

ФЕДЕРАЛЬНОЕ ГОСУДАРСТВЕННОЕ БЮДЖЕТНОЕ УЧРЕЖДЕНИЕ НАУКИ

**ИНСТИТУТ ЕВРОПЫ  
РОССИЙСКОЙ АКАДЕМИИ  
НАУК**

125009, МОСКВА, МОХОВАЯ УЛ., 11-3

ТЕЛ.: +7(495)692-10-51/629-45-07

ФАКС: +7(495)629-92-96

[WWW.INSTITUTEOFEUROPE.RU](http://WWW.INSTITUTEOFEUROPE.RU)



**INSTITUTE OF EUROPE  
RUSSIAN ACADEMY OF  
SCIENCES**

125009, MOSCOW, MOKHOVAYA STR., 11-3

TEL.: +7(495)692-10-51/629-45-07

FAX: +7(495)629-92-96

[WWW.IERAS.RU](http://WWW.IERAS.RU)

### **Аналитическая записка №5, 2015 (№5)**

## **Иностранные инвестиции, курс рубля и структурная перестройка российской экономики**

***Кирилл Гусев***

кандидат экономических наук, ведущий научный сотрудник  
Центра денежно-кредитных и валютно-финансовых проблем ИЕ РАН

*Автор анализирует влияние оттока иностранных инвестиций на динамику курса рубля в условиях кризисов как одно из проявлений уязвимости сложившейся за годы реформ структуры национальной экономики и предлагает шаги по совершенствованию экономической политики российского государства.*

### **Иностранные инвестиции в России: закономерности и противоречия**

В России практически с самого начала реформ 1990-х гг. значительный акцент делался на необходимости привлечения капиталовложений из-за рубежа и создания для этого благоприятного инвестиционного климата внутри страны. Потребность в иностранных капиталах объяснялась, прежде всего, дефицитом длинных денег на внутреннем рынке и стремлением вовлечь в развитие отечественной экономики наиболее успешных представителей зарубежного бизнеса, способных вместе с инвестициями принести в РФ передовые технологии.

Для создания привлекательного инвестиционного климата российские власти последовательно пытались удовлетворить соответствующие требования западных партнеров, наиболее важным из которых в конечном итоге стала отмена валютного контроля и полная либерализация трансграничных капитальных операций. В то же время, как показала практика, указанные защитные меры и несформированный инвестиционный климат несколько не помешали наиболее целеустремленным инвесторам еще в начале 1990-х гг. приобрести доли в российских предприятиях, занятых добычей полезных ископаемых. Тогда масштабная приватизация и парад экономических суверенитетов субъектов РФ создали отсутствовавшие ранее предпосылки для доступа к самому ценному, чем, с точки зрения Запада, располагает наша страна. Тогда же Россия получала наиболее ощутимый в процентном выражении объем прямых зарубежных инвестиций.

Когда самые привлекательные из доступных отечественных активов приобрели своих новых владельцев, и стало ясно, что дальнейший передел собственности будет делом сложным, иностранные партнеры сделали акцент на либерализации правил игры на рынке и повышении прозрачности крупных отечественных компаний. Эти меры были призваны повысить шансы иностранных инвесторов на вхождение в состав их собственников, пусть даже в качестве миноритариев. Процесс шел сложно, и в притоке капиталов из-за рубежа постепенно на первый план стали выходить другие направления.

Первое – спекулятивные операции на российском валютном рынке и рынке ценных бумаг, которые, как и большинство подобных площадок в других развивающихся странах, характеризуются высокой волатильностью и достаточно легко реагируют на различные информационные вбросы и иные способы влияния с целью формирования краткосрочных скачков или падений котировок тех или иных активов.

Второе – кредитование российского бизнеса (под закупки импортных товаров и займы на срок от 180 дней). Значительной поддержкой для этого стало принятие на вооружение российским правительством политики сжатия внутреннего денежного предложения в угоду борьбе с инфляцией и накоплению резервных фондов на случай критического снижения мировых цен на основные товары российского экспорта. Банк России практически отказался от традиционной для центральных банков функции кредитора последней инстанции, отдав задачу финансирования роста отечественной экономики на откуп частному капиталу.

В этих условиях реальными свободными средствами на рынке обладали только крупнейшие российские компании-экспортеры сырья. Банки, не обладающие поддержкой подобных компаний, были вынуждены активно привлекать средства населения, включаясь в раскручивание маховика процентных ставок по депозитам. Многие из них из-за следования данной стратегии на определенном этапе своей

деятельности, когда объем притока средств по тем или иным причинам сокращался, сталкивались с серьезными «дырами» в балансах и либо уходили с рынка сразу, либо предпринимали попытки закрыть разрывы за счет сомнительных операций, из-за чего позднее теряли свои лицензии.

### **Структура российской экономики: поиск баланса**

В итоге в РФ сложилась весьма специфическая экономическая структура, основанная на интегрированных компаниях, занятых добычей и экспортом сырья за рубеж. Причем их интегрированность складывается не из традиционной для развитых экономик непрерывной цепочки от добычи сырья до получения готовой продукции, где на промежуточных стадиях отсутствует необоснованный рост цен. В России речь, в первую очередь, идет об интеграции с органами государственной власти, основанной на понимании того, что мировые цены на сырье волатильны, и без поддержки государства в трудную минуту акционеры и топ-менеджеры крупнейших отечественных компаний не будут получать привычный уровень дохода.

Доказательством жизненности этой гипотезы стали действия российского правительства по поддержке системообразующих отечественных предприятий и банков в ходе кризиса 2008-2009 гг. Тогда миллиарды рублей из резервов были потрачены на то, чтобы предотвратить банкротства или утрату заложенных на Западе акций и иных активов этих российских компаний. То есть, государство в итоге все-таки предоставило отечественному бизнесу (точнее, его привилегированной части) денежные ресурсы, которые ранее из-за их дефицита и дороговизны на внутреннем рынке, российские компании были вынуждены искать за рубежом. Но средства эти пошли не на развитие производств и инноваций внутри страны, а на погашение долгов перед иностранными кредиторами. В итоге, часть резервов, накопленных за счет высоких мировых цен на сырье, вернулись на Запад, да еще и с процентом.

Казалось бы, напрашивается очевидный вывод о том, что вектор отечественной денежно-кредитной политики надо менять. Но об этом, к сожалению, речь пока не идет. Как не идет речь и об использовании успешного опыта нашего крупнейшего партнера в Азии – Китая. Там, вместо повальной приватизации и либерализации, государство предпочло сохранить за собой роль ключевого игрока в экономике. Наиболее осязаемым и, пожалуй, наиболее одиозным с точки зрения партнеров из развитых стран проявлением этого подхода является «нерыночное» регулирование курса китайского юаня, которое, по мнению США, создает колоссальные диспропорции в торговле между ними и КНР в пользу последнего. В ответ на эту критику представитель МИД Китая в одном из интервью заявил: «Поддержание регулируемого

плавающего курса юаня – базовая политика Китая. Этот механизм отвечает долгосрочным коренным интересам страны».<sup>1</sup>

Аналогичный жесткий ответ на критику действий России до недавнего времени сложно было бы себе представить. Но события на Украине и введенные США и ЕС санкции против РФ объективно заставляют задуматься о необходимости смены приоритетов. В политической сфере это уже происходит: наша страна все больше разворачивается на Восток.

В экономике данный тренд также прослеживается. Но в целом ситуация в этой сфере несколько иная, и перспективы ее улучшения видятся менее четко. России удалось договориться с Китаем о крупномасштабных проектах в области добычи и транспортировки российского сырья. Блокируемый западными контрагентами «Южный поток» развернут в сторону Турции. Но ключевые основы российской экономической политики, определяющие ее уязвимость, остаются неизменными. И это при том, что за свою относительно короткую новейшую историю Россия уже как минимум три раза сталкивалась с наглядными проявлениями этой уязвимости.

Так, в ходе возникшего в 1998 г. из-за кризиса в Юго-Восточной Азии и резкого снижения мировых цен на топливно-энергетическое сырье кризиса российской экономики рубль обесценился более чем втрое. В 2008 г., когда весь мир пытался справиться с экономическими проблемами, возникшими из-за зародившегося в США мирового финансового кризиса, девальвация рубля составила более 50%. В 2014 г. вследствие действия множества факторов, среди которых наиболее очевидны антироссийские санкции и резкое падение мировых цен на нефть, курс отечественной валюты упал в среднем в два раза, а на пике – практически в три раза. В результате, российская валюта за полтора десятилетия номинально обесценилась почти в 10 раз.

### **Трансграничное движение капиталов и курс российского рубля**

Согласно статистике ЦБ РФ, в 2014 г. имел место рекордный отток капиталов из России – 151,5 млрд долл. Это в 2,5 раза больше, чем в 2013 году (63 млрд долл.) и больше печального рекорда 2008 года (133,6 млрд долл.). Особенно высоки темпы оттока были в 4 квартале 2014 года (72,9 млрд долл.).<sup>2</sup> Ставка на кредитование российского бизнеса за рубежом привела к тому, что в 2014 г. отечественным компаниям необходимо было выплатить почти 180 млрд долл. иностранным кредиторам. И хотя часть долга была покрыта за счет экспортной выручки, чистый отток из банковского и корпоративного секторов страны все равно составил 130 млрд долл. Причем 20 млрд из этой суммы были покрыты Банком России, который впервые за свою историю применил механизм предоставления валютной ликвидности другим финансовым

<sup>1</sup> <http://www.banki.ru/news/lenta/?id=2676577&r1=rss&r2=novoteka>

<sup>2</sup> [http://cbr.ru/statistics/print.aspx?file=credit\\_statistics/bal\\_of\\_payments\\_new\\_14.htm](http://cbr.ru/statistics/print.aspx?file=credit_statistics/bal_of_payments_new_14.htm)

учреждениям на возвратной основе, дабы помочь банкам и компаниям выплачивать их внешние долги в условиях уменьшения возможностей для рефинансирования из-за санкций. За этими сделками РЕПО как раз и прослеживается упомянутая выше роль ЦБ РФ как кредитора последней инстанции.

Но даже несмотря на это, в декабре 2014 г. ситуация вошла в штопор: запоздалая реакция регулятора на обесценение рубля вызвала обвальное падение корпоративного сектора и населения на валюту, что в свою очередь еще больше усилило отток капитала. Внесли свою лепту и валютные спекулянты на бирже – коэффициент корреляции между динамикой курса рубля к доллару и объемами торгов на единой торговой сессии, по расчетам автора, в декабре 2014 г. достиг 0,7. В итоге, отток капитала и падение курса рубля, подстегивая друг друга, нанесли серьезный удар не только по российской экономике, но и по доверию к ней со стороны долгосрочных зарубежных инвесторов, которое и так пострадало из-за санкций.

Российские эксперты с осторожным оптимизмом смотрят в будущее. Объем выплат зарубежным кредиторам в этом году меньше, следовательно, отток капиталов должен сократиться. Но его размеры все равно прогнозируются на уровне 90-110 млрд долл., что значительно выше, чем в последние предкризисные годы, когда ежегодно из страны выводилось порядка 60 млрд долларов.<sup>3</sup>

Получается, что за годы нового тысячелетия, когда на фоне сокращения внешнего госдолга стремительно рос внешний долг отечественного банковского и корпоративного сектора, Россия обрела еще одно измерение уязвимости.

Продемонстрировать это можно на примере 2014 г. Несмотря на ухудшение экономической ситуации в стране, внешняя задолженность РФ впервые за много лет уменьшилась. По данным Центробанка, совокупный внешний долг России на 1 января 2015 г. составил почти 600 млрд долл., снизившись на 17,7% в сравнении с прошлым годом. При этом долги органов государственного управления зарубежным кредиторам (т.е., госдолг) уменьшились на 32,8% – до 41,5 млрд долл. Банковская система РФ сократила свои внешние долги на 20,2% – до 171,1 млрд долл. Основной же объем внешней задолженности, как и в предыдущие годы, приходится на отечественные предприятия и организации. За 2014 г. этот долг также уменьшился, на 13,8% – до 376,5 млрд долл. Из них внешние кредитные обязательства сократились с 268,4 до 229,9 млрд долларов.<sup>4</sup>

Итак, с одной стороны, благоприятная статистика: совокупный внешний долг России в 2014 г. снизился на 129,4 млрд долл. С другой, практически на ту же сумму – с 509,6 до 386,2 млрд долл. (на 24%) – сократился объем золотовалютных резервов РФ.

<sup>3</sup> <http://ria.ru/economy/20150302/1050514119.html>

<sup>4</sup> [http://cbr.ru/statistics/credit\\_statistics/debt\\_new.xlsx](http://cbr.ru/statistics/credit_statistics/debt_new.xlsx)

Получается, в 2014 г. произошло примерно то, что имело место и в 2008 г. Государство вновь, так или иначе, расплатилось с иностранными кредиторами по долгам отечественных банков и корпораций.

Но этим все не ограничивается. Необходимо принять в расчет продажи валюты, которые по требованию руководства страны в 2014 г. осуществили крупнейшие российские компании. В частности, одна только «Роснефть» за прошлый год продала на валютном рынке страны около 93 млрд долл.<sup>5</sup> Для сравнения, интервенции ЦБ РФ по итогам 2014 г. составили примерно 76,1 млрд долл. и 5,4 млрд евро (пик продаж долларов пришелся на октябрь – 27,2 млрд, наибольшее количество евро ЦБ продал в марте – 2,3 млрд; в декабре 2014 г. Центробанк продал 11,9 млрд долл.).<sup>6</sup> Получается, реальные валютные потери российской экономики в 2014 г. гораздо выше. Соответственно, неизмеримо выше и доходы тех, кто заработал на обесценении рубля.

Даже если вынести за скобки возможную криминальную составляющую описанной ситуации, нельзя не признать, что, допустив очередное обвальное падение курса рубля, Россия нанесла еще один удар по привлекательности долгосрочных производственных проектов на своей территории. Зачем иностранцам вкладывать деньги «в долгую» и терпеть все изъятия регулирования предпринимательской деятельности на территории РФ, если с периодичностью раз в 7-10 лет наша страна предоставляет великолепную возможность заработать недостижимую в обычной хозяйственной деятельности прибыль. А в промежутках между этими всплесками, иностранные инвесторы-кредиторы могут получать арбитражный и комиссионный доход, который согласно ряду оценок достигает 25-30 млрд долл. ежегодно.<sup>7</sup> И это не считая того, что российские компании и банки берут кредиты за границей, по сути, из общего финансового пула западного мира, в который наша страна регулярно вносит существенный вклад, размещая значительную часть своих резервов в низкодоходных государственных облигациях развитых стран, прежде всего, США.

И все это – благодаря многолетней ставке российского правительства на сжатие рублевой массы во внутреннем обращении. Сложно объяснить, почему столь парадоксальная ситуация сохраняется до сих пор. Может быть, дело в том, что за каждое падение курса национальной валюты на фоне массированного оттока капиталов из страны расплачиваются в конечном итоге не банки и корпорации, и даже не государство, а простые россияне. Конечно, формально никто не заставляет граждан поддаваться панике и предъявлять повышенный спрос на наличную валюту, толкая курс рубля дальше вниз. Но, с другой стороны, на протяжении всей новейшей

---

<sup>5</sup> <http://www.interfax.ru/business/422063>

<sup>6</sup> <http://www.interfax.ru/business/417256>

<sup>7</sup> Россия и ЕС: особенности экономических отношений в современных условиях. БАНКОВСКОЕ ДЕЛО №2, 2015. С. 30.

российской истории едва ли не самой распространенной формой участия населения в экономической жизни страны были именно попытки сохранить свои сбережения. И каждый раз, когда волна паники достигала своего пика, представители наших финансовых властей неизменно обвиняли в этом «несознательное» население страны.

## Выводы

1. Россия за 25 лет реформ не смогла привлечь ожидавшийся объем производительных иностранных инвестиций. По данным ЦБ, за 2014 г. объем прямого иностранного участия в капитале российских компаний сократился почти на 40%: с 0,41 до 0,25 трлн долл.<sup>8</sup> Для сравнения на начало 2014 г. аналогичный суммарный показатель Большого Китая составлял, по данным ЮНКТАД, 2,5 трлн долл., США – 5 трлн долл., ЕС – 8,5 трлн долл.<sup>9</sup> Соответственно, и это не менее важно, недополучила Россия и ассоциируемых с прямыми иностранными инвестициями передовых зарубежных технологий, объективно необходимых для модернизации отечественной экономики.

2. Если вынести за скобки инвестиции в добычу полезных ископаемых, то накопленные в РФ прямые иностранные инвестиции разделены в основном между розничной торговлей и сектором финансовых услуг. Что касается современных промышленных предприятий, созданных в России, в том числе «с нуля», при участии иностранных инвесторов, и производящих конкурентоспособные товары с высокой долей добавленной стоимости, то их число явно не отвечает потребностям и масштабам российской экономики. Многие из них – это сборочные площадки иностранных автомобилей, производство на которых из-за резкого снижения спроса приостановлено. В целом, текущее отраслевое и региональное распределение прямых иностранных инвестиций в РФ, в том числе, в силу слабой взаимной производственной зависимости отечественных и зарубежных предприятий, не способствует усилению перелива технологий.

3. Многолетняя политика «стерилизации излишней рублевой массы» не решает главную задачу по борьбе с инфляцией. Не решает, поскольку не устраняет коренных причин инфляции в РФ, среди которых эксперты давно называют специфическую структуру национальной экономики с явным перекосом в пользу естественных монополий и экспорта сырья. Напротив, указанная политика, лишая отечественную перерабатывающую промышленность доступных кредитов на внутреннем рынке, усугубляет эти диспропорции и все больше тормозит развитие российской экономики. Необходимость отказа от этой политики вроде бы очевидна, но также очевидно, что четкого понимания того, какой механизм должен прийти ей на смену, нет.

---

<sup>8</sup> [http://cbr.ru/statistics/credit\\_statistics/iip\\_rf\\_new\\_14.xlsx](http://cbr.ru/statistics/credit_statistics/iip_rf_new_14.xlsx)

<sup>9</sup> UNCTAD. World Investment Report 2014. [http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2014\\_en.pdf](http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2014_en.pdf)



4. В России превалирует скептическое отношение к финансированию экономического роста за счет государственных фондов. Ведь помимо унаследованного из 1990-х гг. страха перед галопирующей инфляцией, в среде российских экономических властей до сих пор сильна и убежденность в том, что предоставленные государством инвестиционные ресурсы будут потрачены неэффективно. Противоречивая текущая ситуация с инновационным центром в Сколково, на создание которого еще несколько лет назад возлагались большие надежды и выделялись значительные суммы из бюджета, служит для многих наглядным доказательством того, что за четверть века России так и не удалось найти ответ на вопрос, как государство может вкладывать деньги в экономику собственной страны без риска нецелевого расходования средств.

5. Подсказка, как это обычно бывает, лежит на поверхности. Необходимо изучить свежий опыт политики количественного смягчения в США, которая не только не привела к чрезмерному росту инфляции, но и стимулировала оживление в экономике страны. В конечном итоге это оказало положительное влияние и на темпы притока иностранного капитала, который устремился в США в том числе и из Европы. В ответ на это Европейский Центральный Банк начал собственную программу количественного смягчения, стремясь избежать дефляции в еврозоне и снизить завышенный курс евро к доллару, наносящий ущерб глобальной конкурентоспособности европейской экономики.

6. К переходу на внутренние источники финансирования толкают и антироссийские санкции, перекрывшие доступ крупнейшим российским банкам и корпорациям к привычным зарубежным источникам кредитования. Очевидно, что нынешняя модель управления экономикой «не умеет» преобразовать накопленные резервы в инвестиции, иначе это было бы сделано еще в «тучные» 1999-2008 гг. Тогда дискуссия о том, куда направлять сверхдоходы государства от экспорта нефти, закончилась созданием резервных фондов на случай резкого ухудшения мировой конъюнктуры вместо использования этих средств для целенаправленной перестройки отечественной экономики и сокращения ее зависимости от сырьевого сектора.

7. К смене модели управления объективно подталкивает и необходимость развития импортозамещающих производств, которые в условиях санкций призваны закрыть бреши, открывающиеся на внутреннем рынке. Кроме того, на фоне продиктованного обесценением рубля снижения спроса на рынке потребительских товаров, где зарубежные партнеры имеют существенный задел в форме федеральных розничных сетей, заводов по сборке автомобилей, производству продуктов питания, строительных материалов, бытовой химии и т.д., финансирование государством спроса на инвестиционные товары способно стимулировать интерес иностранных инвесторов.

8. Участие государства в финансировании крупных инфраструктурных проектов, в том числе через механизмы долевого инвестирования и госгарантий, способно стать



сигналом для рынка, что эта сфера бизнеса имеет хорошую долгосрочную перспективу. Причем речь должна идти не только и не столько о строительстве трансграничных трубопроводов и освоении шельфовых месторождений Арктики, сколько о проектах по строительству новых и реконструкции существующих дорог, электрификации и газификации населенных пунктов, строительству современного жилья и объектов инфраструктуры. Пока государство экономит на улучшении условий жизни собственных граждан, сложно убедить иностранцев делать это вместо него.

9. Пример Китая показывает, что необходимо гибко сочетать предоставление исключительных льгот для приоритетных производств с сохранением ключевых регулирующих функций в руках государства. Стоит помнить, что «нерыночный» курс юаня и прочие «изъяны» инвестиционного климата не помешали КНР стать одним из крупнейших в мире реципиентов иностранных инвестиций. Россию с Китаем роднит не только общее некапиталистическое прошлое, но и значительный объем капиталов соотечественников, способных вернуться в страну из-за рубежа. В этой связи в РФ сейчас предпринимаются меры по амнистии капиталов. Важно, чтобы эти капиталы не просто возвращались на счета в российских банках, а могли найти себе производительное применение.

10. С 2008 г. в России проводилась политика плавной девальвации рубля. Но ее результаты контрастируют с тем, чего за тот же период удалось добиться США благодаря их политике количественного смягчения. Безусловно, сравнение наших стран не совсем корректно. Ведь США благодаря своему геополитическому доминированию за этот период смогли спровоцировать целый ряд политических событий на мировой арене, которые в итоге благоприятно сказались на темпах экономического роста в стране. И, естественно, эта политика нанесла удар по сбережениям американцев, который некоторые эксперты оценивают почти в полтриллиона долларов.<sup>10</sup> Но, как уже сказано выше, в РФ плавная девальвация закончилась обвалом рубля в декабре 2014 г., беспрецедентным оттоком капитала и обесценением сбережений населения минимум в полтора раза. В масштабах нашей экономики это гораздо более существенные потери, которые вырастут еще за счет прогнозируемого в 2015 г. сокращения ВВП на 3-5%, роста инфляции до 12-17% и сокращения инвестиций в основной капитал на 14-19%.<sup>11</sup>

11. Очевидно, что выход из ситуации следует искать на пути формирования действенного механизма преобразования резервов государства и сбережений населения в производительные инвестиции. Для этого потребуются отказ от нынешней политики эмиссии дополнительной рублевой массы под покупку иностранной валюты. Опираясь на мировой опыт, в качестве обеспечения рубля можно использовать ценные

<sup>10</sup> <http://finance.yahoo.com/news/fed-policies-cost-savers-470-144516821.html>

<sup>11</sup> <http://top.rbc.ru/economics/05/03/2015/54f827049a79472d38a9407e>

бумаги крупных российских компаний, институтов развития, предприятий, занятых в сфере строительства жилья и инфраструктуры. Банк России в целом должен играть более важную роль в стимулировании экономического роста как кредитор последней инстанции и регулятор рынка. В частности, вместо доказавших свою низкую эффективность валютных интервенций, крупные сделки по продаже валюты российским компаниям для выплаты ими внешнего долга можно было бы проводить по установленному курсу за рамками открытых торговых сессий, во избежание дополнительного давления на рубль.

12. В последнее время много говорится о том, что Россия восстанавливает свою роль в мировой политике. Это стало возможным благодаря тому, что наша страна начала занимать самостоятельную, ориентированную на внутренние интересы позицию по важнейшим вопросам международной повестки дня. Аналогичный сдвиг назрел и в экономической политике. Необходимо осознать, что последние 25 лет развитие нашей экономики шло в узких рамках правил, традиционно применяемых для вывода слаборазвитых государств из кризиса. Только самостоятельная экономическая политика, свободная от догм и ограничений последних лет, способна принести нашей стране долгосрочный успех.

*Публикация: 23 марта 2015 года.*

*Материал доступен для скачивания по адресу: [www.instituteofeurope.ru/publications/analytics](http://www.instituteofeurope.ru/publications/analytics)*