

© 2024

УДК: 339.9; 336.02

Ирина Квашнина

кандидат экономических наук, ведущий научный сотрудник

ФГБУН Институт экономики РАН

(г. Москва, Российская Федерация)

(e-mail: irina.kvashnina@gmail.com)

РОССИЯ В МЕЖДУНАРОДНОМ ДВИЖЕНИИ КАПИТАЛА: АДАПТАЦИЯ К НОВЫМ УСЛОВИЯМ

В статье рассматривается влияние внешних санкций и ответных мер Российской Федерации на трансграничные потоки капитала. Анализ международной инвестиционной позиции показывает, что после рекордного оттока капитала по всем каналам в 2022 г. происходит замедление этого процесса, а в части прочих инвестиций имеет место их приток. Положительная динамика наблюдается и в российских инвестициях за рубеж. Несмотря на усиление внешнего давления, в том числе через вторичные санкции, все участники внешнеэкономической деятельности адаптируются к новым условиям. Органы управления сформировали комплекс мер, который позволяет достаточно эффективно контролировать и регулировать капитальные потоки. Большая часть иностранных компаний в разных формах остается в РФ или переносит производство в дружественные страны с сохранением российского рынка. Российский бизнес реструктурирует свои активы, переводит их в другие юрисдикции, покупает оставленные иностранными собственниками компании, ищет новые рынки и фондовые площадки. Вместе с тем принятие обоюдных ограничений на трансграничное движение капитала имеет негативные последствия и риски для российской экономики. В их числе: повышение волатильности рубля в связи со снижением влияния финансового счета, увеличение долговой нагрузки; падение ликвидности фондового рынка; проблемы с управлением предприятиями после перехода к российским собственникам, технологическое отставание и др.

Ключевые слова: движения капитала, платежный баланс, санкции, прямые иностранные инвестиции.

DOI: 10.31857/S0207367624110058

Происходящие в последние годы изменения в мировой экономике и геополитике самым непосредственным образом отражаются на участии РФ в международном движении капитала. Введенные после начала Специальной военной операции на Украине западными (в широком смысле) странами и их союзниками беспрецедентные санкции в отношении российской экономики, а также принятые ответные меры, сказываются на объемах и конфигурации перемещаемых капитальных потоков в Российскую Федерацию и из нее, вынуждая всех субъектов внешнеэкономической деятельности адаптироваться к новым условиям.

Изменения в структуре и динамике трансграничных потоков капитала

Последовавшее за глобальным финансовым кризисом 2007–2009 гг. наращивание внешнеэкономической активности сопровождалось, в том числе, и восстановлением инвестиционной деятельности. Рост совокупных активов и обязательств в 2016–2021 гг., даже несмотря на кризис, вызванный эпидемией COVID-19, привел к тому, что их объемы в 2021 г. достигли максимальных размеров и сравнялись в годовом выражении с пиковыми значениями 2013 г. (табл. 1). Увеличение в период с 2016 по 2021 г. потоков капитала сопровождалось повышением их роли относительно ВВП – 157% в среднегодовом исчислении

против 123% в среднем за 2013–2015 гг., что позволяет говорить (даже с учетом корректировки ВВП в долларовом выражении) о некотором увеличении открытости российской экономики в указанный временной отрезок (табл. 1).

События 2022 г. внесли существенные изменения в платежный баланс и международную инвестиционную позицию Российской Федерации [1]. После начала СВО недружественные страны ввели широкомасштабные санкции против РФ, в том числе направленные на ограничение доступа государства, бизнеса и граждан к их зарубежным активам, а также на минимизацию возможностей получения капитала, технологий и инвестиций на основных зарубежных рынках. Среди ответных мер российского руководства можно выделить введение ограничений на движение капитала, усиление валютного контроля, ужесточение регуляторных механизмов в отношении иностранных компаний.

Таблица 1

Накопленные активы и обязательства РФ
(млрд долл. США, на 1 января)

Показатель	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Активы	1178	1241	1347	1344	1514	1569	1652	1613	1553
Прямые инвестиции	375	427	477	436	501	472	487	398	314
Портфельные	68	72	74	69	80	108	117	81	68
Производные фин. инструменты	11	7	5	6	5	7	6	1	0,4
Прочие инвестиции	355	358	358	364	373	387	410	552	573
Резервные активы	368	378	433	469	554	596	631	582	582
Обязательства	839	1021	1067	969	1155	1052	1167	843	696
Прямые инвестиции	348	478	530	497	587	540	610	462	334
Портфельные	142	216	230	207	302	256	274	149	148
Производные фин. инструменты	9	7	5	5	6	8	6	1	0,8
Прочие инвестиции	340	321	302	260	260	248	271	230	213
Чистая международная позиция	339	220	280	374	360	517	485	770	857
Чистая международная позиция без резервных активов	–29	–158	–153	–94	–195	–52	–146	188	275
Совокупные активы и обязательства	2017	2262	2414	2316	2669	2621	2819	2456	2249
ВВП в долл. США в текущих ценах	1363	1277	1574	1657	1693	1489	1779	2274	2000

Источники: Банк России. Статистика внешнего сектора. URL: <http://www.cbr.ru> (дата обращения: 20.11.2023, 17.06.2024); Мировые финансы. URL: <http://global-finances.ru/vvp-rossii-po-godam/> (дата обращения: 17.06.2024).

По итогам двух лет (2022–2023 гг.) совокупные иностранные обязательства снизились на 40% (471 млрд долл. США) (см. табл. 1). Больше половины этого сокращения пришлось на прямые инвестиции. Изъятие ПИИ происходило преимущественно в форме погашения задолженности перед иностранными компаниями и банками. Портфельные инвестиции снижались за счет существенного сокращения покупок российских акций и продажи нерезидентами суверенных ценных бумаг. Отрицательная динамика обязательств по прочим инвестициям (снятие нерезидентами средств в российских банках и снижение кредиторской задолженности) была не столь сильно выражена (см. табл. 1).

По сравнению с пассивами сокращение совокупного объема активов РФ¹ к началу 2024 г. было не таким существенным – на 6% (99 млрд долл.) и, как отмечает Банк России, в значительной степени было обусловлено отрицательной переоценкой финансовых инструментов из-за ослабления валют и редомициляцией ряда компаний в российскую юрисдикцию [2]. Что касается прочих инвестиций за рубеж, то они не только увеличились, но и достигли максимальных значений за последние 9 лет (см. табл. 1), в том числе за счет увеличения торговых кредитов и авансов российскими компаниями и средств на текущих счетах и депозитах за рубежом физическими лицами. Снижение иностранных пассивов привело к рекордному росту чистой международной инвестиционной позиции РФ за 2023 г. – 857 млрд долл. (или больше 40% ВВП) (см. табл. 1).

Увеличение вывоза капитала происходило и по линии частного сектора, о чем говорят данные по текущему экспорту/импорту капитала. После всплеска 2014 г., вызванного первым этапом санкций, положительное сальдо финансовых операций частного сектора² снизилось в абсолютных и относительных размерах (рис. 1, 2). С 2015 по 2021 г. чистый отток капитала в среднем составлял около 45 млрд долл. в год (примерно 3% ВВП), увеличившись в 2022 г. до максимальных за всю историю РФ значений в 217 млрд долл. США (9,5% от ВВП) (рис. 1, 2). Масштабный отток капитала по линии частного сектора происходил на фоне существенного увеличения положительного сальдо *текущего счета* платежного баланса 2022 г. и был обусловлен теми же причинами, которые были обозначены выше. Главными каналами оттока капитала из страны стали:

- предоставление торговых кредитов и авансов³;
- погашение ссуд и займов российскими банками и нефинансовыми компаниями;
- покупка физическими лицами иностранной наличной валюты и открытие валютных счетов в иностранных банках;
- вывод прямых иностранных инвестиций (ПИИ) иностранными инвесторами [3. С.1–2].

¹ Замороженная часть резервных активов по-прежнему отражается в платежном балансе.

² С 2018 г. Банк России изменил терминологию в статистике внешнего сектора: вместо понятия «чистый ввоз/вывоз капитала частным сектором» используется термин «финансовые операции частного сектора». Положительное сальдо финансовых операций частного сектора соответствует чистому кредитованию, отрицательное – чистому заимствованию.

³ Из-за изменения условий значительная доля импорта стала авансироваться, а кредитование экспорта перешло преимущественно к отечественным банкам.

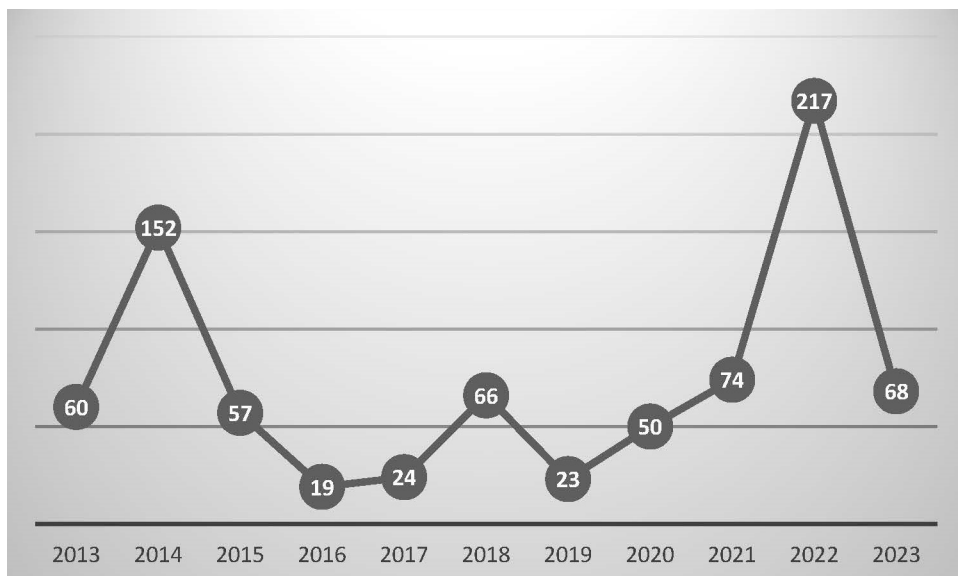


Рис. 1. Чистый отток капитала частного сектора, млрд долл. США

Источник: Доклад о денежно-кредитной политике. № 1(41) февраль 2023. С. 5. Банк России. Статистика внешнего сектора. URL: <http://www.cbr.ru> (дата обращения: 20.12.2023).

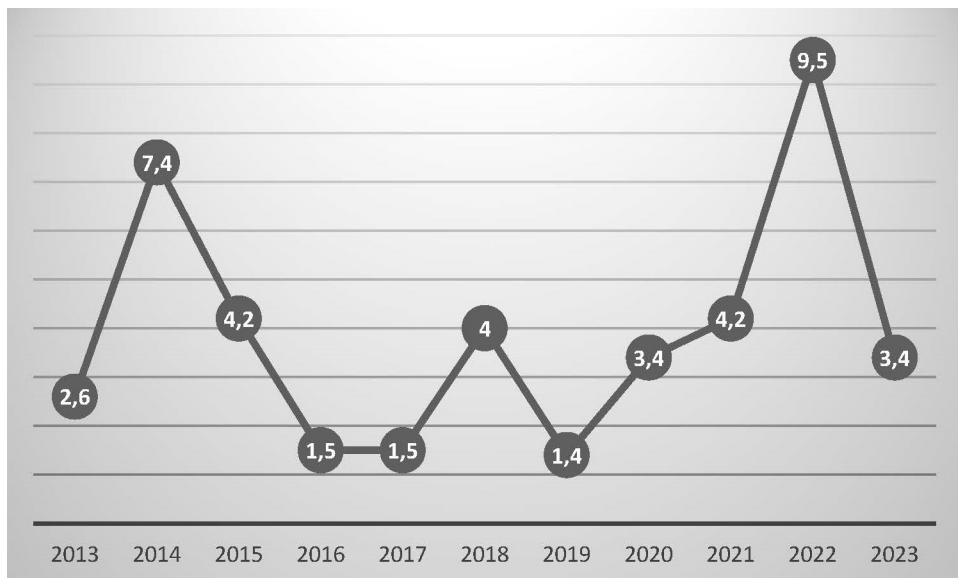


Рис. 2. Чистый отток капитала частного сектора, в % от ВВП

Источники: Статистика внешнего сектора. URL: <http://www.cbr.ru> (дата обращения: 20.12.2023); Мировые финансы. URL: <http://global-finances.ru/vvp-rossii-po-godam/> (дата обращения: 17.06.2024).

По мере сокращения сальдо платежного баланса отток капитала по всем перечисленным каналам должен снижаться. Его величина, при отсутствии новых внешнеэкономических шоков, по прогнозу Банка России, упадет к 2025 г.

до 44 млрд долл., т.е. вернется к средним значениям, которые были до введения санкций [4. С. 5].

В 2023 г. сальдо текущего и финансового счета уже сократилось, соответственно, в 4 и 5 раз по сравнению с предыдущим годом. Со стороны обязательств имело место кратное замедление сокращения прямых и портфельных инвестиций, а отток прочих инвестиций сменился их притоком. В российских инвестициях за рубежом наблюдался рост ПИИ (после спада 2022 г.), сохранилась положительная динамика в части прочих инвестиций, а отток портфельных вложений сократился в 2 раза [5]. По предварительной оценке, в первом полугодии 2024 г. продолжилось снижение внешних обязательств экономики (6,4 млрд долл. США), что в основном обусловлено сокращением задолженности по привлеченным кредитам, в том числе в рамках отношений прямого инвестирования, а также по выплате дивидендов. Иностранные активы выросли на 41,0 млрд долл. США, в том числе в связи с увеличением лагов в расчетах по внешнеэкономической деятельности и ростом прочих инвестиций [6].

Ответные меры и адаптация к западным санкциям

Введенные западными странами (в широком смысле) санкции против российского финансового сектора имели целью отрезать государство, бизнес и отчасти физических лиц от их зарубежных активов, лишить российские компании и отрасли доступа к получению новых инвестиций и займов, ограничить получение капитала на западных финансовых площадках для всех участников внешнеэкономической деятельности, подтолкнуть уже действующие в РФ ТНК к пересмотру стратегии [1, 7].

Большая часть замороженных российских суверенных активов находится на территории Европейского союза – около 226 млрд долл. США, из которых 206 млрд – на счетах бельгийского депозитария Euroclear. Еще около 5 млрд заблокировано в США [8. С. 53]. По оценкам Банка России, объем заблокированных активов российских юридических и физических лиц (без учета государственных средств) на конец 2022 г. составил 5,7 трлн руб., из которых 20% принадлежали частным лицам [9].

Заморозка российских активов сопровождалась введением ограничений на инвестиции в РФ: США сразу наложили запрет на новые инвестиции во все сектора российской экономики. Страны ЕС с принятием новых пакетов поэтапно расширяют инвестиционные санкции и распространяют их на новые сектора и производства, делая при этом некоторые исключения. Секторальные ограничения недружественных государств дополняются санкциями против отдельных компаний и их владельцев. За 2022 г. число российских компаний под санкциями выросло почти в два раза – до 2,9 тыс., а к началу 2024 г. еще раз удвоилось – до 6,8 тыс. [10]. Продолжением и составной частью финансовых санкций стали ограничения против Санкт-Петербургской биржи (СПБ) и Национального расчетного депозитария (НРД). К весне 2024 г. под самыми строгими санкциями SDN находилось более 40 российских банков, аккумулирующих 90% банковского капитала страны [11]. По мере исчерпания имеющегося спектра санкций акцент смещается в сторону контроля над их исполнением и введением вторичных санкций, под них подпадают и иностранные компании, и финансовые

организации. Так, после ужесточения (с конца 2023 г.) режима вторичных санкций банки дружественных стран резко увеличили число отказов в проведении платежей, связанных с Россией, увеличились сроки платежей, размер комиссии и объем запрашиваемой документации [11]. В то же время возможны и решения об исключении тех или иных позиций из санкционных списков. Так сделали США в отношении некоторых банков по сделкам в сфере энергетики.

Ответные меры, предпринятые Центральным Банком и Правительством РФ, позволили стабилизировать финансовую ситуацию, не допустить обвала рубля, обесценения активов, бегства капитала и кризиса банковской системы. В их числе были: резкое повышение ключевой ставки, валютное регулирование (с введением обязательной продажи выручки экспортерами), перевод части расчетов в рубли и валюты дружественных стран, ограничения на движение капитала. Жесткие ограничения на перемещение капитала, введенные изначально, по мере стабилизации ситуации были частично пересмотрены в сторону смягчения [1. С. 689–690].

В ситуации, когда большая часть крупных российских банков оказалась под санкциями, обслуживание внешнеэкономической деятельности перешло к мелким и средним банкам, а также к дочерним структурам иностранных банков. С начала СВО численность иностранных финансовых организаций в РФ снизилась, равно как и доля в общем уставном капитале российских банков, с 10,73% (на 1 января 2022 г.) до 6,95% (на 1 января 2024 г.) [12]. Процесс выхода иностранцев из российской банковской системы контролируется государством. В частности, с 2022 г. действует распоряжение Президента РФ о перечне российских кредитных организаций, в отношении которых установлен запрет на сделки (операции) с акциями и долями (вкладами), составляющими их уставные капиталы, если не получено специальное разрешение⁴. С другой стороны, для привлечения иностранных инвестиций и упрощения международных расчетов в 2024 г. был снят действовавший с 2013 г. запрет на открытие филиалов иностранных банков в России⁵.

По сравнению с банками доля иностранных инвесторов на российском рынке ценных бумаг была существенно выше. В отдельные периоды в сегменте государственных облигаций на них приходилось до трети рынка, иностранные инвесторы обеспечивали почти половину оборота на рынке корпоративных акций, находящихся в свободном обращении, а с уходом иностранных банков и фондов существенно пострадала ликвидность практически всей линейки производных финансовых инструментов. В свою очередь, российские портфельные инвесторы активно вкладывались в зарубежные ценные бумаги.

Пережив падение, рынок долговых корпоративных бумаг довольно быстро восстановился. Толчок к его росту дали облигации, замещающие выпущенные ранее бумаги российских эмитентов для торговли на западных биржевых площадках. Из-за санкций против отдельных компаний и разрушения моста между Euroclear/Clearstream—НРД был создан правовой механизм, предусматривающий выпуск до конца 2024 г. локальных облигаций вместо евробондов, попавших

⁴ Распоряжение Президента Российской Федерации от 26.10.2022 № 357-рп. URL: <http://publication.pravo.gov.ru/Document/View/0001202210260006?index=2>

⁵ Банк России. Допуск филиалов иностранных банков. 2024. URL: <https://www.cbr.ru/Content/Document/File/165888/press.pdf>

под блокировку. Согласно данным CBonds, на начало года рынок замещающих облигаций был представлен 15 эмитентами и 49 выпусками общим объемом около 20 млрд долл. До конца года под замещение подпадают и 13 из 14 находящихся в обращении выпусков еврооблигаций Минфина (в общей сложности на 27,43 млрд долл. и 5,25 млрд евро) [13].

Ситуация на российском фондовом рынке выглядит менее благополучной. С 30.01.2022 по 17.09.2024 индекс Мосбиржи снизился более чем на 20%, долларový РТС — на 33%. «Голубые фишки» так и не смогли восстановиться после февральского падения. На российском фондовом рынке пока не появились крупные отечественные институциональные игроки. Приход российских физических лиц на смену иностранным инвесторам, с одной стороны, усилил базу отечественного капитала на рынке, но с другой — увеличил риски, «поскольку физические лица зачастую не являются профессиональными инвесторами» [14. С. 12]. Решение экономического блока правительства об обязательном размещении на бирже части пакета акций (10–20%) российским покупателем иностранной компании, покидающей российский рынок, должно создать новые инструменты и повысить ликвидность рынка. В этом же направлении действует закон о конвертации депозитарных расписок отечественных эмитентов в российские акции. Весной 2024 г. российской стороной в отношении физических лиц была запущена процедура обмена замороженными активами. В рамках ее первого этапа иностранные инвесторы выкупили четверть бумаг из заявленных к продаже российскими резидентами иностранных активов.

В сложившихся условиях российские портфельные инвесторы столкнулись с необходимостью поиска более безопасных зарубежных рынков как для вложения капитала, так и для получения финансовых средств. В Индии и Китае стали действовать филиалы Сбера и ВТБ. УК «Альфа-Капитал» первой из российских инвестиционных компаний получила разрешение на работу в Индии. Кроме Китая (Гонконга) и Индии, российские инвесторы изучают возможность работы на биржевых площадках других стран. При этом следует иметь в виду, что наиболее перспективные компании из самих развивающихся стран стремятся выйти на западные фондовые рынки. С активизацией национальных портфельных инвесторов связано и восстановление торговли некоторыми производными инструментами. Дедолларизация финансовых и торговых отношений стимулирует спрос на производные финансовые инструменты в валютах дружественных стран, прежде всего в юанях [15. С. 82].

Накануне начала СВО, по данным ЮНКТАД, Россия входила в десятку крупнейших мировых импортеров и экспортеров ПИИ, занимая соответственно 9-е (38 млрд долл.) и 8-е (64 млрд долл.) места [16. Р. 9, 21]. В результате санкций и принятых ответных мер, как уже отмечалось, произошло существенное сокращение как накопленных, так и текущих трансграничных прямых инвестиций (табл. 2). Помимо факторов, связанных с переоценкой стоимости активов, существенную роль в этом процессе сыграла остановка деятельности, перенос бизнеса или его продажа иностранными собственниками. Если говорить об уходе иностранных компаний с российского рынка, то причинами остановки работы международных корпораций стали не только санкции и угроза их расширения,

но и имиджевые соображения, а также общая неопределенность экономической ситуации в стране. Оценки масштабов выхода иностранного бизнеса из РФ отличаются в силу отсутствия статистики и растянутости этого процесса во времени⁶. В любом случае можно констатировать, что большая часть компаний осталась на российском рынке.

Таблица 2

Ввоз и вывоз ПИИ в 2016–2023 гг.
(млрд долл. США)

Показатель	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Россия								
Ввоз	37	26	13	32	10	39	–15	8
Вывоз	27	34	36	22	7	64	12	29
Мир в целом								
Ввоз	2019	1651	1376	1729	985	1622	1356	1332
Вывоз	1529	1598	1611	1445	780	1882	1575	1551

Источник: ЮНКТАД. URL: <https://unctad.org/publication/world-investment-report-2024> (дата обращения: 7.10.2024).

Основной стратегией выхода иностранных инвесторов стала продажа или бесплатная передача активов российским юридическим лицам. В ее рамках иногда с российским партнером или менеджментом заключался опцион на обратный выкуп в случае изменения ситуации. Некоторые компании объявили о разрыве отношений с материнской структурой и остались на российском рынке в качестве самостоятельных хозяйствующих субъектов [1. С. 692]. Многие бренды (прежде всего в сфере ретейла и общепита) сменили владельцев и продолжили работать под новыми названиями. Довольно популярной стала стратегия релокации в дружественные страны, ее используют как российские, так и зарубежные МНК.

В страновом разрезе подавляющее большинство компаний, покинувших РФ, имеют североамериканское происхождение или относятся к странам Северной Европы (Британия, Финляндия, Германия, Дания). В Швейцарии, Австрии и Италии доля сохраняющих российский бизнес компаний значительно выше. Это объясняется как структурой собственности (публичные компании больше подвержены внешнему давлению, чем семейные бизнесы), так и отраслевой спецификой. В первую очередь уходили фирмы, чья продукция или контрагенты попали под санкции. Среди отраслей промышленности по абсолютным показателям среднесписочной численности компаний и выручки, заявивших об уходе из России, наиболее выделяется производство автотранспортных средств, бумаги

⁶ По оценкам Университета Йеля, в 2022 г. реально покинули РФ 25,6% иностранных компаний [11]. Примерно схожие цифры называет Центр стратегических разработок (ЦСР), говоря о 15% крупнейших иностранных компаний, которые решили покинуть страну через передачу новому собственнику местного подразделения и 7%, которые заявили о полном уходе с рынка без продажи бизнеса [10]. По расчетам агентства Bloomberg, покинувшие в 2022 г. РФ иностранные компании продали активы на 15–20 млрд долл. Агентство АК&М оценивало объем таких продаж в 16,3 млрд долл. [13].

и бумажных изделий, табачных изделий [17. С. 3]. На противоположном полюсе оказался бизнес, связанный с медицинской сферой и отчасти производством средств гигиены и продовольствия. Что касается топливно-энергетического комплекса и финансового сектора, то здесь сработали административные ограничительные меры.

Приостановка работы и уход иностранных компаний из РФ стали определенным шоком для российской экономики, так как затронули некоторые стратегические производства, сложившиеся цепочки поставок, коснулись значительного числа занятых и пр. Определенное давление в связи с продажей и выводом средств за рубеж испытывала и российская валюта. В этой связи был предпринят комплекс мер, направленный на ограничение прав иностранных инвесторов из недружественных стран.

Продажа долей инвесторов из недружественных юрисдикций в стратегически значимых предприятиях ТЭК и финансового сектора стала возможна только по специальному разрешению президента. Такое согласие, в частности, было получено при продаже «Shell» доли в «Сахалин-2» российской компании «НОВАТЭК». Выход иностранных владельцев из других активов требует одобрения правительственной комиссии Минфина по контролю за осуществлением иностранных инвестиций в РФ. При продаже иностранный владелец должен предоставить покупателю 50%-ный дисконт от рыночной стоимости актива и внести 15%-ный взнос в бюджет. С октября 2024 г. стоимость выхода увеличилась: 60% – дисконт и 35% – взнос в бюджет, что означает, что бывшие собственники получают 5% от рыночной стоимости своего актива. Сделки стоимостью свыше 50 млрд руб. требуют согласия президента. Был также сокращен срок действия опциона на обратный выкуп компании с 6 до 2 лет. Введение статуса экономически значимой организации (ЭЗО) позволяет ее российским бенефициарам через суд получить акции и доли такой организации в прямое владение, исключив из цепочки собственников иностранные холдинговые компании (ИХК). Впервые судебный механизм приостановки иностранного участия в компании был использован в отношении «X5 Retail Group», а всего он уже действует в отношении 9 организаций [18]. Указ «О временном управлении некоторым имуществом» позволяет вводить внешнее управление над российскими активами иностранных инвесторов и является, по словам Д. Пескова, «ответной мерой на агрессивные действия недружественных стран, которые направлены у них на создание нормативной базы для изъятия российских компаний за рубежом»⁷. Под действие указа попали энергетические компании «Фортум» (Финляндия) и «Юнипро» (Германия), продовольственные «Danone» (Франция) и «Carlsberg» (Дания). В результате предпринятых мер отток средств прямых иностранных инвесторов замедлился (см. табл. 2). Количество сделок с участием иностранного капитала, по данным АК&М, сократилось в 2023 г. по сравнению с 2022 г. со 109 до 97, а их объем уменьшился с 16,3 млрд долл. до 11,1 млрд долл. [19].

Одновременно с уходом иностранных западных компаний наблюдается встречное движение: приход на российский рынок компаний из дружественных

⁷ Песков назвал цель указа об ответном изъятии иностранных активов. URL: <https://www.rbc.ru/politics/26/04/2023/6448f73d9a794769ad915df7>

юрисдикций, а также продажа и перегруппировка активов российского бизнеса, их возврат из офшорных юрисдикций. По версии Forbes, рейтинг 50 крупнейших иностранных компаний в РФ обновился наполовину: из него выбыли 22 западные компании, а их места заняли новые участники из Китая, Турции, Казахстана, Белоруссии и Таиланда⁸. Китайским инвесторам, в частности, интересны простаивающие мощности, оставленные в РФ автомобильными компаниями Запада, Японии, Южной Кореи. К локализации производства их могут подталкивать предоставляемые государством льготы и возможность претендовать на поставки автомобилей государственным организациям. Однако в целом, в условиях геополитической неопределенности и санкционных рисков, бизнес из дружественных стран будет отдавать предпочтение поставкам готовой продукции, а не капиталовложениям в создание производственных мощностей на территории РФ.

Накануне обострения войны санкций Запада с Россией ученые уже открыто писали не только о необходимости формального страхования российских зарубежных инвестиций, но и о росте рисков экспроприации ПИИ в современных геополитических условиях [20. С. 38]. С введением санкций ситуация еще больше осложнилась: зарубежные компании столкнулись с заморозкой банковских счетов, риском конфискации, сложностями в выплате и переводе доходов, в получении бухгалтерских, юридических и др. услуг. Крупнейшие российские компании («Сбер», «ЛУКОЙЛ», «Росатом», «Газпром», «Мечел» и др.) вынуждены были реформатировать свои активы. По данным агентства АК&М, в 2023 г. было заключено 23 сделки по продаже российских зарубежных активов иностранцам на общую сумму в 3,5 млрд долл., а в I квартале 2024 г. — 4 сделки на 1,1 млрд долл. [21]. Параллельно с распродажей активов российский бизнес приобретает новые в дружественных странах и открывает там филиалы, а также в рамках редомициляции переносит свои иностранные компании в специальные административные районы (САР) на территории РФ. По оценкам Минэкономики, за 2022 г. численность компаний, переехавших в Приморский край и Калининградскую область, увеличилась с 27 до 130, а к середине 2024 достигла 426⁹. Указанные процессы движения прямых инвестиций в и из Российской Федерации отчасти (с поправкой на курсовую разницу и преобладание во входящих ПИИ реинвестированных доходов) находят отражение в годовой статистике (см. табл. 2).

Особенностью участия России в трансграничном движении капитала является превышение валового вывоза капитала из РФ над его ввозом. Если до начала СВО основными каналами оттока были: наращивание государственных золотовалютных резервов, отток прямых инвестиций из нефинансового сектора, сокращение объемов внешней задолженности, хранение валюты резидентами

⁸ «Леруа Мерлен» возглавила рейтинг крупнейших иностранных компаний, по версии Forbes. URL: <https://www.forbes.ru/biznes/497011-lerua-merlen-vozglavila-rejting-krupnejsih-inostrannyh-kompanij-po-versii-forbes> (дата обращения: 12.11.2023).

⁹ Крючкова Е. В Госдуме рассчитали корпоративную скидку // «Коммерсантъ» № 231, 13.12.2022, с. 2; Минэк назвал сумму налоговых выплат от резидентов «русских офшоров» // Ведомости. URL: <https://www.vedomosti.ru/economics/articles/2024/09/04/1059995-minek-nazval-summu> (дата обращения 6.10.2024,

вне банковской системы, то после введения санкций и принятия ответных мер главными каналами вывоза капитала стали: изъятие всех видов инвестиций из РФ, увеличение торговых кредитов и авансов за рубеж российскими юридическими лицами, покупка иностранной наличной валюты населением и открытие физическими лицами валютных депозитов в иностранных банках.

Признавая своевременность и эффективность регуляторных мер, принятых для преодоления внешних шоков, хочется обозначить некоторые последствия и риски, вызванные обоюдными ограничениями на трансграничные потоки капитала. После введенных ограничений на движение капитала влияние финансового счета на курс валюты существенно снижается, а основным фактором, определяющим динамику курса, становится торговый баланс, вследствие чего риски колебания рубля увеличиваются. В этих условиях, наряду с повышением ключевой ставки, государство вынуждено использовать такой инструмент, как обязательная продажа экспортерами части валютной выручки.

Сокращение иностранного присутствия отрицательно сказывается на российском рынке ценных бумаг, их ликвидности и волатильности. Внесение российских биржевых площадок в американский блокирующий лист, а также вероятность попадания под вторичные санкции отпугивают инвесторов, в том числе из дружественных стран, от работы с российским фондовым рынком. В этом же направлении действует и ответная мера Минфина и ЦБ в виде блокировки иностранных активов на счетах типа С. В то же время сужение внешних возможностей заимствования для государства и компаний стимулирует (и это является положительным эффектом введения санкций) развитие внутреннего финансового рынка путем создания на нем новых инструментов и привлечения новых игроков. Сложившиеся реалии подталкивают российских портфельных инвесторов и эмитентов ценных бумаг к поиску новых кредитных рынков, освоению биржевых площадок в дружественных странах.

Точных оценок масштабов и последствий выхода иностранных прямых инвесторов из российских активов пока не существует (в силу сложности и длительности данного процесса, закрытости некоторых статистических данных и нежелания компаний из-за санкций публиковать сведения о трансграничных операциях). После ухода части зарубежных компаний освободились новые ниши для российского бизнеса, а также для инвесторов из других стран. Средства, используемые ранее для реализации сделок по трансграничному слиянию и поглощению, в значительной степени перетекли на внутренний рынок. Иностранные компании, которые остались на нашем рынке, оказываются в более благоприятном положении и извлекают дополнительную прибыль из-за снижения конкуренции. Вместе с тем приобретение иностранных активов (преимущественно с привлечением заемных средств) увеличивало долговую нагрузку на российский корпоративный сектор¹⁰, а вывод средств за рубеж продавцами активов негативно сказывался на курсе рубля. Принятые в последнее время регуляторные поправки направлены на снятие этих проблем.

¹⁰ Подобные сделки, как правило, финансируются за счет банковских кредитов покупателям, в то время как сами проданные компании лишаются финансирования от материнских структур-нерезидентов.

Новые администраторы и владельцы далеко не так успешно управляют компаниями, как это делали иностранные собственники, о чем свидетельствует серия перепродаж приобретенных активов. Наметившиеся сдвиги в географии ПИИ в пользу государств глобального Юга, по мнению экспертов, совершенно не способны компенсировать последствия резкого ухудшения отношений России со странами «коллективного Запада» [20. С. 39]. Что касается перемещения производственных мощностей и бизнеса на территорию дружественных стран, то такая стратегия способствует освоению новых внешних рынков и наполнению российского необходимыми товарами, но при этом все преимущества ПИИ, связанные прежде всего с получением новых технологий и компетенций, остаются у принимающей стороны [1. С. 693–694]. В последнее время предпринимаются определенные шаги по открытию российского финансового рынка и привлечению иностранных инвестиций в экономику. Речь идет, в частности, о праве «новых» инвесторов из любых стран, вкладывающих сейчас деньги, на получение дивидендов без ограничений; о разблокировке и обмене активов физических лиц (объявлен второй этап); о планах Минфина привлечь к 2030 г. на российский фондовый рынок 1 трлн руб. от иностранцев, о создании благоприятных экономических зон для всех частных инвесторов и др.

Литература

1. *Квашнина И.А.* Трансформация мировых потоков капитала // *Международная экономика*, 2022. № 10. С. 688–698.
2. Банк России. Платежный баланс, международная инвестиционная позиция и внешний долг Российской Федерации в 2022 году. URL: http://www.cbr.ru/statistics/macro_itm/svs/p_balance/ (дата обращения: 20.11.2023).
3. Центр макроэкономического анализа и краткосрочного прогнозирования (ЦМАКП). Тезис 9. Об оттоке капитала. URL: http://www.forecast.ru/_ARCHIVE/Mon_13/2023/TT2023_9.pdf (дата обращения: 20.08.2023).
4. Банк России. Доклад о денежно-кредитной политике. №1(41), февраль 2023.
5. Платежный баланс Российской Федерации (аналитическое представление). URL: https://www.cbr.ru/statistics/macro_itm/svs/ (дата обращения: 31.07.2024).
6. Оценка ключевых агрегатов платежного баланса Российской Федерации. Июль 2024. URL: https://www.cbr.ru/statistics/macro_itm/svs/bop-eval/ (дата обращения: 31.07.2024).
7. *Квашнина И.А.* Ограничения по трансграничным потокам капитала в условиях внешних санкций и ответных мер России // *Общество и экономика*, 2022. № 7. С.52–63.
8. *Шевцов А.Л.* Возможная конфискация российских государственных активов на Западе: правовой и политический цугцванг // *Вестник Института экономики Российской академии наук*. 2024. № 3. С. 47–60.
9. ЦБ оценил объем заблокированных активов на 30 ноября в 5,7 трлн рублей. URL: <https://www.interfax.ru/business/883940/> (дата обращения: 12.08.2024).
10. Число российских лиц под санкциями выросло более чем вдвое за 2023 год. URL: <https://www.interfax.ru/russia/939405/> (дата обращения: 26.08.2024).
11. Костин рассказал о росте отказов в платежах от дружественных банков. URL: <https://www.rbc.ru/finances/11/04/2024/6617cbb19a7947c8c6001f9c> (дата обращения: 12.09.2024).
12. Банк России. URL: <http://cbr.ru/press/event/?id=14546> (дата обращения: 10.10.2023); <https://www.cbr.ru/press/event/?id=18421> (дата обращения: 12.09.2024).
13. *Кухарчук Г. Копытина О.* Замещающие облигации: как получить выплаты по замороженным евробондам. URL: <https://www.rbc.ru/quote/news/article/6352b95b9a7947fc6625d2c3> (дата обращения: 16.09.2024)

14. Головин М. Денежно-кредитная политика России: реакция на новые внешние вызовы // Вестник Института экономики Российской академии наук. 2023. № 1. С. 7–20.
15. Перцева С. Россия в международном движении портфельных инвестиций и производных финансовых инструментов // Мировое и национальное хозяйство. 2023. № 4. С. 80–83.
16. World Investment Report 2022 – International Tax Reforms and Sustainable Investment. N.Y. and Geneva: UNCTAD, 2022.
17. Место уходящих иностранных компаний в экономике отраслей и регионов России // Доклад РЭУ им. Плеханова. 2023, Выпуск 1.
18. В перечень экономически значимых организаций РФ включили еще три компании. URL: <https://www.interfax.ru/business/965430> (дата обращения: 2.10.2024).
19. Евдовина Т. Что они там наинвестировали // Коммерсантъ. 21.05.2024.
20. Кузнецов А. Экспорт и импорт прямых инвестиций: история крупных российских потерь с начала XX века // Проблемы прогнозирования. 2023. № 4 (199). С. 32–41.
21. Мордовина М. Продажи российских активов за рубежом выросли в 7 раз и превысили 1 млрд долл. URL: <https://www.rbc.ru/finances/15/05/2024/66433ec19a79476f535c7287> (дата обращения: 5.10.2024).

Irina Kvashnina (e-mail: irina.kvashnina@gmail.com)

Ph.D. in Economics, Leading Scientific Associate,
Institute of Economics (RAS) (Moscow, Russian Federation)

RUSSIA IN THE INTERNATIONAL MOVEMENT OF CAPITAL: ADAPTATION TO NEW CONDITIONS

The article examines the impact of external sanctions and the Russian Federation's response measures on cross-border capital flows. An analysis of the international investment position shows that after a record capital outflow through all channels in 2022, this process is slowing down, while other investments are seeing an inflow. Positive dynamics are also observed in Russian investments abroad. Despite increased external pressure, including through secondary sanctions, all participants in foreign economic activity are adapting to the new conditions. The governing bodies have formed a set of measures that allow for fairly effective control and regulation of capital flows. Most foreign companies in various forms remain in the Russian Federation or transfer production to friendly countries while maintaining the Russian market. Russian businesses are restructuring their assets, transferring them to other jurisdictions, buying companies abandoned by foreign owners, and looking for new markets and stock exchanges. At the same time, the adoption of mutual restrictions on cross-border capital flows has negative consequences and risks for the Russian economy. These include: increased volatility of the ruble due to the reduced influence of the financial account, increased debt burden; falling stock market liquidity; problems with enterprise management after the transition to Russian owners, technological backwardness, etc.

Keywords: capital movement, balance of payment, sanctions, foreign direct investment.

DOI: 10.31857/S0207367624110058