

Авторы:

- д-р экон. наук, проф. *А.С. Булатов* (ч. I — «Главные тенденции», «США», «Евразона», «Великобритания»);
ч. II — «Сдвиги в масштабах и структуре вывоза и ввоза капитала в Россию»);
канд. ист. наук, ст. науч. сотр. *Ю.Д. Квашнин* (ч. I — «СНГ»);
д-р экон. наук, проф., чл.-кор. РАН *А.В. Кузнецов*
(ч. II — «Россия в международном движении прямых инвестиций»);
канд. экон. наук, доц. *С.Ю. Перцева* (ч. I — «Портфельные инвестиции и производные финансовые инструменты»; ч. II — «Россия в международном движении портфельных инвестиций и производных финансовых инструментов»);
д-р экон. наук, проф. *И.Н. Платонова*
(ч. II — «Россия в международном движении прочих инвестиций»);
канд. экон. наук, доц. *С.М. Ребрёй* (ч. I — «Япония и другие развитые страны Азии»);
канд. экон. наук, доц. *Н.Ю. Сенюк* (ч. I — «Зарубежные страны БРИКС»);
канд. экон. наук *К.Г. Татулов* (ч. I — «Офшоры»)

Россия в международном движении капитала в 2018 – начале 2019 года : аналитический доклад / А.С. Булатов, Ю.Д. Квашнин, А.В. Кузнецов и др. ; под редакцией А.С. Булатова ; Московский государственный институт международных отношений (университет) Министерства иностранных дел Российской Федерации, лаборатория международного движения капитала. — Москва : МГИМО-Университет, 2019. — 59, [2] с.

ISBN 978-5-9228-2152-0

В докладе анализируются направления участия России в международном движении капитала за указанный период на фоне движения капитала в мире в целом. Доклад выпускается ежегодно с 2015 г.

УДК 338
ББК 65.5

ОГЛАВЛЕНИЕ

ЧАСТЬ I. МЕЖДУНАРОДНОЕ ДВИЖЕНИЕ КАПИТАЛА в 2018 – начале 2019 года	4
<i>Главные тенденции</i>	4
<i>Развитые страны</i>	6
<i>США</i>	6
<i>Еврозона</i>	7
<i>Великобритания</i>	8
<i>Япония и другие развитые страны Азии</i>	8
<i>Страны с формирующимся рынком</i>	10
<i>Зарубежные страны БРИКС</i>	10
<i>СНГ</i>	16
<i>Офшоры</i>	22
<i>Портфельные инвестиции и производные финансовые инструменты</i>	30
ЧАСТЬ II. ГЛАВНЫЕ ТЕНДЕНЦИИ УЧАСТИЯ РОССИИ В МЕЖДУНАРОДНОМ ДВИЖЕНИИ КАПИТАЛА в 2018 – начале 2019 года	36
<i>Сдвиги в масштабах и структуре вывоза и ввоза капитала в Россию</i>	36
<i>Россия в международном движении прямых инвестиций</i>	38
<i>Место России в мире</i>	38
<i>Особенности прямых иностранных инвестиций в России</i>	41
<i>Структура российских прямых капиталовложений за рубежом</i>	45
<i>Россия в международном движении портфельных инвестиций и производных финансовых институтов</i>	48
<i>Россия в международном движении прочих инвестиций</i>	51

ЧАСТЬ I

МЕЖДУНАРОДНОЕ ДВИЖЕНИЕ КАПИТАЛА в 2018 – НАЧАЛЕ 2019 года

Главные тенденции

В 2018 г. объем международного движения капитала продолжал сокращаться. Так, импорт капитала в форме прямых инвестиций, по данным ЮНКТАД, упал на 6%, снижаясь третий год подряд¹. Объем накопленных иностранными инвесторами портфельных инвестиций в мире сократился за первую половину прошлого года более чем на 9%, по данным МВФ², хотя в предыдущие четыре года он рос. Нет свидетельств и об ощутимом росте прочих инвестиций в мире, по крайней мере, шедших в развивающиеся страны.

Фундаментальной причиной сокращения/стагнации международного движения капитала продолжали оставаться невысокие темпы мировой экономики, которые по сравнению со среднегодовыми 4,2% в 1998–2007 гг. не достигали этой величины в последующие годы и в 2018 г. составили 3,6% (в развитых странах — 2,2% по сравнению с 2,8% за 1998–2007 гг., в развивающихся — 4,5% против 5,8%). В этих условиях неизбежно замедлялись потоки капитала, товаров и услуг. Продолжившееся в начале 2019 г. снижение мирового экономического роста отрицательно воздействовало на международное движение капитала в первые меся-

¹ UNCTAD. World Investment Report.2019. P. 212.

² IMF Data. Coordinated Portfolio Investment Survey (CPI). Table 15. URL: <http://data.imf.org/regular.aspx?key=60587819>

цы 2019 г., хотя одновременно на это влияли сравнительно позитивные прогнозы экономического роста на 2020 г.³

Также на международное движение капитала воздействовали и другие факторы, прежде всего продолжающееся усиление экономической неопределенности и политической напряженности в мире, окончание политики количественного смягчения в США, усиление ориентации на рещоринг в операциях ТНК, по крайней мере, американских.

Ввоз иностранного капитала в развитые страны продолжал сокращаться третий год подряд, если судить по прямым инвестициям (они сократились на 27%). Во многом это происходило за счет репатриации американскими ТНК своих накопленных за рубежом прибылей. Особенно от этого пострадали страны еврозоны, в которых сильно упал ввоз прямых инвестиций из стран вне зоны. Вывоз капитала из ведущих развитых стран также сократился, что видно на примере США и еврозоны.

Приток иностранного капитала в развивающиеся страны, по оценке Института международных финансов, снизился с 1282 млрд долл. в 2017 г. до 1135 в 2018 г. за счет резкого сокращения ввоза портфельных инвестиций (примерно на 40%). При этом ввоз иностранных инвестиций в Китай вырос (во многом благодаря либерализации допуска иностранных инвесторов на внутренний финансовый рынок), а в остальные развивающиеся страны — снизился на 30%. Но что касается вывоза капитала из развивающихся стран, то он сохранился на прежнем уровне — 992 млрд долл., ненамного уступая ввозу иностранного капитала (в 2015–2016 гг. он даже превосходил этот ввоз). В 2019 г. прогнозируется сохранение на прошлогоднем уровне притока иностранного капитала в развивающиеся страны, хотя этому будут мешать такие потенциальные риски, как обострение американо-китайских торговых отношений, ужесточение американских санкций против Ирана и России,

³ IMF. World Economic Outlook. April 2019. P. 156; World Bank. Global Economic Prospects. June 2019. P. 4.

а также дефициты бюджетов и платежных балансов Индии, Бразилии, ЮАР, Турции, Аргентины⁴.

Развитые страны

США

В 2018 г. страна радикально сократила как вывоз, так и ввоз капитала. Налоговая реформа (в частности, снижение с конца 2017 г. ставки корпоративного налога с 35% до 21% на прибыль, полученную на территории США, а также до 8–15,5% на репатрируемую из-за рубежа прибыль) привела к тому, что если в 2017 г. американские ТНК финансировали свои прямые инвестиции за рубежом почти целиком за счет реинвестирования полученной там прибыли (323 млрд долл.), то в 2018 г. они переводили эту прибыль в США (минимум 142 млрд долл.). Снижение ставки корпоративного налога повысило для них привлекательность инвестиций в самих США по сравнению с инвестированием за рубежом, в результате чего объем американских прямых инвестиций за рубежом даже сократился. Также резко снизился вывоз портфельных и прочих инвестиций.

Таблица 1

Платежный баланс США: финансовый счет (без учета ЗВР), млрд долл.

Показатель	2017 г.		2018 г.	
	ВЫВОЗ	ВВОЗ	ВЫВОЗ	ВВОЗ
Финансовый счет (вкл. статистические погрешности)	1182,7	1537,7	301,7	800,9
Прямые инвестиции	379,2	354,8	- 50,5	267,1
Портфельные инвестиции	586,7	799,2	210,3	320,1
Производные финансовые инструменты, сальдо	23,7		— 20,3	
Прочие инвестиции	218,5	383,7	136,9	213,8

Источник: Bureau of Economic Analysis. International Data. URL: <https://www.bea.gov/system/files/2019-03/trans418.pdf>

⁴ IIF. Capital Flows Report. The EM positioning overhang. April 5. 2019. P. 7; IIF. Capital Flows to Emerging Markets. Looking past the turbulence. October 2018. P. 1–2.

Однако налоговая реформа не привела к увеличению притока иностранных инвестиций в США, чему препятствовали рост ставки ФРС (она увеличилась в два раза за 2018 г., достигнув 2,50%) и повысившиеся риски на рынке корпоративных обязательств и валютном рынке. Так, повышение ставки ФРС привело к росту стоимости долговых бумаг, что тормозило приток прямых иностранных инвестиций, финансируемых во многом за счет выпуска иностранными ТНК этих бумаг в США. Опасения за состояние американского рынка корпоративных облигаций уменьшали интерес иностранных инвесторов к портфельным инвестициям в США, а риск снижения обменного курса доллара привел к сокращению вложений иностранных инвесторов на депозиты, этой важной составной части прочих инвестиций.

Еврозона

В еврозоне в 2018 г. наблюдался «обвал» как вывоза капитала в страны вне зоны, так и ввоза капитала из этих стран. Это произошло прежде всего из-за прямых и отчасти портфельных инвестиций, на прежнем уровне сохранялось лишь движение прочих инвестиций (см. табл. 2).

Таблица 2

Платежный баланс еврозоны: финансовый счет(без учета ЗВР), млрд евро

Показатель	2017 г.		2018 г.	
	вывоз	ввоз	вывоз	ввоз
Финансовый счет (вкл. статистические погрешности)	1326,6	950,5	324,7	7,1
Прямые инвестиции	435,4	356,8	- 220,2	- 272,9
Портфельные инвестиции	653,1	356,1	184,0	- 30,0
Производные финансовые инструменты, сальдо	24,0		98,9	
Прочие инвестиции	215,6	237,6	237,1	310,0

Источник: ECB. Statistical Data Warehouse. Statistics bulletin. <https://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000065>

Во многом это следствие оттока средств американских ТНК из Европы обратно в США (см. выше). Другой немаловажной причиной было резкое торможение темпов экономического роста стран еврозоны — с 2,4% в 2017 г. до 1,8% в 2018 г. — и дальнейшее снижение этого роста в 2019 г. В тоже время, судя по Германии, внутри самой еврозоны снижения взаимного обмена инвестициями в целом не наблюдалось, кроме портфельных инвестиций, но не прямых.

Великобритания

Снижение темпов экономического роста и предстоящий «брексит» не способствовали укреплению позиций этого заметного участника международного движения капитала. В 2018 г. снизился не только вывоз и ввоз прямых инвестиций (соответственно в три и два раза), но также портфельных и прочих.

Таблица 3

Платежный баланс Великобритании: финансовый счет (без учета ЗВР), млрд долл.

Показатель	2017 г.		2018 г.	
	вывоз	ввоз	вывоз	ввоз
Финансовый счет (вкл. статистические погрешности)	508,5	645,5	98,9	223,6
Прямые инвестиции	138,0	121,2	43,1	56,6
Портфельные инвестиции и производные финансовые инструменты	95,9	234,5	-179,7	183,0
Прочие инвестиции	274,6	289,9	235,5	-16,0

Источник: IMF Data. Balance of payments statistics (BOPS). URL: <http://data.imf.org/?sk=7A51304B-6426-40C0-83DD-CA473CA1FD52&slid=1542635306163>

Япония и другие развитые страны Азии

На фоне общемирового спада в международном движении капитала развитая Азия увеличивала свою долю, оставаясь крупным нетто-экспортером капитала, хотя это происходило в основном за счет Японии.

Таблица 4

**Платежный баланс развитых стран Азии:
финансовый счет (без учета ЗВР), млрд долл.**

Показатель	2017 г.		2018 г.	
	вывоз	ввоз	вывоз	ввоз
Развитые страны Азии				
Финансовый счет, сальдо (вкл. статистические погрешности)	348,5		347,7	
Прямые инвестиции	177,1	300,0	209,2	246,2
Портфельные инвестиции и производные финансовые инструменты	318,3	235,4	263,5	111,0
Прочие инвестиции	- 65,7	222,9	194,4	408,1
из них Япония				
Финансовый счет, сальдо (вкл. статистические погрешности)	142,6		157,9	
Прямые инвестиции	173,8	20,4	159,1	25,9
Портфельные инвестиции и производственные финансовые инструменты	134,2	152,8	188,1	94,8
Прочие инвестиции	6,5	- 1,3	148,0	216,5

Источники: IMF. WorldBankData. URL: <http://data.imf.org/?sk=7A51304B-6426-40C0-83DD-CA473CA1FD52&slId=1542635306163>
 Bank of Japan. URL: https://www.stat-search.boj.or.jp/ssi/html/nme_R010CV.16854.20190506195256.01.html; Bank of Korea. URL: <https://www.bok.or.kr/eng/stats/statsPublicSchdul/listKnd.do?menuNo=400360>;
 Central Bank of the Republic of China (Taiwan). URL: <https://cpx.cbc.gov.tw/Range/RangeSelect?pxfilename=BPN2Y01en.px>; Monetary Authority of Singapore <http://www.mas.gov.sg>.

Во многом это следствие большого положительного сальдо счета текущих операций в этих странах, а также высокая степень интеграции ТНК развитых азиатских стран в региональные цепочки добавленной стоимости, что повышает роль развитой Азии в мировом экспорте капитала. Неплохие темпы экономического роста Южной Кореи, Сингапура, Гонконга и Тайваня (2,6–3,0% в 2018 г.) и их либеральный инвестиционный режим делают их привлекательными также для ввоза капитала.

Япония сохраняет роль основного азиатского инвестора, на нее пришелся почти весь экспорт прямых инвестиций из развитых стран Азии, а трехкратный прирост экспорта японских прямых инвестиций в начале 2019 г. может означать дальнейшее ускорение экспорта этих инвестиций из Японии. В остальных развитых странах Азии обращает на себя Гонконг, нарастивший экспорт прямых инвестиций на треть, предположительно за счет капитала материкового Китая.

Ввоз прямых инвестиций в развитие экономики Азии сокращался за счет продолжающегося снижения зарубежной активности американских и европейских корпораций. В 2018 г. на первое место вышел Сингапур (110,7 млрд долл.), обогнав Гонконг (98,1 млрд долл.). Однако и Япония наращивала ввоз прямых инвестиций, который достиг небывалых для Японии объемов в 25,9 млрд долл.

Что касается движения портфельных инвестиций, то его активность в развитых странах Азии существенно сократилась в 2018 г.: экспорт — на 17%, импорт на - 53%, что объясняется во многом теми же причинами, что в США и ЕС.

Страны с формирующимся рынком

Зарубежные страны БРИКС

Место группы БРИКС в международном движении капитала в 2018 – начале 2019 гг., если судить по международной инвестиционной позиции, практически оставалось на уровне 2017 – начала 2018 гг. Китай и Россия продолжают выступать в качестве кредиторов мировой экономики, у Южной Африки международная инвестиционная позиция также остается положительной. А вот Бразилия, а следом за ней и Индия, наоборот, сохраняют свое место нетто-импортеров капитала (см. табл. 5).

В международном движении прямых иностранных инвестиций доля БРИКС также остается практически неизменной. Незначительно увеличилось, по сравнению с 2017 г., место этих стран в накопленных прямых иностранных инвестициях, составив 10% от мировой, а именно 3234 млрд долл. Китай

Таблица 5

Международная инвестиционная позиция стран БРИКС, млрд. долл.

Показатель	2016г.	2017 г.	2018 г.	2016 г.	2017 г.	2018 г.	2016 г.	2017 г.	2018 г.	2016 г.	2017 г.	2018 г.	2016 г.	2017 г.	2018 г.
	Бразилия			Россия			Индия			Китай			ЮАР		
Чистая международная инвестиционная позиция (на конец года)	- 566,6	- 642,2	- 600,1	211,1	273,8	369,7	-367,3	-426,6	-438,4	1950,4	2100,7	2130,1	22,2	28,7	38,4
Активы	829,6	880,9	893,8	1232,5	1340,2	1339,0	543,1	614,3	603,7	6507,0	7148,8	7324,2	423,4	562,0	487,1
Обязательства	1396,3	1523,1	1493,9	1021,4	1096,4	969,3	910,5	1040,9	1042,1	4556,7	5048,1	5194,1	401,2	533,2	448,7

Источник: составлено автором на основе данных МВФ. URL: <http://data.imf.org/regular.aspx?key=61468209>

остается безусловным лидером этой группы как по объемам накопленных прямых иностранных инвестиций, так и объемов накопленных прямых инвестиций за рубежом.

Таблица 6

Доля стран БРИКС в накопленных прямых инвестициях в мире, в процентах

Показатель	Накопленные в странах БРИКС прямые иностранные инвестиции	Накопленные странами БРИКС прямые инвестиции за рубежом
2000 г.	5,4	1,7
в т.ч. Китай	1,4	0,4
2010 г.	10,2	4,7
в т.ч. Китай	2,9	1,5
<i>2017г.</i>	9,0	8,5
<i>в т.ч. Китай</i>	4,7	4,8
2018 г.	10,6	10
в т.ч. Китай	5,6	6,2

Рассчитано по: UNCTAD. World Investment Report 2019.

Китай в 2018 г. был на втором месте в мире после США по объемам притока прямых иностранных инвестиций. ПИИ в КНР увеличились на 4% по сравнению с 2017 г. и составили 139 млрд долл., продемонстрировав максимальное значение за последние годы. Следом за Китаем шел Гонконг, инвестиции в экономику которого в 2018 г. увеличились на 4% и составили 116 млрд долл. Учитывая роль Гонконга в качестве центра «перекрашивания» китайских ПЗИ, можно утверждать, что место и роль Поднебесной как реципиента, так и инвестора, с каждым годом только усиливается, а схемы совершенствуются.

В 2018 г. в КНР было зарегистрировано более 60 тыс. вновь созданных компаний с участием иностранного капитала, что на 70% превысило показатели 2017 г. К основным причинам, способствовавшим увеличению объемов ПИИ, можно отнести послабления в области права собственности иностранных инвесторов, прежде всего в таких областях, как автомобиле-

строение, электросети, кораблестроение, авиастроение. Так, воспользовавшись законодательными послаблениями для иностранных инвесторов в КНР, немецкая компания «BMW» инвестировала дополнительные 4 млрд. долл. в совместное предприятие с китайскими партнерами в октябре 2018 г., тем самым увеличив свою долю в предприятии до 75%. Это был первый пример приобретения контрольного пакета акций в Китае зарубежным автопроизводителем. Но приток прямых инвестиций из США в КНР сократился с 10 млрд. долл. в 2017 г. до 6 млрд. долл. в 2018 г. Однако, по мнению ряда аналитиков, накопленные прямые инвестиции американских ТНК в КНР оцениваются, как минимум, в 10% от общей суммы накопленных прямых инвестиций в стране, в то время как по данным официальной статистики, размеры американских накоплений не превышают 3%. Это можно объяснить тем, что американские ТНК предпочитают инвестировать через региональные хабы, прежде всего Сингапур или Гонконг.

Прямые зарубежные инвестиции КНР второй год подряд демонстрировали снижение объемов вывоза, сократившись в 2018 г. на рекордные 18% и составив 130 млрд. долл. К основным причинам снижения зарубежной активности китайских инвесторов можно отнести: 1) политику, проводимую правительством Китая и направленную на сокращения вложений инвестиций за рубежом в такие сферы, как недвижимость, увеселительные заведения, спортивные клубы, а также 2) ужесточения в сфере обмена валюты и 3) усиление контроля над зарубежными вложениями со стороны стран-реципиентов, например, США или ЕС.

Однако, невзирая на существенное снижение ПЗИ Китая в экономику США и ЕС, китайским инвесторам удалось приобрести стратегические доли в производственных компаниях и поглотить ряд ТНК в наукоемких секторах. Например, китайских автопроизводитель “Geely” вложил инвестиции в немецкую “Daimler” в размере 9 млрд долл. и шведскую «Volvo» (сумма сделки 4 млрд долл.). При этом ни на одну отрасль в ЕС не приходится более 20% совокупных инвестиций Китая, хотя автомобилестроение, финансовые, бизнес-услуги и отрасли

информационных и коммуникационных технологий являются основными областями инвестиций из Китая⁵.

В связи с большим количеством ограничений для китайских ПЗИ в ряде европейских стран, а также усиливающимся торговым противостоянием между КНР и США, китайские ТНК начинают нащупывать новые каналы входа на зарубежные рынки. Например, инвестиции в Люксембург увеличились с менее чем 100 млн. долл. в 2017 г. до 1,87 млрд долл. в 2018 г., а в Данию — с 200 млн долл. в 2017 г. до 1,1 млрд долл. в 2018 г. КНР также стала наращивать прямые инвестиции в странах ЦВЕ: в Венгрию они увеличились на 185%, Хорватию — 355%, Польшу — 162% и Словению — более чем на 1000%. Существенно увеличились ПЗИ китайских ТНК в страны, входящие в китайскую стратегию «Одного пояса и пути»: по данным Министерства коммерции КНР, инвестиции в нефинансовые сферы в 2018 г. увеличились на 9% до 16 млрд долл. в 56 странах вдоль «Одного пояса и пути».

Что касается портфельных инвестиций, то их вывоз из Китая сократился на 44%, упав до 53,5 млрд долл., в т.ч. вложения в акции упали до 17,7 млрд, в облигации — до 35,8 млрд долл. Основными инвесторами были банки и другие финансовые учреждения КНР, а также физические лица из Гонконга⁶.

Ожидается, что ПИИ в экономику Китая продолжат расти. В начале 2019 г. КНР объявил о послаблении ограничений в ряде сфер для иностранных инвесторов в рамках нового закона для иностранных инвесторов. ПЗИ КНР скорее всего останутся на текущем уровне. Двустороннее сотрудничество в рамках инициативы «Одного пояса и пути» также продолжит усиливаться, тем самым увеличивая объемы прямых инвестиций КНР по всей траектории пути, особенно, в области инфраструктуры.

⁵ URL: <http://www.chinca.org/CICA/info/19011610281811>

⁶ URL: <https://www.ceicdata.com/en/indicator/china/foreign-portfolio-investment>

Индия в 2018 г. привлекла 42 млрд долл. ПИИ, что было больше, чем в 2017 г. (40 млрд), но меньше, чем в 2015–2016 гг. (44 млрд). Отчасти рост притока произошел из-за того, что в 2018 г. индийское правительство смягчило ограничения для ПИИ в ряде отраслей, включая монобрендовую розничную торговлю, авиатранспорт, электроэнергетику. К значимым сделкам можно отнести покупку крупнейшей индийской электронной платформы “Flipkart” американской компанией “Walmart”.

ПЗИ Индии остались практически на уровне 2017 г., составив 11 млрд долл. Из масштабных сделок можно отметить вложения индийских ТНК в Великобританию в сервисное обслуживание и ИКТ, а также вложения в нефтегазовую сферу в России.

Приток портфельных инвестиций в 2017 г., когда было зарегистрирована его рекордная величина, сменился в 2018 г. большим оттоком иностранных портфельных инвестиций из индийской экономики (-11,3 млрд долл.). Во многом это следствие продолжавшегося почти весь год падения курса индийской рупии.

По западным прогнозам, прямые иностранные инвестиции в экономику Индии могут увеличиться до годовой величины в 75 млрд долл. в течение ближайших пяти лет. Правительство же Индии планирует довести их объем до 100 млрд долл. в течение двух ближайших лет.

У *Бразилии* вывоз прямых инвестиции сократился на 13 млрд долл. в 2018 г., составив рекордно низкие 6,5 млрд долл., что во многом было связано с репатриацией прибыли бразильских ТНК на родину⁷. Ввоз ПИИ в Бразилию также сократился в 2018 г. почти на 10%, составив 61,2 млрд долл., что связано с достаточно сложной экономической и политической ситуацией в стране и серьезным сокращением сделок в области слияний и поглощений. Особенно резкое сокращение ПИИ было зафиксировано в начале 2018 г. из-за неуверенности и напряженности, сопровождав-

⁷ WIR 2019

ших президентские выборы в стране. В начале 2019 г. часть этих опасений отпала, что выразилось, в том числе, в увеличившихся объемах ввоза портфельных инвестиций уже в первые месяцы года⁸.

Новый бразильский президент и его правительство планирует продать в 2019 г., как минимум, на 20 млрд долл. акции госкомпаний, включая акции компаний «Petrobras» и «Vanco do Brasil», хотя многие в Бразилии не одобряют подобных решений⁹. В целом перспективы увеличения объемов иностранных вложений в экономику Бразилии прямо зависят от успешности реализации программы реформ, предложенной бразильским правительством. Многими экспертами прогнозируется рост прямых инвестиций в экономику Бразилии при условии улучшения экономической ситуации в стране, более благоприятного инвестиционного климата, а также реализации в полной мере всех сделок в области создания новых производств, о заключении которых было объявлено в 2018 г. Помимо этого, стоит также учитывать, что нефтяная сфера, по прогнозам экспертов, должна выступить одним из лидеров по привлечению иностранных инвестиций в экономику Бразилии.

СНГ

Интенсивность участия стран СНГ в международном движении капитала в 2000-е — 2010-е гг. в значительной степени коррелировала с общей экономической динамикой в данном регионе. Однако в 2018 г., несмотря на самый высокий с 2012 г. прирост ВВП в СНГ и Грузии (в целом по региону — 2,8%¹⁰), совокупный объем накопленных обязательств этих стран перед нерезидентами упал, в то время как объем активов остался на прежнем уровне (а в случае с некоторыми странами — показал снижение). В России, единственной стране Содружества, которая является нетто-экспортером капитала, 9-процентное

⁸ <https://www.ceicdata.com/en/indicator/brazil/foreign-portfolio-investment>

⁹ <https://uk.reuters.com/article/uk-brazil-privatization/brazil-government-aims-to-sell-at-least-20-billion-in-assets-this-year-idUKKCN1PN1CZ>

¹⁰ IMF. World Economic Outlook Database. April 2018.

сокращение обязательств привело к тому, что ее чистая международная инвестиционная позиция возросла в 1,4 раза и достигла 371 млрд долл. США, что стало рекордным значением за всю ее историю.

Таблица 7

Международная инвестиционная позиция стран СНГ, млрд долл.

Год	2017	2018	2017	2018	2017	2018	2017	2018
Страна	Россия		Казахстан		Белоруссия		Армения	
Чистая международная инвестиционная позиция	272,6	370,9	-56,4	-61,4	-41,5	-40,6	-8,8	-9,5
Обязательства	1 066,4	969,3	227,1	219,2	57,8	57,8	14,0	14,7
Активы	1 339,0	1 340,2	170,7	157,8	16,2	17,2	5,2	5,2
	Киргизия		Все страны ЕАЭС		Молдавия		Украина	
Чистая международная инвестиционная позиция (остаток на конец года)	-7,2	-7,4	158,7	252,0	-3,3	-4,2	- 25,6	- 21,6
Обязательства	11,7	11,7	1 377,0	1 272,8	9,0	9,5	155,0	155,0
Активы	4,5	4,3	1 535,6	1 524,8	5,7	5,4	129,3	133,4

Источник: данные центральных банков стран СНГ за 2017–2018 гг.

Сокращение международных обязательств коснулось, прежде всего, двух крупнейших экономик региона — России и Казахстана, и было вызвано, главным образом, ослаблением национальных валют по отношению к доллару, связанным с коррекцией цен на нефть (после взлета в 2017 г.), а также выходом части иностранных инвесторов из операций керри-трейд на развивающихся рынках. Применительно к России еще одним важным фактором стало довольно значительное сокращение долгосрочных ссуд и займов, взятых у иностранных резидентов российскими нефинансовыми организациями

и домашними хозяйствами (со 173 млрд до 153 млрд долл.). В других странах СНГ объем международных обязательств либо остался на прежнем уровне, либо продемонстрировал небольшой рост за счет весьма скромного притока прямых иностранных инвестиций, существенно уступавшего показателям 2017 г.

Таблица 8

**Накопленные входящие и исходящие инвестиции в 2015–2017 гг.
(по данным на конец отчетного периода), млрд долл.**

Отчетный период	01.01.2017	01.01.2018	01.01.2019	01.01.2017	01.01.2018	01.01.2019
Направленность	Входящие			Исходящие		
Прямые						
Россия	477,7	529,6	496,6	418,0	468,6	433,3
Казахстан	157,5	161,3	160,4	38,1	35,2	27,8
Белоруссия	18,7	19,8	20,8	0,8	0,9	0,9
Армения	4,6	4,8	5,5	0,6	0,6	0,6
Киргизия	5,3	5,3	5,3	0,7	0,7	0,6
Украина	42,6	43,9	44,6	7,9	8,2	8,2
Молдавия	3,0	3,8	4,1	0,2	0,3	0,2
Портфельные						
Россия	216,0	230,2	208,2	72,1	73,9	68,6
Казахстан	19,8	23,5	18,4	63,5	64,0	60,7
Белоруссия	1,5	2,9	2,3	0,05	0,04	0,1
Армения	1,1	1,1	1,0	0,07	0,1	0,1
Киргизия	0,001	0,001	0,001	0,2	0,2	0,2
Украина	28,8	30,6	32,7	0,1	0,1	0,1
Молдавия	0,1	0,1	0,1	0,005	0,005	0,008
Прочие						
Россия	321,3	302,1	259,5	357,8	358,9	363,4
Казахстан	40,7	42,2	40,4	41,5	40,5	38,3

Белоруссия	34,2	35,1	34,1	7,8	8,0	9,0
Армения	7,9	8,2	8,2	2,4	2,2	2,2
Киргизия	6,1	6,4	6,4	1,9	1,6	1,5
Украина	80,1	80,5	77,8	100,7	102,3	104,2
Молдавия	4,5	5,1	5,4	2,8	2,6	2,1

Источник: данные центральных банков стран СНГ

В 2018 г. сохранилась тенденция к замедлению притока прямых инвестиций в СНГ. По данным ЮНКТАД, объем прямых инвестиций в эти страны составил всего 25,6 млрд долл., сократившись по сравнению с 2017 г. на 36%, а по сравнению с 2016 г. — в 2,3 раза. Вследствие этого доля региона в глобальных потоках прямых иностранных инвестиций в 2018 г. опустилась до 1,98%, при том что в 2013 г. она достигала 5,4%. Также важно отметить, что снижение прямых иностранных инвестиций в странах СНГ было более существенным, чем во всех остальных регионах.

Наиболее значительное (почти двукратное) падение прямых инвестиций по итогам 2018 г. было зафиксировано в России и Азербайджане. В Казахстане их объем упал на 18%, на Украине — на 9%. Самую лучшую динамику продемонстрировал Узбекистан, сумевший привлечь в 4 раза больше этих инвестиций, чем годом ранее, однако этот рост обусловлен эффектом низкой базы: в 2017 г. поступившие в эту страну прямые капиталовложения составили всего 98 млн долл. (см. табл.9). Лишь одна страна Содружества, а именно Таджикистан, в 2018 г. получила больше ПИИ, чем пятью годами ранее.

Таблица 9

**Приток прямых иностранных инвестиций в страны СНГ,
млрд долл.**

Страна	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Армения	0,3	0,4	0,2	0,3	0,3	0,3
Азербайджан	2,6	4,4	4,0	4,5	2,9	1,4

Белоруссия	2,2	1,8	1,7	1,2	1,3	1,5
Казахстан	10,3	8,5	4,1	8,5	4,7	3,8
Киргизия	0,6	0,2	1,1	0,6	- 0,1	0,05
Молдавия	0,2	0,3	0,2	0,1	0,2	0,2
Россия	53,4	29,2	11,9	37,2	26,0	13,3
Таджикистан*	215	432	559	344	270	317
Туркменистан*	2,9	3,8	3,0	2,2	2,1	2,0
Украина	4,5	0,4	3,0	3,3	2,6	2,4
Узбекистан*	0,6	0,8	0,1	0,1	0,1	0,4
Все страны	78,0	50,3	29,8	58,5	40,1	25,6

Источник: UNCTAD World Investment Report 2019. P. 215.

* Оценочные данные

Несмотря на то что спад прямых инвестиций — это общемировой тренд, обозначившийся еще в 2016 г., в разных странах СНГ действуют различные факторы, ограничивающие прямые капиталовложения. Так, в России свою роль сыграла политика властей, направленная на деофшоризацию экономики, следствием которой стало сокращение «псевдоиностранных» инвестиций из юрисдикций с благоприятным налоговым режимом. На Украине притоку инвестиций препятствовала политическая неопределенность в стране в преддверии президентских выборов. В Азербайджане сокращение притока прямых инвестиций связано с тем, что крупнейшие проекты последних лет (разработка месторождения «Шах-Дениз» и расширение инфраструктуры Южного газового коридора) уже получили необходимые капиталовложения, а новые перспективные проекты находятся на начальной стадии реализации. В 2019 г. с большой вероятностью можно прогнозировать некоторое увеличение прямых иностранных инвестиций в страны региона, о чем свидетельствует 35-процентный рост заявленных инвестиций в проекты «с нуля», в основном — в Туркменистане, Узбекистане и на Украине. Однако инвестиционного бума даже в среднесрочной перспективе ожидать не следует, поскольку экономические перспективы Российской Федерации — крупнейшей экономики СНГ и главного в регионе реципиента пря-

мых инвестиций — остаются весьма неопределенными.

Что касается прямых зарубежных инвестиций стран СНГ, то их объем 2018 г. составил 37,2 млрд долл., снизившись по сравнению с 2017 г. на 2%. При этом капиталовложения российских резидентов несколько возросли, а резидентов других стран Содружества, напротив, упали. Помимо России значимые прямые капиталовложения осуществляет Азербайджан (1,8 млрд долл. в 2018 г.).

Негативные тенденции в сфере прямых инвестиций затронули и внутрирегиональное инвестиционное сотрудничество. Так, накопленные российские прямые инвестиции в страны СНГ и Грузию по итогам 2018 г. составили всего 13,3 млрд долл. — на 1,1 млрд меньше, чем годом ранее (см. табл. 10). Это связано как с ослаблением ряда национальных валют к рублю, так и сокращением инвестиций в соседние страны. Например, годовой приток прямых инвестиций из РФ в Казахстан сократился с 727 млн долл. до 367 млн, в Киргизию — со 150 млн до 52 млн. Наиболее стабильным остается сотрудничество между Россией и Белоруссией, которая в 2018 г. привлекла 43% прямых инвестиций, направленных российскими резидентами в страны СНГ.

Таблица 10

**Исходящие прямые инвестиции из Российской Федерации
в страны СНГ и Грузию, (по состоянию на дату), млн долл.**

Отчетный период	01.01.2015 г.	01.01.2016 г.	01.01.2017 г.	01.01.2018 г.	01.01.2019 г.
Азербайджан	69	31	32	96	219
Армения	1 326	1 409	1 394	1 396	1 310
Белоруссия	3 217	3 572	3 834	4 694	4 043
Грузия	483	302	350	402	365
Казахстан	2 835	2 710	3 040	3 253	3 334

Киргизия	183	174	174	182	205
Молдавия	247	236	235	183	263
Таджикистан	622	526	443	371	370
Узбекистан	484	396	233	132	65
Украина	1 974	1 876	3 426	3 659	3 106

Источник: Банк России. Статистика внешнего сектора.

Офшоры

В 2018 – начале 2019 г. позиция офшоров и офшоропроводящих стран (Великобритания, Нидерланды, Ирландия, Швейцария) в мировом движении капитала практически не подверглась изменениям и по-прежнему осталась существенной (38%), если судить по их доле в международных банковских операциях. Доля офшоров с офшоропроводящими странами в мировых финансовых активах также практически не изменилась и остается стабильной уже более 5 лет. Выводы предыдущих лет об адаптации офшоров к новым условиям в свете достаточно активного противодействия офшорной деятельности со стороны международного сообщества можно трактовать как переход офшоров к работе в легальной сфере, без передислокации средств в иные юрисдикции.

Таблица 11

Доля офшоров и офшоропроводящих стран в международных и мировых финансах, в процентах

	Международные активы	Международные обязательства	Мировые финансовые активы
2012 г			
Офшоры	12,90	14,78	5,17
Офшоропроводящие страны	25,29	25,28	10,13
2013 г.			

Офшоры	12,86	20,85	4,56
Офшоропроводящие страны	24,95	28,00	8,85
2014 г.			
Офшоры	13,95	16,68	4,66
Офшоропроводящие страны	24,05	26,76	8,03
2015 г.			
Офшоры	14,72	17,15	4,68
Офшоропроводящие страны	23,14	25,48	7,22
2016 г.			
Офшоры	15,06	17,66	4,92
Офшоропроводящие страны	22,11	24,30	6,99
2017 г.			
Офшоры	16,09	18,14	5,03
Офшоропроводящие страны	21,74	24,35	6,80
2018 г.			
Офшоры	16,43	18,23	4,55
Офшоропроводящие страны	21,34	23,76	6,80

Рассчитано по: Bank for International Settlements. URL: <https://www.bis.org/statistics/bankstats.htm>; Credit Suisse Global Wealth Report 2018.

В 2016 г. ОЭСР начала проводить ревизию соответствия стандартам сотрудничества по обмену налоговой информацией по запросу (фаза 1 — создание юридической базы, фаза 2 — степень готовности к фактическому обмену налоговой информацией) среди 119 стран¹¹. По результатам ревизии на начало 2019г. 24 страны признаны «полностью соответ-

¹¹ URL: <http://www.oecd.org/tax/transparency/exchange-of-information-on-request/ratings/#d.en.342263>

ствующими» (10 по фазе 1 и 14 по фазе 2), 77 — «в целом соответствующими» (47, в том числе Россия, по фазе 1, 30 — по фазе 2), 13 — «в целом соответствующими с оговорками», 6- «частично соответствующими», 1 — «частично соответствующими с оговорками» (Маршалловы острова) и 1 — «несоответствующей». (Тринидад и Тобаго). По сравнению с 2018 г. значительное количество стран прошло 2 стадию ревизии, количество полностью соответствующих стран увеличилось на две.

Неизменно в «черном» списке ФАТФ находятся 2 страны: КНДР и Иран. Ни одна из стран, включенных в серый и черный списки ФАТФ, не относится к офшорам. В «серый» список ФАТФ в 2018 г. вошли: Багамские острова, Ботсвана, Пакистан, Гана. Остались с 2017 г. Эфиопия, Сербия, Шри Ланка, Сирия, Тринидад и Тобаго, Тунис, Йемен. Вышли из списка: Вануату, Ирак. Единственным офшором в списке остались Багамы.

На фоне борьбы с офшорами силами ОЭСР в целом и США в частности, политическое давление на офшоры снижается при повышении реального давления через обслуживающие юрисдикции и банки. Однако, как было показано выше, фактические успехи в снижении доли офшоров в деятельности инвесторов достаточно скромны. Учитывая фактическую необходимость платить налоги, офшорные инвесторы по-прежнему предпочитают офшоры по иным причинам. Автор предполагает, что в мировом масштабе этой причиной является простота администрирования и дешевизна обслуживания офшорных компаний. Либо же, офшоры используются для более сложных схем оптимизации налогообложения.

По состоянию на начало 2019 г. автоматический обмен налоговой информацией, запущенный ОЭСР, начал действовать во всех участвующих юрисдикциях. Формат обмена определен, рекомендации приняты. Разработка в внедрение стандартов и механизмов, в целом, завершены, и началась стадия реализации, отладки и мониторинга. На 25 апреля 2019 г.¹² со-

¹² URL: <https://www.oecd.org/tax/automatic-exchange/news/dominica-joins-international-efforts-against-tax-evasion-and-avoidance.htm>

глашение подписали 128 стран, а стандарт обмена информацией приняли 105 стран, заключивших двусторонние соглашения об обмене налоговой информацией, включая Россию и все офшоры и офшоропроводящие страны. США не присоединились к соглашению, что может объясняться успехами применения FATCA и отсутствием необходимости для США присоединяться к указанному обмену информацией.

Несмотря на заявленный формат обмена информацией, фактический объём данных, выгружаемых банками в систему обмена информацией своих стран и далее передаваемых в рамках обмена, достаточно скромный (идентификация клиента, остатки и доходы). Данного объёма данных недостаточно для выявления всех схем оптимизации налогообложения, но достаточно для проведения соответствующих проверок потенциальных налогоплательщиков.

Реальный обмен информацией происходит в три этапа: I квартал года — сбор и подготовка сведений банками, II квартал (июнь) — выгрузка сведений в налоговый орган страны нахождения банка, III квартал (сентябрь) — обмен информацией между странами — участницами соглашения.

До настоящего момента громких дел о выявленных при помощи этой системы схемах использования офшоров не было, однако потенциал есть. При текущем объёме реальной информации первые выявленные схемы, вероятно, появятся в 2021 году. В случае увеличения объёма передаваемой информации срок выявления нарушений может сократиться.

В России тема использования резидентами офшоров до настоящего момента особенно актуальна. В 2018 г. бегство капитала, рассчитанное по функциональному методу (средства, которые могли найти применение в национальной экономике) составило 11 млрд долл., что для российской экономики немного на фоне предыдущих лет. Но по методу Всемирного банка бегство капитала значительно выросло — до 177 млрд долл., что является рекордным показателем.

В вывозе прямых инвестиций из России в 2018 г. доля офшоров и офшоропроводящих стран осталась почти на прежнем уровне — 72% (74% в 2017 г.), в том числе на офшоры

пришлось 42%¹³. Инвестиционная позиция России по прямым зарубежным инвестициям показывает долю офшоров в активах российских резидентов на уровне 56% (58% в 2017 г.), а доля офшоропроводящих стран составила 27% (33% годом ранее). Таким образом, хотя рост доли офшоров остановился, российские инвесторы продолжают инвестировать свои активы преимущественно в сторону офшорных и связанных с ними юрисдикций. Схожая картина и по вывозу портфельных инвестиций: доля офшоров второй год составляет около всего 7%, а офшоропроводящих стран — 73% (т.е. осталась на прежнем уровне).

Приток прямых иностранных инвестиций в Россию в 2018 г. по-прежнему во многом зависел от офшоров. Как и до долгового кризиса Греции, основную роль играл Кипр — его доля составляла 33%, если считать по инвестиционной позиции. По итогам 1–3 кв. 2018 г. на офшоры и офшоропроводящие страны пришлось всего 18% прямых инвестиций в Россию, однако следует дождаться статистики за полный год.

Хотя масштаб использования российскими инвесторами офшоров остается на обычном уровне (в процентном отношении), но абсолютные показатели падают ввиду уменьшения количества свободных средств у частных инвесторов и перераспределения этих средств в пользу государства.

Таблица 12

**Доля офшоров и офшоропроводящих стран
в прямых инвестициях России, %**

	2009	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
ПИИ России, по годам									
Офшоры	49,85	49,49	54,38	79,12	52,26	48,69	57,81	72,00	42,71

¹³ Рассчитано по: Банк России. URL: <http://www.cbr.ru/statistics/?Prtd=svsavoidance.htm>

Офшоропроводящие страны	17,34	26,37	5,82	1,40	20,99	6,72	14,63	2,00	29,67
ПЗИ России, накопленный итог									
Офшоры	56,10	54,63	52,93	53,17	41,91	42,33	46,13	57,95	56,27
Офшоропроводящие страны	19,46	25,68	24,35	20,18	27,49	29,48	26,06	33,23	27,53
ПИИ в Россию, по годам									
Офшоры	30,62	47,45	15,87	22,74	50,89	33,20	79,73	66,40	...
Офшоропроводящие страны	16,38	35,48	62,21	69,01	11,21	28,87	0,01	22,40	...
ПИИ в Россию, накопленный итог									
Офшоры	55,32	52,83	48,29	49,37	45,45	42,76	44,59	42,22	32,21
Офшоропроводящие страны	15,89	20,95	24,63	20,09	26,21	24,61	24,04	33,13	32,46

Расчитано по: Банк России. Статистика внешнего сектора.

Закон № 376-ФЗ «О контролируемых иностранных компаниях» и № 140-ФЗ «О добровольном декларировании физическими лицами активов и счетов (вкладов) в банках и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» по-прежнему рано оценивать с практической точки зрения, т.к. срок офшорной амнистии закончился только 28 февраля 2019 г. Вероятный срок первых значимых оценок и налоговых поступлений — 2021 г.

Вторая попытка офшорной амнистии, оформленная законом № 33-ФЗ от 19.02.2018 оказалась весьма успешной: подано 11714¹⁴ деклараций против 7178 в ходе амнистии 2016 г. несмотря на необычное для таких законов улучшение условий амнистии, рост показателя оправдан, т.к. у декларантов было больше времени, условия были понятны с самого начала, а не в последний месяц, как в 2016 г. Кроме того, значительное количество российских резидентов воспользовалось безналоговой ликвидацией КИК (п. 60 ст. 217 НК РФ). Учитывая, что

¹⁴ URL: <https://tass.ru/ekonomika/6336022>

для фиксации максимальных сумм в декларации резиденты часто подавали ее уже в 2019 г., а доходы резиденту-бенефициару офшора вменяются на следующий год после их формирования, выходит, что большая часть теперь полностью легальных офшорных инвесторов заплатит свои первые налоги с КИК не ранее 2021 г. В результате за 2018 г. было задекларировано 10 млрд долл.¹⁵

Предложенная Президентом РФ третья волна офшорной амнистии была принята в первом чтении Государственной Думой России 18 апреля 2019 г.¹⁶ и подразумевает, в целом, те же условия, что и вторая волна, но у условием репатриации активов. Срок подачи деклараций — с 1 июня 2019 г. по 29 февраля 2020 г. Таким образом, в соответствии с мировым опытом, следующая волна амнистии проходит на худших условиях, чем предыдущие. Существуют офшорные инвесторы, которые до сих пор пытаются скрыть свои активы, но окно возможностей для такого сокрытия уже почти закрыто, и эта амнистия, вероятно, придумана для них.

В сентябре 2019 г. состоится первый обмен налоговой информацией между Россией и другими странами, согласившимися на автоматический обмен налоговой информацией. Громких разбирательств по суммам налогов и порядку их исчисления пока не было, и вряд ли они появятся до 2021 г. Вызывает вопросы будущий порядок, которым будет руководствоваться ФНС России при камеральных проверках соответствующих деклараций.

Смена страны налогового резидентства (или перевод средств на лицо-резидента другой страны) по-прежнему является выходом для многих инвесторов. Тем более, что административная нагрузка на банки офшоропроводящих стран постоянно растет: им приходится проверять законность каждой транзакции. В итоге большинство неблагонадежных и подозрительных клиентов отсеивается. К тому же услуги по доступу на международные финансовые рынки со стороны российских

¹⁵ РБК.6.02.2019.

¹⁶ URL: <https://tass.ru/ekonomika/6348800>

банков для российских клиентов развиваются и уже понемногу начинают составлять не только вынужденную, но и вполне реальную конкуренцию западным банкам.

В совокупности с отсутствием (по меньшей мере, пока) давления на офшорных инвесторов со стороны российских структур, сложилась ситуация, когда налоговые поступления от офшорных инвестиций действительно могут попасть в российский бюджет.

Как показала практика, сложные схемы владения активами через офшоры не помогают при необходимости выйти из-под санкций или пользоваться услугами именно западных банков, поскольку принцип КҮС¹⁷ вместе с возможностью отказать в обслуживании без объяснения причин позволяет банку выявить реальных бенефициаров офшорной и любой другой компании.

После всех изменений, внесенных в законодательство России, пользоваться офшорными компаниями по-прежнему выгодно и удобно, но теперь придется платить налоги. В целом, ситуация с офшорными инвестициями в России полностью соответствует логике выражения Президента России, прозвучавшего в послании Федеральному собранию 12 декабря 2013 г.: «Хотите в офшорах — пожалуйста, но деньги сюда».

В России наблюдается схожая с мировой тенденция продолжать вести бизнес через офшоры, хотя, казалось бы, с точки зрения закона и налоговой оптимизации смысла в этом нет. Следовательно, главными преимуществами использования офшоров как для россиян, так и для иностранцев по-прежнему являются удобство и защита прав собственности.

В целом, в 2018 – начале 2019 года работа по деофшоризации в части подготовки получения налогов с доходов офшорных компаний завершена. Следует отметить, что в связи со сложной ситуацией в российской экономике объёмы выводимых в офшоры средств (как и большая часть показателей бегства капитала) в абсолютном выражении значительно уменьшились. Но не следует забывать, что объём ранее выве-

¹⁷ «Знай своего клиента».

денных средств огромен, и вполне может послужить объектом налогообложения. Офшоры, как их привыкли видеть инвесторы в всем мире, исчезают. Они превращаются из гаранта финансовой безопасности просто в один из прозрачных инструментов в рамках международных финансовых отношений.

Большая часть работы по деофшоризации российской экономики проведена, первые результаты получены, основные поступления ожидаются уже скоро.

Портфельные инвестиции и производные финансовые инструменты

Ситуация на мировом финансовом рынке в 2018 — начале 2019 г. характеризовалась крайней противоречивостью, что отражалось на международном движении капитала в форме портфельных инвестиций и финансовых производных.

В конце 2018 г. на мировом рынке акций наблюдался значительный спад, обусловленный неопределенностью в ориентирах монетарной политики США и обострением торгового конфликта между Китаем и США. В первом квартале 2019 г. рынок акций начал расти и одной из причин этого явились более благоприятные макроэкономические показатели стран мира, чем рынки ожидали в конце 2018 года. Но в мае и начале июня 2019 г. многие рынки акций снизились в ответ на более слабые экономические и инфляционные перспективы и, в частности, в связи с резкой эскалацией торгового спора между США и основными торговыми партнерами, такими как Китай и Мексика. Однако в совокупности за первые пять месяцев 2019 г. основные индексы фондовых рынков Северной Америки и Европы приросли более, чем на 5% по сравнению с декабрем 2018 г.

В отличие от рынка акций доходность по государственным облигациям в начале 2019 г. заметно упала в большинстве стран с развитой экономикой. События на рынке были сформированы более пессимистическими оценками экономических перспектив и уменьшившимися надеждами на то, что сохранится тренд на реализацию экспансионистской модели монетарной политики. Поэтому в конце мая и начале июня 2019 г. наблю-

дался переток капитала в низкорисковые активы (прежде всего гособлигации), что обусловило соответствующее снижение доходности государственных облигаций.

Таблица 13

**Доходность 10-летних облигаций развитых стран мира
на 01.06.2019**

Страна	Показатель, %
США	2,22
Германия	- 0,167
Австралия	1,487

Источник: Bloomberg. URL: <https://www.bloomberg.com/markets/rates-bonds>

Эти события на рынках акций и облигаций оказали ограниченное влияние на рынки производных финансовых инструментов. В основных валютах торговые диапазоны, как правило, были узкими и рискованными, премия низкая, несмотря на повышенные макроэкономические и политические риски.

Ключевую роль в текущей ситуации в международном движении капитала в форме портфельных инвестиций и финансовых производных играли ожидания участников рынка на краткосрочную перспективу. Инвесторы прогнозируют понижение учетной ставки ФРС США, замедление роста мировой экономики и нарастание проблем в мировой торговле, обусловленных эскалацией конфликта между Китаем и США. При этом следует отметить, что снижение доходности облигаций удешевляет стоимость заимствований.

Характеризуя ситуацию на фондовых рынках развитых стран, следует отметить, что общее снижение индекса MSCI World с начала 2019 г. составило 5,1%¹⁸. Такая же картина наблюдалась на данных рынках в конце 2018 г., когда инвесторы ожидали замедления роста мировой экономики, активизацию торговой войны, сокращение ликвидности в результате ужес-

¹⁸ MSCI World — индекс фондовых рынков развитых стран.

точения денежно-кредитной политики США и окончания программы денежного стимулирования ЕЦБ. Но в первом квартале 2019 г. наметился рост фондовых и сырьевых рынков, произошло восстановление кэрри-трейда на высокодоходных валютах и возрос интерес к активам развивающихся стран.

Однако основной проблемой является перспектива длительного дефляционного спада и бесконечной стагнации экономики, как это происходило в Японии на протяжении последних десятилетий. Именно этот сценарий развития событий ФРС США пытается сейчас предотвратить, поскольку слишком низкая инфляция в США — одна из ключевых угроз мировой экономики.

Серьезную обеспокоенность вызывает также рост глобальной долговой нагрузки. Исследование Всемирного банка показало, что когда соотношение долга к ВВП превышает 77% в течение длительного периода времени, то замедляется экономический рост, причем каждый процент долга выше этого уровня обходится стране в 1,7% экономического роста¹⁹.

МВФ прогнозирует, что экономический рост в 2019 году замедлится в большинстве стран. Основными причинами будут являться значительный размер государственного долга и низкие процентные ставки, обуславливающие неустойчивость национальных экономик.

Таблица 14

Элементы мировой долговой нагрузки в 2018 г.

Показатель	Значение, трлн долл.	Доля в глобальном ВВП (%)
Задолженность корпоративного сектора	72	92,0
Общий государственный долг	65	86,5
Долг финансового сектора	60	80,1
Задолженность домохозяйств	46	59,6

Источник: <https://www.iif.com/Research/Capital-Flows-and-Debt/Global-Debt-Monitor>

¹⁹ URL: <http://documents.vsemirnyjbank.org>

Доклад: Global Debt Monitor: “Only” \$3.3 trillion was added to the global debt mountain last year, bringing the total at over \$243 trillion.

Данные вышеприведенной таблицы учитывают не все элементы долговой нагрузки, поэтому суммарно глобальный внешний долг в 2018 г. составил 318% мирового ВВП. Интересным представляется структура выпущенных долговых обязательств в станovém разрезе.

Таблица 15

Доли стран- эмитентов долговых ценных бумаг в 2018 г.

Страна	%
США	39,28
ЕС	21,38
Япония	12,65
Великобритания	6,02
Остальные	8,44
Китай	11,74
<i>Россия</i>	<i>0,49</i>

Источник: Bloomberg. URL: <https://www.bloomberg.com/markets>

Современными особенностями развитых экономик являются невысокие темпы роста, низкие (в ряде стран отрицательные) процентные ставки, низкая инфляция и высокая неопределенность (в частности, результатов торгового спора между США и Китаем). Эти факторы формируют ожидания инвесторов на ближайшую перспективу и определяют характер участия развитых стран в международном движении капитала в форме портфельных инвестиций и финансовых производных. Так, по данным Merrill Lynch на основе июньского опроса в этом году портфельных управляющих 230 ведущих инвестиционных фондов, доля наличных средств в этих фондах за последние два с половиной года выросла до рекордных 5,6% (прежде всего за счет мая 2019 г.), сокращая прежде всего покупку акций, особенно развивающихся стран, отчасти ком-

пенсирюя это покупкой суверенных облигаций США, а также Германии и Японии²⁰.

Суммарный чистый отток инвестиций с развивающихся финансовых рынков по итогам 2018 г. составил 23 млрд долл., согласно данным Института международных финансов (в 2017-м, напротив, наблюдался приток в размере 63 млрд долл.). В частности, в декабре 2018 г. с развивающихся рынков ушло 26 млрд долл. Этот отток сформировал прежде всего Китай (37 млрд долл.), но остальные рынки этой группы стран, напротив, испытали приток средств в размере 11 млрд долл.

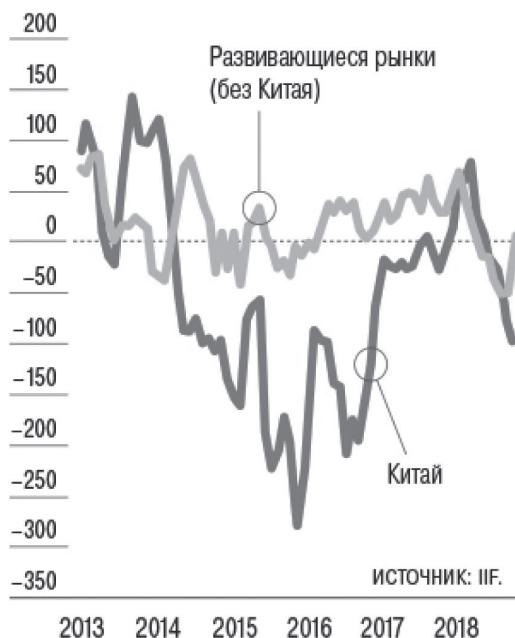


Рис. 1. Динамика притока / оттока капитала с развивающихся рынков (млрд долл., среднее за три месяца)

Доклад: Capital Flows Report The EM Positioning Overhang, April 5, 2019
URL: <http://www.iif.com>.

²⁰ URL: <https://mlaem.fs.ml.com/content/dam/ML/cio-weekly/cio-weekly.pdf>

Большие, чем у Китая, объемы оттока наблюдались только у России (-67,8 млрд долл.), Саудовской Аравии (-75,1 млрд долл.) и Южной Кореи (-57,6 млрд долл.). В частности, в первом полугодии из России ушло 17,3 млрд долл., в третьем квартале — 22,8 млрд долл., в четвертом — уже 27,7 млрд долл. По прогнозу Института международных финансов на 2019 г., отток капитала из России составит 71 млрд долл. Интересно, что Аргентина и Турция столкнулись с резким ослаблением национальных валют в 2018 г., но при этом рынки зафиксировали приток в 42 млрд долл. и 15,1 млрд долл. соответственно²¹.

Однако с начала 2019 г. настроения в отношении развивающихся рынков улучшились, в том числе из-за мягкой монетарной политики ФРС. В начале 2019-го приток портфельных инвестиций и инвестиций в финансовые производные на развивающиеся рынки оказался значительным, составив 51,1 млрд долл. При этом в долговые инструменты вложены 33 млрд долл., в фондовые рынки — 18 млрд долл. (из них 9,2 млрд долл. — в Китай). Согласно данным Института международных финансов, помимо Китая интерес инвесторов усилился к Мексике и Индонезии, что обусловлено спекулятивными настроениями участников рынка.

²¹ Доклад: Capital Flows Report The EM Positioning Overhang, April 5, 2019
URL: <http://www.iif.com>.

ЧАСТЬ II
ГЛАВНЫЕ ТЕНДЕНЦИИ УЧАСТИЯ РОССИИ
В МЕЖДУНАРОДНОМ ДВИЖЕНИИ КАПИТАЛА
в 2018 – начале 2019 года

Сдвиги в масштабах и структуре вывоза и ввоза капитала в Россию

Как и в предыдущие годы, улучшение счета текущих операций платежного баланса России (в 2018 г. сальдо этого счета достигло рекордной величины) привело к росту чистого вывоза капитала из страны и наращиванию ее золотовалютных резервов (резервных активов).

Таблица 16

Россия: вывоз и ввоз капитала, млрд долл.

Показатель	2016 г.	2017 г.	2018 г.	I кв. 2019 г. (оценка)
Сальдо счета текущих операций	24,5	33,2	113,8	32,8
Сальдо финансового счета, кроме резервных активов	10,1	12,9	77,1	15,0
в т.ч. чистое приобретение финансовых активов	4,7	15,8	40,6	27,7
чистое приобретение обязательств	- 5,4	2,9	- 36,4	12,7
Рост резервных активов	8,2	22,6	38,2	18,6

Источник: Банк России. Платежный баланс Российской Федерации (аналитическое представление). URL: https://www.cbr.ru/statistics/macro_itm/svs/

Российская экономическая модель пока не в состоянии создавать условия для быстрого роста внутренних инвестиций, из-за чего увеличение сбережений в стране за счет положительного сальдо счета текущих операций ведет к увеличению вывоза капитала (чистого приобретения финансовых активов) на фоне скромного в последние годы ввоза капитала (в статистике платежного баланса он проходит как приобретение обязательств). В этих условиях планируемая Минфином либерализация валютного контроля может обернуться дальнейшим наращиванием экспорта капитала в ущерб инвестициям внутри страны.

Структура экспорта и импорта капитала по их формам за исследуемый период выглядит следующим образом: в российском вывозе и ввозе капитала по-прежнему преобладали прямые инвестиции, у российских и иностранных инвесторов сокращались портфельные инвестиции и производные финансовые инструменты, но после перерыва Россия вновь стала наращивать экспорт прочих инвестиций за счет наличной иностранной валюты и депозитов (см. табл. 17).

Таблица 17

**Платежный баланс России:
финансовый счет (без учета ЗВР), млрд долл.**

Показатель	2016 г.		2017 г.		2018 г.		I кв. 2019 г. (оценка)	
	вывоз	ввоз	вывоз	ввоз	вывоз	ввоз	вывоз	ввоз
Финансовый счет	4,7	- 5,4	15,8	2,9	40,6	- 36,4	27,7	12,7
Прямые инвестиции	22,3	32,5	36,8	28,6	31,9	8,8		
Портфельные инвестиции	0,6	3,0	1,3	9,2	- 1,8	- 9,4		
Производные финансовые инструменты	- 12,8	- 12,8	- 13,8	- 14,1	- 11,7	-11,0		
Прочие инвестиции	- 5,4	- 28,1	- 8,5	-20,8	22,2	-24,8		

Источник: Банк России. Платежный баланс Российской Федерации (аналитическое представление). URL: https://www.cbr.ru/statistics/macro_itm/svs/

Указанные изменения в объемах и структуре вывоза и ввоза капитала отразились на международной инвестиционной позиции нашей страны, хотя компоненты этой позиции сильно изменяются также в результате валютной переоценки.

Таблица 18

Международная инвестиционная позиция России, млрд долл.

Показатели	Остаток на 01.01.2017	Остаток на 01.01.2018	Остаток на 01.01.2019
Активы	1232,5	1339,0	1340,2
Прямые инвестиции	418,0	468,6	433,3
Портфельные инвестиции	72,0	73,9	68,6
Производные финансовые инструменты	6,9	4,9	6,4
Прочие инвестиции	357,8	358,9	363,4
Резервные активы	377,7	432,7	468,5
Обязательства	1021,4	1066,4	969,3
Прямые инвестиции	477,7	529,6	496,6
Портфельные инвестиции	216,0	230,2	208,2
Производные финансовые инструменты	6,5	4,5	4,9
Прочие инвестиции	321,3	302,1	259,5

Источник: Банк России. Международная инвестиционная позиция Российской Федерации по состоянию на дату. URL: https://www.cbr.ru/statistics/macro_itm/svs/

Россия в международном движении прямых инвестиций

Место России в мире

В июне 2019 г. ведущая в области анализа прямых иностранных инвестиций (ПИИ) международная организация ЮНКТАД опубликовала очередной доклад о мировых инвестициях (World Investment Report). Он показал сохранение Россией существенных позиций как по экспорту, так и по импорту ПИИ, однако на фоне резкого сокращения нетто-притока ПИИ в страну (см. табл. 19). При этом Россия постепенно возвращается к докризисным показателям, хотя все же далека от пиковых лет (например, 2013 г.).

Место России в потоках ПИИ
(данные ЮНКТАД на основе национальной статистики)

Показатель	2007 г.	2013 г.	2016 г.	2017 г.	2018 г.
Накопленные на конец года ПИИ в России, млн долл.	488 280	471 475	393 910	441 123	407 362
Накопленные российские прямые инвестиции за рубежом на конец года, млн долл.	363 481	385 322	334 275	380 047	344 090
Доля России в накопленных импортированных ПИИ, %	2,72	1,91	1,39	1,35	1,26
Место России по накопленным импортированным ПИИ	10-е	17-е	19-е	19-е	20-е
Доля России в накопленных экспортированных ПИИ, %	1,95	1,55	1,21	1,17	1,11
Место России по накопленным экспортированным ПИИ	13-е	19-е	19-е	19-е	20-е
Приток ПИИ в Россию, млн долл.	54 922	53 397	37 176	25 954	13 332
Экспорт ПИИ из России, млн долл.	43 894	70 685	26 951	34 153	36 445
Доля России в текущем импорте ПИИ, %	2,90	3,73	1,94	1,73	1,03
Место России в текущем импорте ПИИ	11-е	10-е	15-е	15-е	22-е
Доля России в текущем экспорте ПИИ, %	2,02	5,13	1,74	2,40	3,59
Место России в текущем экспорте ПИИ	15-е	6-е	16-е	13-е	13-е

Источник: World Investment Report 2019. Special Economic Zones. — Geneva: UNCTAD, 2019. URL: <https://unctad.org/en/pages/PublicationWebflyer.aspx?publicationid=2460>

По итогам 2018 г. Россия входила в топ-20 и по объему накопленных импортированных прямых инвестиций, и по объему экспортированных капиталовложений. В текущем экспорте ПИИ позиции России были еще выше — 13-е место, тогда как из-за двукратного падения показателя текущего импорта ПИИ Россия переместилась на 22-е место, что является одним из худших показателей для страны. Это связано как с затянув-

шейся «войной санкций», так и в целом не самым лучшим инвестиционным климатом в России. Хотя точечные улучшения в стране происходят (например, по масштабам создания особых экономических зон и подобных им территорий с более комфортными условиями ведения бизнеса Россия начинает входить в число мировых лидеров), нельзя не вспомнить о провале поручения В.В. Путина подняться в рейтинге Doing Business до 20-го места к 2018 г. Россия остановилась на 31-м месте и теперь задача войти в топ-20 перенесена на 6 лет.²²

С одной стороны, это не удивительно — провалены и многие другие поручения Президента, что в научно-образовательной сфере хорошо видно по фактическому уровню зарплат во многих федеральных бюджетных учреждениях. С другой стороны, еще в 2012 г. было немало насмешек, что не выполнить задание руководства страны, связанного с Doing Business, довольно сложно, если добросовестно к нему отнестись. Известно, что в этом рейтинге учет ситуации ведется только по двум крупнейшим городам (Москве и Санкт-Петербургу), количество принимаемых в расчет параметров и процедур ограничено и легко поддается как учету, так и улучшению со стороны бюрократии²³. В то же время в Doing Business нет таких абсолютно неконтролируемых властью параметров, как например, восприятие коррупции. Напомним, что в ежегодном рейтинге восприятия коррупции, составляемом Transparency International, Россия по итогам 2018 г. заняла только 138-е место в мире, получив 28 баллов из 100 возможных²⁴. Нет смысла перечислять соседей по рейтингу (там нет стран, которые могут похвастаться большим притоком ПИИ), причем показатель России по сравнению с 2017 г. даже ухудшился. Выше России не только все страны БРИКС, но даже и ЕАЭС.

Тем не менее говорить о прекращении прихода в Россию новых значимых иностранных инвесторов, наращивании ка-

²² URL: <https://www.vedomosti.ru/economics/news/2019/04/05/798442-business>

²³ URL: https://www.doingbusiness.org/content/dam/doingBusiness/media/Annual-Reports/English/DB2019-report_web-version.pdf

²⁴ URL: <https://transparency.org.ru/research/indeks-vospriyatija-korruptsii/rossiya-v-indekse-vospriyatija-korruptsii-2018-28-ballov-iz-100-i-138-mesto.html>

питаловложений уже обосновавшихся в стране ТНК нельзя. Рынок сбыта в России по-прежнему интересен зарубежным инвесторам, причем медленный рост его объема скорее сказывается на масштабах амбиций, но не самом решении осуществить ПИИ в стране. Более того, поскольку в последние годы в сфере ПИИ появляется много новых игроков из стран, которые в XX веке не сильно выделялись экспортом капитала, есть шанс привлечь в Россию дополнительные ПИИ как раз от «новичков» прямого инвестирования (южнокорейских, арабских и тому подобных ТНК).

Особенности прямых иностранных инвестиций в России

Как и в предыдущие годы, официальная статистика, публикуемая ЦБ РФ, дает искаженную географическую картину структуры поступающих в Россию прямых инвестиций по странам происхождения. Даже использование принципа направленности сильно не меняет результаты — к началу 2019 г. свыше 2/3 зарегистрированных в России ПИИ приходились на 7 важнейших перевалочных баз, тогда как суммарная доля стран G7 («Большой семерки») составила немногим более 14% (см. табл. 20).

Правда, необходимо отметить, что и сокращение накопленной суммы ПИИ в России в течение 2018 г., и резко уменьшившийся нетто-приток ПИИ в 2018 г. по сравнению с предыдущим годом связаны с оттоком «кипрских» ПИИ и переоценкой в сторону обесценения стоимости контролируемых с их помощью российских активов. Это свидетельствует о некоторых процессах деофшоризации российского бизнеса, однако их не стоит преувеличивать — нетто-приток ПИИ из подобного рода юрисдикций по-прежнему положительный. Вместе с тем поступления прямых инвестиций в Россию из ведущих развитых стран (за исключением Канады) более устойчивые, хотя также происходят колебания (например, накопленный объем ПИИ из Германии, Великобритании и Италии несколько сократился в 2018 г., несмотря на существенный приток новых ПИИ). По итогам 2018 г. на первое место вышла Франция. В целом на G7 пришлось почти 60% нетто-притока ПИИ в Россию в 2018 г.,

но без учета отрицательного показателя по Кипру их суммарный удельный вес составляет только 27,5%.

Из других стран — источников поступления ПИИ в Россию следует выделить прежде всего приграничную Финляндию, а из азиатских стран — Южную Корею. Накопленные ПИИ из всех стран ЕАЭС обесценились, хотя из Казахстана и Белоруссии в 2018 г. наблюдался нетто-приток ПИИ в Россию. Использование перевалочных баз инвесторами из СНГ явно занижает масштабы их присутствия в России. Это утверждение справедливо и для китайских инвесторов, однако все наши оценки по конкретным крупным сделкам показывают, что сообщаемые в СМИ данные о десятках миллиардов долларов китайских ПИИ в России все же являются преувеличением²⁵. Безусловно, изменение показателей некоторых стран также связано с перерегистрацией компаний-инвесторов в других географических юрисдикциях (например, Сингапур перестал быть среди лидеров, так как теперь почти 19% акций контролируемой государством «Роснефти» принадлежат катарскому фонду QIA непосредственно, а не через совместное сингапурское предприятие с Glencore).

Таблица 20

**Страны — непосредственные источники поступления ПИИ
в Россию**

Страна / территория	Накопленные ПИИ (принцип направленности)			Нетто-приток ПИИ	
	1.1.2018, млн долл.	1.1.2019, млн долл.	1.1.2019, %	2017, млн долл.	2018, млн долл.
Всего	441 123	407 362	100,0	28 557	8 816
Кипр	162 553	124 618	30,6	8 674	- 10 313
Нидерланды	40 626	40 024	9,8	- 1 427	7 910

²⁵ Кузнецов А.В. и др. ЕАЭС и страны евразийского континента: мониторинг и анализ прямых инвестиций. СПб.: ЦИИ ЕАБР, 2017 (см. также доклады предыдущих лет на сайте <https://eabr.org>).

Багамы	25 769	39 031	9,6	6 211	923
Бермуды	31 560	30 109	7,4	1 256	814
Люксембург	19 246	19 566	4,8	3 378	- 452
Джерси	10 878	9 945	2,4	832	598
Виргинские (Брит.) о-ва	9 864	9 393	2,3	- 827	1 491
<i>Всего топ-7 перевалочных баз для ПНИИ</i>	<i>300 496</i>	<i>272 686</i>	<i>66,9</i>	<i>18 097</i>	<i>971</i>
Франция	15 126	17 149	4,2	854	1 134
Германия	18 109	16 396	4,0	470	343
Великобритания	18 638	14 916	3,7	2 076	2 511
Италия	4 723	4 636	1,1	30	579
США	3 054	3 100	0,8	495	376
Япония	2 150	1 917	0,5	83	345
Канада	143	98	0,0	- 4	- 37
<i>Всего G7</i>	<i>61 943</i>	<i>58 212</i>	<i>14,3</i>	<i>4 004</i>	<i>5 251</i>
Казахстан	3 122	2 865	0,7	205	148
Белоруссия	1 342	1 176	0,3	48	53
Армения	669	572	0,1	- 142	- 1
Киргизия	161	135	0,0	- 20	- 24
<i>Всего ЕАЭС</i>	<i>5 294</i>	<i>4 748</i>	<i>1,2</i>	<i>91</i>	<i>176</i>
Швейцария	12 829	11 292	2,8	1 511	1 690
Ирландия	5 493	5 562	1,4	889	- 3 850
Австрия	5 583	5 582	1,4	- 174	884
Швеция	5 132	4 895	1,2	20	350
Финляндия	3 705	4 413	1,1	50	582
Сингапур	16 255	3 874	1,0	2 703	1 587
Украина	3 418	2 824	0,7	15	10
Респ. Корея	1 910	2 677	0,7	59	110
Китай	3 584	2 613	0,6	140	- 13
Бельгия	979	1 469	0,4	- 191	22
Турция	1 420	1 278	0,3	79	118
Гонконг	1 007	1 045	0,3	573	135

Источник: данные Банка России.

В целом, по данным ЦБ РФ, к началу 2019 г. накопленные ПИИ в России превышали 1 млрд долл. у 27 стран и территорий. Текущий нетто-приток ПИИ в страну в 2018 г. превышал 100 млн долл. у 23 стран (помимо указанных в таблице — также у Венгрии, где показатель довольно высок последние три года, составив в 2018 г. 267 млн долл., Лихтенштейна и ОАЭ).

В отраслевом плане сальдо поступлений ПИИ в Россию характеризуется одновременно большим притоком новых и оттоком ранее осуществленных иностранных капиталовложений, причем такая картина свойственна большинству секторов экономики. Если в целом в 2018 г. в Россию было привлечено 140,4 млрд долл. новых прямых инвестиций, но за тот же год погашено 131,6 млрд долл. (т.е. нетто-приток составил 8,8 млрд долл.), то по добыче полезных ископаемых сальдо составило 4 976 млн долл. (30 176 млн минус 25 201 млн), а по обрабатывающим производствам достигло 4 352 млн долл. (35 945 млн минус 31 592 млн). В добывающем секторе среди реципиентов ПИИ доминировала нефтегазовая отрасль, а в обрабатывающей промышленности — металлургия и транспортное машиностроение. Крупнейший нетто-отток ПИИ наблюдался в химической индустрии.

В российской сфере услуг в 2018 г. имел место отрицательный нетто-приток ПИИ. Прежде всего негативное сальдо было характерно для оптовой и розничной торговли, но также и некоторых других видов экономической деятельности. Тем не менее по объемам выручки в России среди иностранных ТНК лидирует французская частная сетевая торговая компания Auchan, которую постепенно догоняет германский производитель автомобилей Volkswagen (у него небольшой пакет акций по-прежнему принадлежит государству, вернее федеральной земле Нижняя Саксония, где расположена штаб-квартира этой автомобильной фирмы).

Отраслевая структура накопленных ПИИ в России, безусловно, несколько иная — по данным ЦБ РФ, на сферу услуг к началу 2019 г. пришлось больше $\frac{1}{2}$ (лидируют торговля и финансово-страховая деятельность), тогда как на добычу

полезных ископаемых лишь $\frac{1}{4}$, а на обрабатывающие производства — $\frac{1}{5}$.

В региональном разрезе свыше 53% ПИИ приходится на Центральный федеральный округ, хотя доля доминирующей здесь Москвы явно завышена (значительная часть ПИИ в столице только зарегистрирована). Из других регионов по-прежнему в числе лидеров Сахалинская область за счет крупных нефтегазовых проектов с участием иностранных ТНК. Среди иных крупных реципиентов — Красноярский край, Ямало-Ненецкий автономный округ, Санкт-Петербург, Московская и Липецкая области.

Структура российских прямых капиталовложений за рубежом

Как уже было показано выше, российские ПИИ находятся на устойчиво высоком уровне. При этом, однако, происходит серьезная трансформация их структуры — в сторону доминирования ТНК, подконтрольных государству. При этом заметим, что в мире в последние годы тренд на усиление роли подобных компаний-инвесторов как раз замедлился (возможно, временно).

По итогам 2017 г. среди топ-10 крупнейших нефинансовых ТНК России по величине зарубежных активов половина была подконтрольна государству — «Газпром», «Роснефть», «Совкомфлот», «Атомэнергопром» и «РЖД». Среди ведущих российских транснациональных банков организации под контролем государства просто доминируют — в первой пятерке только один банк частный (а с отрывом лидируют «Сбербанк» и «ВТБ»). В течение 2018 г. ситуация сильно не поменялась. При этом необходимо особо отметить, что с каждым годом становится сложнее оценить точно масштабы зарубежного присутствия российских ТНК, так как и частные компании стали давать менее прозрачную отчетность (что разумно, учитывая притеснения со стороны Запада под видом «санкций»), и государственные компании не стали предоставлять публике исчерпывающую информацию о своих зарубежных активах, а при этом поднялись на верхние строчки списка ведущих российских ТНК.

Что касается географии российских ПИИ, то по данным ЦБ РФ, полученным с использованием принципа направленности, ключевыми непосредственными реципиентами по-прежнему являются перевалочные базы, а также офшоры, используемые для «путешествия ПИИ по кругу». Хотя в этих странах иногда есть и «настоящие» российские ПИИ. Так, в число лидеров по накопленным российским ПИИ на начало 2019 г. вошли:

- Кипр — 172,4 млрд долл. (или 50,1%)
- Нидерланды — 40,4 млрд долл.
- Австрия — 26,7 млрд долл.
- Швейцария — 18,1 млрд долл.
- Виргинские (Брит.) острова — 9,9 млрд долл.
- Багамы — 8,8 млрд долл.

Из других реципиентов выделяются Германия (8,2 млрд долл. — как благодаря масштабным инвестициям подконтрольных российскому государству ТНК в газовое хозяйство и нефтепереработку, так и значительному количеству ПИИ частных ТНК «второго эшелона»), Турция (8,2 млрд долл. — как за счет ПИИ подконтрольных государству ТНК, так и частных инвесторов), Великобритания (7,6 млрд долл.), США (7,2 млрд долл.) и Испания (6,4 млрд долл.). Отметим, что столь значимые позиции Великобритании и Испании связаны в основном с ПИИ россиян в недвижимость, которые по рекомендации ОЭСР с 2008 г. считаются полноценными прямыми капиталовложениями. По нашим оценкам, в целом в потоке российских прямых инвестиций за рубеж капиталовложения в заграничные особняки, квартиры и мини-отели составляют не менее пятой части²⁶.

Из соседних с Россией стран выделяются не только входящие в ЕАЭС Белоруссия (4,0 млрд долл.) и Казахстан (3,3 млрд долл.), но и Украина (3,1 млрд долл.). Выше 3 млрд долл. накопленные российские ПИИ в начале 2019 г. были также в Сингапуре и Болгарии, а 2,7–3 млрд составили во Франции, Финлян-

²⁶ Кузнецов А.В. Методы оценки прямых российских инвестиций за рубежом // Экономическая наука современной России. 2018. № 4.

дии и Италии. Замыкает 20-ку еще один офшор — Бермуды (2,0 млрд). В ряде этих стран «настоящие» объемы российских ПИИ даже выше, так как часть ТНК по-прежнему использует перевалочные базы для проникновения с инвестициями в самые разные государства (эта тенденция даже усилилась из-за «войны санкций», которая теперь распространяется и на частные российские ТНК в странах Запада).

Вместе с тем в статистике текущего экспорта российских ПИИ выделяются и некоторые другие страны. Например, в Люксембург нетто-экспорт российских ПИИ в 2018 г. составил 2054 млн долл. (впереди были только Кипр, Великобритания и Нидерланды), выделялась также Ирландия (875 млн долл., ее опережали Сингапур, Багамы, Виргинские (Брит.) острова и Германия). Свыше 0,5 млрд долл. нетто-экспорт российских ПИИ был, по сведениям ЦБ РФ, также в Швейцарии, на острове Джерси, в США, Белоруссии и Турции.

* * *

Подытоживая, можно отметить, что российская модель участия в трансграничном движении прямых инвестиций по-прежнему остается очень своеобразной. При существенной роли офшоров и иных перевалочных баз в географии ПИИ многих стран для России их удельный вес оказывается все же чрезвычайно высоким. Попытки деофшоризации предпринимаются, что выражается в некотором сокращении Кипра как формального источника ПИИ для России, но одновременно российские ТНК стремятся стать менее прозрачными и активно используют различные «перевалочные» базы, чтобы не подпасть под западные «санкции» (при этом российские власти даже не пытаются создать систему страхования отечественного бизнеса от политических рисков в развитых странах).

Хотя среди российских ТНК немало частных компаний, усиление присутствия подконтрольных государству компаний налицо. Если в какой-то момент можно было увидеть в этом проявление общемирового тренда (в частности, на фоне усиления экспансии китайских ТНК), то сейчас становится все более очевидным, что данное явление в российской инвестиционной

экспансии за рубежом служит скорее отражением экономико-политических процессов, происходящих в самой России.

Россия в международном движении портфельных инвестиций и производных финансовых инвестиций

Участие России в международном движении портфельных инвестиций представлено в таблице 21.

За рассматриваемый период наблюдалась стабильная тенденция превышения обязательств над активами, что означает, что Россия — чистый импортер капитала в форме портфельных инвестиций. Следует отметить, что в 2018 г. наблюдалась отрицательная динамика как притока, так и оттока капитала. Российские вложения в иностранные ценные бумаги сократились на 6,2%, а инвестиции нерезидентов в финансовые инструменты российского рынка ценных бумаг упали почти на 10%. Причинами явились возросшие геополитические риски и невысокие темпы роста российской экономики. Существенное влияние также оказало стимулирование репатриации капитала из офшоров и перерегистрация компаний в России, в том числе во внутренних офшорах (Калининград и Владивосток).

По данным Банка России за январь – май 2019 г., чистый отток капитала из России составил 35,2 млрд долл., что выше прошлогоднего показателя за аналогичный период (18,9 млрд долл.)²⁷. Особую роль сыграли операции банков и прочих секторов по приобретению иностранных активов. Одной из причин данного явления может являться политика дедолларизации российской экономики, реализуемой Банком России для минимизации последствий санкций. В рамках проводимой политики Центральный банк РФ повысил резервные требования к валютным вкладам с 7% до 8%. Это обусловило снижение доходности банковских депозитов в иностранной валюте и провоцирует отток капитала в доходные инструменты зарубежных эмитентов.

²⁷ URL: https://www.cbr.ru/statistics/macro_itm/svs/bop-eval/

Таблица 21

Динамика накопленных портфельных инвестиций в России за 2010–2019 гг.

Показатель	на 01.01. 2010	на 01.01. 2011	на 01.01. 2012	на 01.01. 2013	на 01.01. 2014	на 01.01. 2015	на 01.01. 2016	на 01.01. 2017	на 01.01. 2018	на 01.01. 2019
Активы, млн. долл.	38156	36656	42435	48300	53743	56629	68119	72060	73905	68551
Темпы прироста активов за период, %	57,5	-3,9	15,8	13,8	11,3	5,4	20,3	5,8	2,6	-6,2
Обязательства млн долл.	217125	277039	225062	270725	273737	156424	141647	215960	230797	208229
Темпы прироста обязательств, %	94,2	27,6	-18,8	20,3	1,1	-42,9	-9,4	52,5	6,9	-9,8
Сальдо, млн долл.	-178969	-240383	-182627	-222425	-219994	-99795	-73528	-143900	-156892	-139678
Темпы прироста сальдо, %	104,3	34,3	-24,0	21,8	-1,1	-54,6	-26,3	95,7	9,0	-11,0

Источник: Банк России. Международная инвестиционная позиция Российской Федерации по состоянию на дату. URL: https://www.cbr.ru/statistics/macro_itm/svs/

Позитивным фактором в привлечении портфельных инвестиций в первом полугодии 2019 г. является успешное размещение российских корпоративных евробондов на сумму 2,67 млрд долл., а также еврооблигаций Министерства финансов на 3 млрд долл. и 750 млн евро. Кроме того, значительный интерес был предъявлен иностранными инвесторами в отношении акций российских компаний, общий объем вложений в которые составил порядка 1 млрд долл.

Важную роль в оживлении спроса на российские долговые и долевыми ценные бумаги сыграли следующие факторы:

— дивидендная политика российских эмитентов (средняя дивидендная доходность российских компаний составляет 7%, на других развивающихся рынках — 3–4%);

— повышение рейтинга России до инвестиционного агентством Moody's в феврале 2019 г.;

— отсутствие конкретных мер по реализации антироссийских санкций;

— мягкая денежно-кредитная политика в США и еврозоне.

Ожидания иностранных инвесторов в отношении российских евробондов отражает JCBBRU — индекс российских облигаций JPMorgan CEMBI Broad Russia Index Level, который с начала 2019 г. превышает индекс облигаций развивающихся стран (JPEMCOMP) (рис. 4).



Рис. 4. Динамика индекса российских облигаций

JCBBRU — индекс российских облигаций JPMorgan CEMBI Broad Russia Index Level; JPEMCOMP — индекс облигаций развивающихся рынков JPMorgan EMBI Plus Composite.

Источник: Bloomberg. URL: <https://www.bloomberg.com/markets>

Рассмотрим динамику инвестиций в форме финансовых производных (см. табл. 22).

Рассматриваемый период характеризовался то практически равенством между обязательствами и активами, то превышением активов, то превышением пассивов. При этом в 2018 г. наблюдался резкий рост вложений российских участников рынка в иностранные деривативные контракты (на 32%), что позволяет характеризовать Россию в этот период как нетто-экспортера капитала в форме финансовых производных. Важно заметить, что в 2018 г. также произошло увеличение обязательств в форме деривативов. Данные тенденции позволяют говорить о значительном спекулятивном интересе игроков финансового рынка, а также свидетельствуют о хеджировании от финансовых, прежде всего, валютных рисков.

Анализ динамики международного движения капитала в форме портфельных инвестиций и финансовых деривативов показывает, что основными факторами, влияющими на участие России в этих процессах, являются макроэкономическая финансовая нестабильность, высокие геополитические риски, санкционное давление на Россию.

Россия в международном движении прочих инвестиций

В условиях сохранения финансовых и экономических санкций, введенных западными странами и рядом других государств против российской экономики при одновременном сохранении нестабильности цен на мировом рынке энергоносителей и медленных темпов мировой экономики существенно сократились возможности российских участников внешнеэкономической деятельности заимствовать средства из-за рубежа. Это подтверждается сокращением накопленных ими активов и обязательств по ссудам и займам (см. табл. 23).

Существенное влияние на сокращение возможности привлечения кредитов из-за рубежа, по оценке Министерства экономического развития России, оказали зарубежные санкции. Совокупный ущерб, который до конца 2018г. был нанесен в связи с введением 159 ограничительных мер, составляет около 6,3 млрд долл. Из них 25 ограничений на сумму 2,4 млрд долл. ввел Евросоюз, 9 ограничительных мер предприняли США на сумму 1,1 млрд долл., Украина — 22 ограничительные меры на сумму 775 млн долл.²⁸.

Начиная с июня 2018 г., нерезиденты и дочерние банки иностранных банков, работающие в России, приступили к сокращению объемов рублевой ликвидности (на 220 млн долл. по сравнению со средним значением за январь-май 2018 г.), которую они размещали на валютных свопах, и одновременно купили валюту на российском рынке на 12 млрд руб. При этом большую часть 2018 г. нерезиденты и дочерние иностранные банки являлись чистыми нетто-продавцами валюты на рынке спот (за исключением начала апреля), а на рынке своп их нетто-позиция за январь-май в среднем была больше на 0,4 млрд долл. по сравнению с июнем.

В целом в 2018 – начале 2019 г. ситуация на мировом рынке кредитов сложилась неоднозначная. С одной стороны, выход нерезидентов с рынка государственного долга России во второй половине 2018 г. был умеренным и не оказал заметного влияния на устойчивость ключевых показателей финансового рынка. Более того, в 2018г. наметился рост зарубежных кредитов, что можно расценивать как один из признаков выхода России из рецессии и оживления ее экономики. В предшествующий период, начиная с 2014г., российские банки активно использовали иностранные синдицированные кредиты, которые являются альтернативой размещению еврооблигаций, и до 2014 г. объем рынка синдицированных кредитов примерно соответствовал объему рынка евробондов (так, в 2013 г.

²⁸ Минэкономразвития подсчитало ущерб от ограничительных мер. URL: https://ria.ru/20190219/1551058970.html?utm_source=yxnews&utm_medium=desktop

Таблица 22

Динамика инвестиций в форме финансовых производных в России за 2010–2019 гг.

Показатель	на 01.01. 2010	на 01.01. 2011	на 01.01. 2012	на 01.01. 2013	на 01.01. 2014	на 01.01. 2015	на 01.01. 2016	на 01.01. 2017	на 01.01. 2018	на 01.01. 2019
Активы, млн. долл.	2240	1639	5675	5553	5932	17565	11146	6856	4853	6407
Темп прироста активов, %	-57,8	-26,8	246,2	-2,1	6,8	196,1	-36,5	-38,5	-29,2	32,0
Обязательства, млн. долл.	5205	2840	5905	4285	4355	21530	9245	6455	4505	4933
Темп прироста обязательств, %	-49,9	-45,4	107,9	-27,4	1,6	394,4	-57,1	-30,2	-30,2	9,5
Сальдо, млн. долл.	-2965	-1201	-230	1268	1577	-3965	1901	401	348	1474
Темп прироста сальдо, %	-41,8	-59,5	-80,8	-651,3	24,4	-351,4	-147,9	-78,9	-13,2	323,6

Источник: Банк России. Международная инвестиционная позиция Российской Федерации по состоянию на дату. URL: https://www.cbr.ru/statistics/macro_itm/svs/

Таблица 23
Международная инвестиционная позиция Российской Федерации по прочим инвестициям за 2008 – 2019 гг., млрд долл.

Показатель	1.01.2008	1.01.2014	1.01.2015	1.01.2017	1.01.2018	1.01.2019
Активы	1093,4	1474,6	1275,1	1232,5	1340,2	1339,0
в т.ч. <i>прочие инвестиции</i>	227,5	425,8	404,1	357,8	358,9	363,4
из них наличная валюта и депозиты	77,4	173,4	181,3	136,2	149,5	164,1
ссуды и займы	126,6	197,8	166,75	178,1	170,3	162,3
Обязательства, всего	1242,0	1342,0	964,9	1021,4	1066,4	969,3
в т.ч. <i>прочие инвестиции</i>	383,9	499,2	415,5	321,3	302,1	259,5
из них наличная валюта и депозиты	156,3	201,9	162,5	107,3	92,7	75,2
ссуды и займы	223,1	278,4	234,2	197,3	191,5	166,3

Источник: данные Банка России. URL: http://www.cbr.ru/statistics/?Prtid=svs&ch=Par_47562#CheckedItem

российские заемщики привлекли синдицированных кредитов на 40 млрд долл.²⁹). Но после 2014 г. общие объемы финансирования компаний в валюте сократились и в 2016 г. российские заемщики получили синдицированных кредитов всего на 16 млрд долл. (объем размещений еврооблигаций за тот же период составил \$12 млрд долл.). Однако в 2016–2017 гг. стала наблюдаться даже конкуренция среди иностранных банков, традиционных игроков рынка синдицированного кредитования в России, за российских заемщиков с хорошим кредитным качеством. Некоторые иностранные банки, которые в 2014 г. почти прекратили кредитование российских банков и компаний, сейчас постепенно возвращаются в этот сегмент. К новым игрокам относятся китайские банки. Первой крупной сделкой, в которой значительный объем ликвидности был предоставлен банками из КНР, стало финансирование компании «Башнефть» на 500 млн долл. в январе 2016 г., ГК «Норникель» и ВЭБ также удалось привлечь синдицированные кредиты в юанях от пула китайских финансовых организаций.

С другой стороны, достаточно ограниченные возможности привлечения иностранных синдицированных кредитов постепенно замещались их привлечением на внутреннем рынке. Для этого был принят Федеральный закон № 486-ФЗ «О синдицированном кредите (займе) и внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» от 31 декабря 2017 г. (далее закон о синдицированном кредите). Ключевую роль должен играть ВЭБ в качестве государственного института развития рынка синдицированного финансирования в России. В первую очередь, это связано с разработкой нового механизма стимулирования инвестиционной активности — так называемой «фабрики проектного финансирования». Такая «фабрика» позволит осуществлять поддержку инвестиционных проектов, реализуемых на территории Российской Феде-

²⁹ Как вопреки всему российские компании научились привлекать финансирование. URL: <https://www.forbes.ru/finansy-i-investicii/352537-vopreki-vsemu-kak-rossiyskie-kompanii-nauchilis-privlekat-finansirovanie>

рации на основе проектного финансирования с использованием инструментов синдицированного кредитования, что будет способствовать увеличению объемов кредитования таких проектов. Именно ВЭБ становится оператором «фабрики проектного финансирования».

Тем не менее на возможности расширить привлечение иностранных кредитов продолжают оказывать экономические санкции. Эти зарубежные ограничения имеют разные формы и не одинаковую степень воздействия на российскую экономику. Так, предпринятые Евросоюзом финансовые ограничения первоначально в отношении институтов развития и коммерческих банков с участием государства, были дополнены секторальными ограничениями. Они включают запрет на прямое или не прямое приобретение, продажу, обеспечение инвестиционных услуг, помощь в эмиссии, другие сделки с обращающимися ценными бумагами и инструментами денежного рынка, имеющими срок погашения более 30 дней, выпущенных после 12 сентября 2014 г. Ограничения распространились на целый ряд компаний оборонно-промышленного комплекса, а также крупнейшие корпорации нефтяного и финансового сектора, в том числе «Роснефть», «Транснефть», «Газпромнефть», «Сбербанк России», «Банк ВТБ», «Газпромбанк», «Внешэкономбанк», «Россельхозбанк», имеющие значительную долю государственного участия в голосующих акциях. Эти меры в значительной степени имеют протекционистский характер против отдельных секторов экономики, нанося им ущерб. Это касается таких отраслей как российская металлургия на (ущерб оценивается в 4 млрд долл.), сельское хозяйство (1,1 млрд долл.), химическая и автомобильная промышленность (641 млн долл. и 306 млн долл. соответственно).

В большей степени сдерживают привлечение иностранных кредитов из-за рубежа именно финансовые ограничения. По экспертной оценке, за период с 2014 по 2017 г. снижение притока капитала из-за санкций составило примерно 280 млрд долл., включая 85 млрд прямых инвестиций. Если не учитывать рост цен на энергоносители, то из-за санкций уменьши-

лись инвестиции в основные фонды на 3,2%, а розничный товарооборот — на 2,4%³⁰.

В условиях глобальной нестабильности, и в первую очередь на развивающихся рынках, оценивая повышенную уязвимость своих средств на текущих счетах российских банков, нерезиденты приступили к уменьшению их объемов. Этот отразилось не только на снижении объемов иностранного капитала в России, но и на снижении гарантий российских заемщиков у иностранных банков и корпораций.

Поэтому оценивая влияние финансовых санкций на снижение объемов международного кредитования российской экономики в условиях разрушения ранее сложившегося механизма привлечения внешнего кредитования, необходимо подчеркнуть их более широкое воздействие не только на финансовый сектор России, но и на всю экономику в целом и их способность причинить ущерб, значительно превышающий негативные эффекты традиционных протекционистских мер. В результате происходит обесценение рубля и рублевых накоплений, падение уровня жизни и сокращение покупательной способности населения как важного стимула для роста спроса и развития производства.

Наряду с непосредственным влиянием на зарубежное заимствование российских компаний и банков, попавших в санкционные списки, проявилась политика осторожного отношения ко всем российским участникам внешнеэкономического сотрудничества не только со стороны Евросоюза и США. Так, если в 2014г. в результате активного использования внешних кредитов корпорациями и банками российский совокупный корпоративный и банковский долг достиг 660 млрд долл., то впоследствии существенно сжались возможности заимствования длинных денег, необходимых для реализации крупных инвестиционных проектов. Блокирование кредитования компаний и банков в результате введенных санкций оказало

³⁰ Легкость «железного занавеса» / Кузнецов А., Буторина Е., Кошкина А, Баринов А. // Профиль. URL: <https://profile.ru/politika/item/117956-legkost-zheleznogo-zanavesa>

негативное воздействие не только непосредственно на названные компании, но и на других российских заемщиков, которым стали получать отказ по причине роста политического риска относительно России.

Еще в 2017 г. для России наметились некоторые подвижки на международном рынке кредита под влиянием изменений как в мировой, так и отечественной экономике. Начиная со второго квартала 2017 г., российские компании впервые с 2013 г. стали получателями динамично растущего потока кредитных ресурсов. Отток средств нерезидентов в течение пятнадцати кварталов, достигший 107 млрд долл., сменился поступлением кредитов в российскую экономику и к середине 2017 г. вырос на 3,56 млрд долл.³¹. Однако следует учитывать, что этот объем поступлений включает все трансграничные потоки из-за рубежа, включая займы и ссуды, депозиты, долговые ценные бумаги.

В целом российским компаниям, несмотря на санкции, удается занимать на внешнем рынке, поэтому в 2018 г. происходит приток капиталов из-за рубежа, включая приток частного капитала российского происхождения, который возвращается в связи с санкционным давлением на традиционных рынках-убежищах, таких как Швейцария, Люксембург, Австрия, Кипр, Великобритания. К репатриации капиталов в Россию стимулирует так же амнистии капиталов, которые были объявлены в марте 2018 г. и в июне 2019 г. В посткризисной экономике западных стран существенно сократилась сфера выгодного вложения для российских капиталов, поэтому амнистия рассматривается как способ без лишних проблем инвестировать в российскую экономику. Кроме того, к этому подталкивают такие меры как, например, уголовная ответственность для зарегистрированных в Великобритании компаний за неуплату налогов, в соответствии с которой подозрения в том, что собственность (банковские счета, недвижимость и драгоценности) была приобретена на деньги криминального происхожде-

³¹ Банк России. Статистика внешнего сектора. URL: <http://cbr.ru/statistics/?PrtLd=svs> (дата обращения 09.05.2019)

ния, может стать основанием для конфискации и данная угроза для части российских капиталов так же может инициировать к возврату их в Россию³².

Такая мера, которая предпринята российским государством, как создание двух российских офшорных зон (на Дальнем Востоке на о. Русский и под Калининградом на о. Октябрьский) могут помочь возврату российских капиталов из-за рубли. Однако этот процесс требует более сложной проработки, поскольку создание таких специальных административных районов (САР), происходит на фоне объявленной в России политики деофшоризации в связи с совершенствованием налогообложения иностранных компаний, которые являются российскими налоговыми резидентами (см. раздел «Офшоры»).

Возможности зарубежного заимствования российских корпораций и банков уменьшаются также из-за угрозы вторичных санкций. Финансовому давлению со стороны США способствуют законодательные решения, затрагивающие не только американские банки и корпорации, но и всех их партнеров. Подписанный в 2017 г. в США закон Countering America's Adversaries Through Sanctions Act («О противодействии противникам Америки посредством санкций») заставляет всех нерезидентов выводить денежные средства со счетов российских банков и урегулировать кредитных отношений с российскими корпорациями. Его ст. 228 дает возможность автоматического введения санкций против лиц и компаний, не выполняющих ограничительные меры США против России. По разъяснению Office of Foreign Assets Control (OFAC) (Управление по контролю за иностранными активами Минфина США) названный закон распространяет вторичные санкции против всех, в т.ч. и на европейские компании и банки, продолжающие бизнес-отношения с российскими проектами и лицами, находящимися под санкциями.

Таким образом, у российских компаний и банков в условиях финансовых санкций, но при том, что иностранные кре-

³² *Артамонов П.* Закон о криминальных финансах. URL: <https://newvz.ru/info/96940.html> (дата обращения 10.05.2019)

диторы не готовы отказаться от дохода в России, сохраняется возможность привлечения иностранных кредитов. Для расширения возможности заимствования за рубежом, необходимо внести существенные коррективы в российскую политику привлечения внешних кредитов и шире использовать кредитование в национальных валютах, что позволит снизить давление со стороны США.

Научное издание

**Булатов Александр Сергеевич, Квашнин Юрий Дмитриевич,
Кузнецов Алексей Владимирович и др.**

РОССИЯ
В МЕЖДУНАРОДНОМ ДВИЖЕНИИ КАПИТАЛА
В 2018 – НАЧАЛЕ 2019 ГОДА

Аналитический доклад

Согласно Федеральному закону РФ от 29.12.2010 № 436-ФЗ
данная продукция не подлежит маркировке

Компьютерная верстка *В.С. Поляничева*
Художественное оформление *М.М. Петухова, Е.С. Игнатова*

Подписано в печать 02.10.2019. Формат 60×84^{1/16}.
Усл. печ. л. 3,6. Уч.-изд. л. 2,8. Тираж 100 экз. Заказ 1274

Издательство «МГИМО-Университет»
119454, Москва, пр. Вернадского, 76

Отпечатано в отделе оперативной полиграфии
и множительной техники МГИМО МИД России
119454, Москва, пр. Вернадского, 76