

© 2013 г.

Дмитрий Кондратов

кандидат экономических наук, ведущий научный сотрудник

Института Европы РАН

(e-mail: dmikondratov@yandex.ru)

МИРОВЫЕ ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ПОТОКИ: НОВЫЕ ТЕНДЕНЦИИ. МИГРАЦИЯ РОССИЙСКОГО КАПИТАЛА

Статья посвящена актуальной теме экспорта финансового капитала из России, осуществляемого как национальными корпорациями, резко увеличившими в последние годы объемы прямого инвестирования за рубеж, так и государством, стремительно наращивающим свои международные резервы. В этой связи сегодня в России на повестку дня выходят вопросы повышения эффективности государственных и частных капиталовложений за рубежом, использования их по наиболее приоритетным для национальной экономики направлениям.

Ключевые слова: Россия, экспорт капитала, международные резервы.

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 реципиенты 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.

По данным ЮНКТАД, в 1990–2011 гг. объем притока 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 впоследствии 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. они увеличились соответственно в 5,54 раза (до 29,41 трлн долл. на конец 2012 г.) и 12 раз (до 51,39 трлн долл.). Для сравнения, мировой ВВП за тот же период вырос только в 1,8 раза, то есть динамика финансовых трансакций между странами в несколько раз опережала показатели роста мировой экономики в целом.

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, с другой стороны, озабоченных их непрозрачностью и возможным наличием политических мотивов в инвестиционных решениях.

Увеличение объемов международного инвестирования является одним из наиболее заметных проявлений глобализации мировой экономики и финансовой сферы, стремительно развивающейся с начала 1990-х годов прошлого века. К числу основных факторов, стимулирующих процессы финансовой глобализации, относятся:

- либерализация трансграничного движения капитала, произошедшая 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 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 3 раза, с 5,2% до 15,8%. Всего, по дан-

ным 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 долл. В то же время показатели притока инвестиций выросли только в 3,3 раза, до 1067 млрд долл. В результате развивающиеся страны из чистых импортеров капитала превратились в 2000-е годы в его нетто-экспортеров.

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 4 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.

В результате стремительного роста резервов Китай сегодня стал одним из крупнейших инвестором 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 страны.

Большая часть (около 70%) инвестиций из развивающихся стран в настоящее время приходится на государственные капиталовложения, осуществляемые при размещении быстрорастущих валютных запасов, а также активов суверенных инвестиционных фондов, в которые многие страны направляют 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.

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 2011 г. 383,75 млрд долл. Показатель накопленных за рубежом ПИИ вырос за тот же период в 12 раз со 146 до 3705 млрд долл. 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.

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 долл., входя по этому показателю в число ведущих корпораций мира. Как отмечается в Докладе о мировых инвестициях – 2012, подготовленном ЮНКТАД, транснациональные компании 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 2011 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 долл., а в 2011 г. – около 832,2 млрд долл. По различным оценкам, сумма сделок, в которых указанные компании выступили в качестве покупателя, в 2011 г. превысила 103 млрд долл.

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 долл. 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 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 сделок 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 прорабатываются 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 – эффек-

тивные 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, в частности, 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. 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. Для стимулирования прямых инвестиций за рубежом 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 долл. в 2000 г. до 43 млрд долл. в 2011 г., а объем накопленного за рубежом капитала – с 27,76 млрд долл. до 365,98 млрд долл.

Виды и динамика активов суверенных 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 тридцати 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. 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. 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.

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 финансовая политика фондов, которая становится все более агрессивной, нацеленной как на увеличение доходов от инвестиций, так и более активное продвижение интересов своих государств. Наиболее отчетливо это проявилось в 2007 г. – начале 2008 г., когда в условиях ипо-

течного кризиса в США фонды ряда развивающихся стран инвестировали более 55 млрд долл. 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.

В том или ином виде СИФы существуют с 1950-х годов прошлого века. Более трети ныне действующих фондов было создано до 1990 г. В последние годы появление новых фондов и рост их активов значительно ускорилось, что было обусловлено быстрым наращиванием торгового профицита и валютных резервов в ряде стран – крупнейших экспортеров, в первую очередь азиатских и ближневосточных. Если в начале 1990-х годов в мире насчитывалось двадцать СИФов с суммарными активами в 500 млрд долл., то к концу 2012 г. число фондов удвоилось, а их общие активы увеличились более чем в 10 раз до 5,2 трлн долл. Только в 2012 г. активы фондов выросли в общей сложности 8%.

Большинство аналитиков прогнозирует сохранение высоких темпов роста СИФов в ближайшие годы. В частности, по оценке Лондонского международного агентства по финансовым услугам (*International Financial Services, London*), к 2015 г. совокупный объем активов суверенных фондов достигнет 10 трлн долл., а к 2020 г. превысит 13-15 трлн долл. Эксперты Deutsche Bank настроены более осторожно: они ожидают увеличения общих активов фондов до 8 трлн долл. в течение ближайших 5 лет и превышения ими отметки в 12 трлн долл. 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. 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 3 года они увеличились примерно на 18%. В 2012 г. активы сырьевых фондов составили 2,850 трлн долл., 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 по-

ступлений, пенсионных резервов и средств, полученных от приватизации. В 2012 г. совокупные активы таких фондов достигли 2,373 трлн долл., увеличившись за последние 3 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 вдвое – 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. 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.

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

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 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.

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 предпочитают 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 капиталов-

вложений 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 ФРС 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* более половины своего капитала размещает в настоящее время 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.

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 развивающихся 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 одного процента 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 долл. и 5% *Bank of China* за 1,6 млрд долл., а в 2006 г. – 11,55% британского *Standard Chartered Bank* за 4 млрд долл.

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 долл., 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 долл. – на эти цели инвестировал Сингапур через свои два СИФа.

Мнения экспертов о дальнейшем развитии инвестиционной стратегии суверенных фондов развивающихся 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. 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 ве-

дущих развивающихся государств в современной глобальной экономике, предполагающим, в том числе, расширение внешней экспансии их национальных финансовых институтов, включая СИФы.

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. 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.

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 операции трудно оценить и спрогнозировать. Учитывая огромные объемы капитала, контролируемые СИФами, непрозрачность и непредсказуемость их действий рассматривается как серьезная угроза стабильности мировой финансовой системы.

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 Ев-

росоюза. 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.

Значительное внимание в документе Еврокомиссии также уделено вопросам управления и повышения транспарентности 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 ЕЦБ, 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 могут быть заблокированы, если, по мнению американских властей, они угрожают интере-

сам 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, с другой стороны, 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, сохраняют хорошие возможности для работы на рынках капитала США и Европы.

Международные инвестиции российских компаний и финансовых институтов

По мере своего формирования в начале 1990-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 офшорные 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. 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.

По объему прямых капиталовложений, накопленных за рубежом, Россия в 2012 г. вышла на третье место среди развивающихся стран – ведущих международных инвесторов после Китая и Саудовской Аравии.

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 инвестиции за рубежом. Так, в 2011 г. российские компании и финансовые институты вложили в иностранные проекты и предприятия более 67 млрд долл., а объем прямых инвестиций, накопленных отечественным бизнесом за рубежом, достиг 73,92 млрд долл., что обеспечило России второе место после Китая по данному показателю среди развивающихся стран.

Наращивание прямых инвестиций за рубеж 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.

Прямые инвестиции российских компаний за рубежом и их значение для национальной экономики. Россия стала осуществлять внешнеэкономическую экспансию 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 в 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 сче-

тах в западных банках, либо инвестируя в зарубежную недвижимость и финансовые активы.

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.

По оценкам экспертов, масштабы бегства капитала¹ из России в 1990-е годы достигли 15-20 млрд долл. в год. Ежегодно путем сокрытия

¹ Бегство капитала рассчитывается сотрудниками ИЭП имени 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».

экспортной выручки, оплаты несуществующего импорта, предоставления фиктивных займов, а также проведения предложных операций с ценными бумагами из страны в непроизводственных целях выводились ресурсы, размер которых превышал половину всех капиталовложений в национальную экономику. С повышением макроэкономической стабильности и улучшения 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 долл.¹

На фоне массового бегства капитала из страны объем прямых зарубежных инвестиций отечественных предприятий в 1990-е годы были крайне незначительными. По данным ЮНКТАД, к началу 2000 г. величина прямых инвестиций, накопленных российскими компаниями за границей, составляла лишь 20 млрд долл., в полтора-два раза меньше, чем к тому времени имели Китай и Бразилия. Наращивание инвестиций за рубежом 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 половине 2000-х го-

¹ Впрочем, при прочих равных условиях (прежде всего в случае стабильности цен на энергоносители) и при отсутствии усилий со стороны Правительства РФ по снижению рисков инвестиций в РФ сложно ожидать снижения бегства частного капитала из страны в 2015-2020 гг.

дов выросли в 3-4 раза по сравнению с предшествующим десятилетием и превысили отметку 10 млрд долл. в год.

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 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 выстраивание 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 бы 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.

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 67,2 млрд долл., втрое увеличившись по сравнению с 2006 г. При этом объем прямых инвестиций, накопленных российскими предприятиями за рубежом, достиг рекордных 362,1 млрд долл. (30% ВВП страны), в 18 раз превысив показатель 2000 г.

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. 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 более 150 тыс. человек – вдвое больше, чем в начале 2000-х годов. Таким образом, масштабы глобальной экспансии национального капитала уже позволяют говорить о начале формирования за рубежом «второй экономики», охватывающей производственную и сбытовую деятельность российских компаний на внешних рынках.

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», «Газпром», «Северсталь» и «Русал». Совокупная величина зарубежных активов указанных четырех компаний по итогам 2007 г. достигла более 40 млрд долл. 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 зарубежных инвестиций, накопленных российскими компаниями, в их общемировом 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 долл. 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 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 долл. (с учетом приобретения ОАО «НК «Роснефть» компании ТНК-ВР за 56 млрд долл.), заключив около 427 крупных сделок, из которых каждая пятая на сумму, превышающую около 100 млн долл. 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.

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 производителей 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. на-

блюдалось снижение общей суммы сделок, хотя их количество осталось неизменным.

В результате приобретения «Роснефтью» компании ТНК-ВР будет создана крупнейшая в мире публичная нефтяная группа. Эта сделка стоимостью 56,0 млрд долл. США более чем в десять 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 составила 27,7 млрд долл. 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 также покупка В. 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 долл. 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. 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 высокой 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.

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 в 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 3 года отечественные компании инвестировали в проекты, реализуемые в этих странах, более 5 млрд долл.

Значение прямых иностранных инвестиций российских компаний для национальной экономики. Как отмечают специалисты, стремительное наращивание 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%, 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 числа крупных предприятий. Сегодня в России порядка двадцати компаний контролируют до 40% всех зарубежных активов. В развитых странах уровень концентрации в этой области как минимум вдвое 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 прямых капиталовложений за рубеж 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 офшорные 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. 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 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 долл. В их числе неудавшаяся попытка объединения «Северстали» с европейским металлургическим концерном *Arce-lor*, 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.

Динамика и особенности вывоза капитала российским банковским сектором. 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 долл. в год. С 2005 г. экспорт капитала банковским сектором резко ускорился. По итогам 2011 г. он достиг 32,0 млрд долл., увеличившись по сравнению с 2000 г. более чем в девять раз. Следует отметить, что по абсолютным показателям вывоза капитала российские банки уступают отечественным нефинансовым корпорациям и государству. При этом средние темпы роста вывоза капитала в 2000–2012 гг. существенно отставали от общей динамики активов банковского сектора, в результате чего доля иностранных вложений в совокупных активах кредитных организаций к концу периода заметно сократилась.

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 долл., а по итогам III квартала 2012 г. этот показатель достиг 15,2 млрд долл. Часть привлекаемых ресурсов, временно не использовавшихся 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 капитала 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 ссуда 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 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 ино-

странным 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. 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 в 2004–2005 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 банками 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 4 года группой созданы дочерние структуры на Украине, в Беларуси, Армении и Грузии, в развитие которых инвестировано более 400 млн долл., консолидировано участие в капитале росзагранбанков в Западной Европе, открыты филиалы в Индии и Китае, а также учреждены дочерние банки в Индии и Китае, во Вьетнаме и Анголе. Сегодня ВТБ способен оказывать качественную финансовую поддержку отечественному бизнесу более чем в пятнадцати 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 от-

крыть новые отделения в странах СНГ, а также филиалы в Индии и Китае. Газпромбанк собирается инвестировать несколько сотен миллионов 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 малознакомы 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.

Роль государства в экспорте капитала из России

В результате быстрого роста экономики, национального экспорта и бюджетных доходов в 2000–2012 гг. кардинально 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 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. 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.

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 превосходит 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 России. 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 долл. 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 скупалась Банком России и направлялась в резервы. Начиная с 2006 г. средства Стабфонда РФ (а затем – Резервного фонда и Фонда национального благосостояния – ФНБ) стали размещаться в валютные активы и учитываться в составе международных резервов, что также ускорило их динамику. В результате в 2012 г. объем международных резервов превысил 527 млрд долл., увеличившись по сравнению с 2000 г. более в 40 раз. По размеру резервов Россия сегодня находится на четвертом месте в мире после Китая (объем резервов на 1 апреля 2013 г. 3,33 трлн долл.), Японии (1,22 трлн долл.) и Саудовской Аравии (662 млрд долл.), опережая находящуюся на пятой позиции Швейцарию почти на 80 млрд долл.

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 первом квартале 2013 г. доля указанных активов составляла более 85% общего размера резервов.¹ На США приходилось 35,7% активов, Францию – 27,9%, Германию – 18,8%, Соединенное Королевство – 8,8%, на остальные страны –

¹ 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.

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%.

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, ликвидности 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 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 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 первом квартале 2007 г. до 37,2% в первом квартале 2008 г. Это объяснялось главным образом ускоренной динамикой роста Стабилизационного фонда, средства которого размещались в составе инвестиционного портфеля в долгосрочные бумаги.

В валютной структуре международных резервов традиционно преобладал доллар США, доля которого еще в первом 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% приходилось на инвестиции в фунтах стерлингах, обеспечивавшие наибольшую доходность, доля других резервных валют (японской иены, канадского и австралийского долларов) составляла 1,2%, 1,4% и 0,3% соответственно (табл. 1).

Таблица 1

**Распределение валютных активов Банка России по валютам
по состоянию на начало 2013 года, %**

Доллар США	Евро	Австралийский доллар	Фунт стерлингов	Канадский доллар	СДР	Японская иена
46	41	30	9,1	1,4	1	1,2

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

Средняя доходность размещения международных резервов в 2004–2012 гг. значительно колебалась. Максимальные показатели бы 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 (табл. 4). Это противоречит 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.

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

В 20004–2005 гг. средства Стабфонда 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 («ААА») рейтингами кредитоспособности. По данным Министерства финансов России, 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 рез-

кого 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 руб., поэтому доходность фонда в национальной валюте оценивается аналитиками существенно ниже, чем в долларах (на уровне 3% годовых).

Таблица 2

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	-
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 года по июнь 2012 года	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.

В целях обеспечения долгосрочной сбалансированности бюджета в 2007 г. было решено реорганизовать Стабфонд путем его разделения на

Резервный фонд и ФНБ. Первый фонд унаследовал от Стабфонда роль консервативной «подушки безопасности» российской экономики на случай значительного снижения цен на нефть в среднесрочной перспективе. Средства фонда могут быть использованы для финансирования дефицита федерального бюджета и досрочного погашения внешнего долга. Назначение ФНБ – обеспечение софинансирования добровольных пенсионных накоплений граждан и покрытие при необходимости дефицита Пенсионного фонда России. 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 НДС 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 руб. (157,4 млрд долл.) был разделен на две части и прекратил свое существование. В результате был образован Резервный фонд объемом 3,07 трлн руб. (125,4 млрд долл.) и Фонд национального благосостояния 783 млрд руб. (32 млрд долл.). По состоянию на 1 апреля 2013 г. средства Резервного фонда составили 83,93 млрд долл. (3,9% к ВВП), а ФНБ – 86,76 млрд долл. (4,1% к ВВП).

Порядок инвестирования средств фондов, утвержденный Минфином 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 иностранных 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, 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 увеличение их доходности.

Возможные меры по повышению эффективности управления международными резервами. Существующая практика инвестирования международных резервов в России вызывает неоднозначную реакцию. Минфину 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 иные цели. Хотя далеко не все критические замечания и предложения оправданны 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 Стабфонда уже было направлено в общей сложности 300 млрд руб. для капитализации Банка развития, Инвестиционного фонда РФ и 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 ситуаций 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 представляется, это задача все-таки не сегодняшнего дня, а на средне- или даже долгосрочную перспективу.

Более актуальной в настоящее время представляется 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 акции¹. 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.

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.

¹ 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.

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 разработать до 1 октября 2016 г. новый порядок управления ФНБ, 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% ее активов, то есть порядка 20 млрд долл. на начало 2013 г.) было бы целесообразно разместить в российские активы, номинированные в иностранной валюте, в частности, 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 и, с другой стороны, дало бы возможность государству стимулировать рост приоритетных для государства 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 разме-

щать средства фонда, в том числе государств Западной Европы, а также, если соответствующее решение будет принято, 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 может 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.

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.

Учитывая, что административные предписания и ограничения в области движения капитала, как правило, малоэффективны, указанная стратегия должна основываться главным образом на использовании экономи-

ческих 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.

В России такие 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, привлекаемых 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 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 Рос-

сии 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 сектора 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 использования 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 госу-

дарственной 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 подписаны 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 – более 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.
