импорта капитала могли бы также сыграть меры, направленные на ускоренное формирование в России территориально-отраслевых кластеров и особых экономических зон (ОЭЗ). Предоставление работающим там компаниям и банкам различных экономических преференций, в частности установление для них налоговых и таможенных льгот, упрощение административных процедур, снижение арендных ставок на землю и объекты недвижимости, подготовка государством необходимой транспортной и инженерной инфраструктуры, обеспечивает высокую инвестиционную привлекательность таких территорий, превращая их в значимый фактор притяжения прямых зарубежных капиталовложений. Так, с середины 1990-х годов через подобные территории в экономику Китая ежегодно поступает более половины всех ПИИ. При этом, как свидетельствует опыт ведущих развивающихся стран, создание специальных технико-внедренческих зон стимулирует приток зарубежного капитала в высокотехнологичные секторы экономики, способствуя ее переводу на инновационные рельсы. В частности, Индия за счет целенаправленной политики по созданию и развитию технопарков сумела существенно нарастить объемы привлечения ПИИ в отрасль информационных технологий, что ускорило ее превращение в одного из ведущих мировых производителей программного обеспечения.

В России предпринимавшиеся государством в последние годы усилия по развитию территориально-отраслевых кластеров и ОЭЗ, в частности выделение значительных средств на создание их инфраструктуры и предоставление налоговых и таможенных льгот работающим там компаниям, также способствовали активизации притока зарубежных капиталовложений в экономику страны. Постепенно стали возникать крупные центры притяжения ПИИ в Ленинградской, Липецкой и Калужской областях, Республике Татарстан. Однако по сравнению с другими странами БРИКС их роль в привлечении инвестиций остается все еще невысокой. Так, среднее число предприятий с участием иностранного капитала, зарегистрированных на территории одной ОЭЗ, в России на порядок меньше, чем в Китае или Индии.

Представляется, что увеличению объемов притока ПИИ в отечественную экономику через территориально-отраслевые кластеры и ОЭЗ содействовало бы прежде всего расширение использова-

ния государством уже упомянутых финансовых инструментов стимулирования импорта капитала, в частности гарантий и кредитов. Значительный эффект имело бы также дальнейшее наращивание государственных вложений в развитие инфраструктуры этих территорий. Наконец, важный вклад в привлечение ПИИ могло бы внести формирование при активном участии государства и бизнеса, в том числе ведущих российских банков, фондов прямых инвестиций и венчурных фондов, вкладывающих средства в капитал создаваемых на этих территориях предприятий.

Наряду с созданием институтов развития, осуществляющих целевую финансовую поддержку прямых инвестиций, в рамках реализации государственной стратегии регулирования экспорта капитала из России особое внимание следовало бы уделить формированию условий, обеспечивающих благоприятный налоговый режим и защиту отечественных капиталовложений за рубежом. Этому, в частности, способствовала бы активизация работы по заключению двусторонних межгосударственных соглашений об избежании двойного налогообложения, а также договоров о либерализации движения прямых инвестиций. Устанавливая определенные правила работы на рынке, подобные соглашения создавали бы необходимые предпосылки для расширения инвестиционного сотрудничества между странами. За последние 15 лет Россией подписано только около 60 двусторонних соглашений о поощрении и взаимной защите инвестиций, из которых вступило в силу менее 40. В результате сегодня Россия сумела охватить этими соглашениями лишь пятую часть всех государств мира, тогда как, например, Китай - свыше половины.

Наконец, все более важным направлением совместной работы государства и бизнеса в настоящее время становится формирование позитивного образа России и корпоративного сектора ее экономики за рубежом. Как уже отмечалось выше, именно настороженное отношение к отечественному бизнесу со стороны деловых кругов развитых стран сегодня является одним из основных барьеров, тормозящих глобальную экспансию национального капитала. Преодоление такого отношения предполагает реализацию широкого комплекса мер, в том числе на государственном уровне, направленных на обеспечение более широкого признания отечественных компаний на Западе, в частности за счет повышения уровня их транспарентности и корпоративной культуры, активного внедрения в российскую деловую практику современных стандартов в области защиты окружающей среды и охраны труда.

Эффективная реализация государственной стратегии поддержки приоритетных зарубежных инвестиций российских компаний за рубежом способствовала бы ускорению диверсификации национальной экономики и модернизации ее производственного и научно-технического потенциала, укреплению в долгосрочной перспективе платежного баланса страны. Одновременно это содействовало бы значительному усилению геополитических позиций России за счет создания за рубежом эффективной «второй» экономики, позволяющей наиболее полно использовать выгоды и преимущества глобализации мирового хозяйства.

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. Т. 29. № 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 эшелонem // 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.