



Россия: Тенденции, характеризующие чистые потоки частного капитала

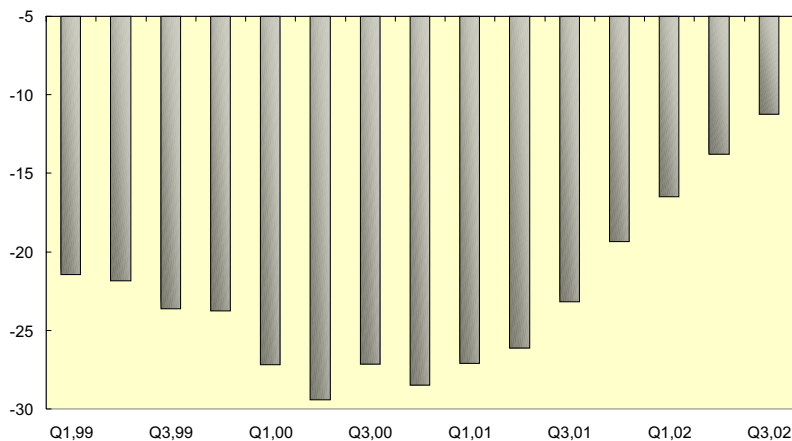
- *Размер чистого оттока частного капитала остается значительным, однако в последние годы он сокращается быстрыми темпами.*
- *Если динамика положительных преобразований не замедлится, то в 2003 г. чистый отток капитала сменится притоком капитала.*
- *Такая перемена направления движения капитала дает некоторые преимущества, однако его продолжение может привести к возникновению проблем в области экономической политики.*

Вопрос о величине оттока капитала из России, а также возникший в последнее время вопрос о величине возвращаемого капитала стали предметом дискуссий и споров. Для некоторых экспертов основной проблемой по-прежнему остается значительный отток капитала, который был характерен для большей части последнего десятилетия, в то время как другие эксперты, наблюдая за быстрым укреплением курса рубля в реальном выражении с начала 1999 г., больше обеспокоены всплеском притока капитала. Цель настоящей статьи—внести вклад в дискуссию, приведя некоторые существенные факты, связанные с недавним чистым оттоком частного капитала из России, с учетом прогнозов и некоторых последствий для макроэкономической политики в будущем.

Общие тенденции, характеризующие чистые потоки частного капитала

Данные платежного баланса России подтверждают, что величина чистого оттока частного капитала¹ остается значительной, и указывают на его сокращение по крайней мере в течение

График 1. Чистый поток частного капитала (всего)
(последовательность наблюдений, каждое из которых равно 4 кварталам, в млрд. долл. США)

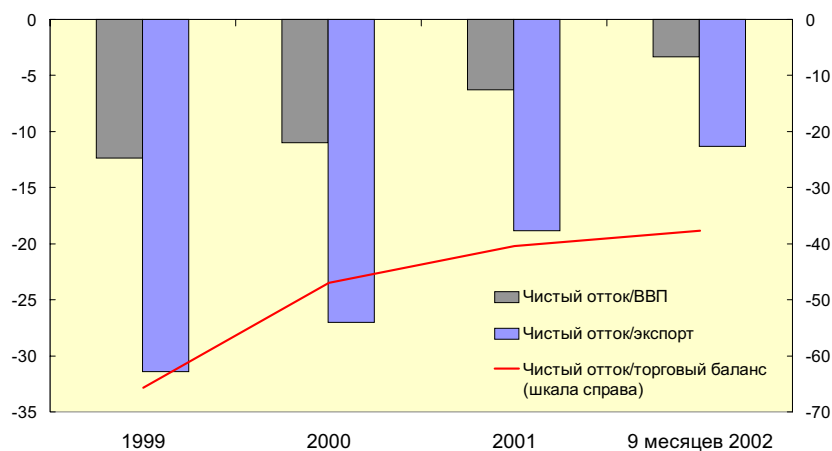


последних двух лет и, возможно, в течение более продолжительного времени, принимая во внимание базовые экономические факторы (см. График 1). Чистый отток частного капитала за последние четыре квартала снизился с пикового значения 29 млрд. долларов США во втором квартале 2000 г. примерно до 11 млрд. долларов США в третьем квартале 2002 г. Параметры пиковых значений оттока капитала в 2000 г. являются впечатляющими, однако,

¹ В данной статье чистый поток частного капитала измеряется как сумма всех статей негосударственного сектора на счете операций с капиталом и финансовыми инструментами платежного баланса плюс чистые ошибки и пропуски. Статьи негосударственного сектора включают операции с российскими государственными долговыми инструментами между резидентами и нерезидентами на вторичном рынке.

возможно, не менее удивительным является их незначительный рост за указанный год. Под влиянием чрезвычайно высоких цен на нефть экспорт в 2000 г. вырос на 30 млрд. долларов США, а сальдо текущего счета—на 23 млрд. долларов США, при этом чистый отток частного капитала увеличился менее чем на 5 млрд. долларов США. По меркам недавнего международного опыта такое увеличение размеров оттока является незначительным на фоне столь стремительного роста сальдо платежного баланса². Несмотря на увеличение чистого оттока капитала в долларовом выражении в 2000 г., его размер сократился по отношению к экспорту, торговому балансу и ВВП, и эта динамика сохраняется до сих пор (График 2).

График 2. Доля чистого потока частного капитала к ВВП, объёму экспорта и торговому балансу (в процентах)



Несмотря на то, что сокращение чистого оттока капитала во втором квартале 2002 г. привлекло пристальное внимание, ослабление его темпа по сравнению с первым кварталом – типичное явление в течение года: чистый отток частного капитала в течение последних четырех кварталов сокращался чуть более медленными темпами по сравнению с несколькими предыдущими кварталами.

Предварительные оценки за третий квартал, основанные лишь на неполных данных о фактических результатах, показывают: чистый поток частного капитала увеличился по сравнению со вторым кварталом (что обычно происходит), но продолжал сокращаться по сравнению с тем же периодом год назад на такую же величину, что и в предыдущие четыре квартала. Таким образом, к концу сентября чистый отток капитала за последние четыре квартала в расчете за год достиг нового рекордно низкого значения за последние шесть с половиной лет³. Такое существенное улучшение ситуации является еще более впечатляющим в условиях резкого сокращения чистого потока частного капитала в страны с переходной экономикой, отмеченного за последние два года.

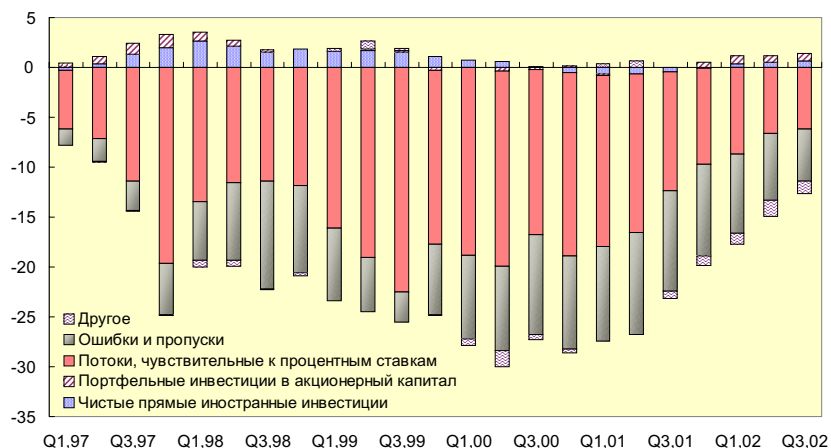
² Картина напоминает 1999 г., когда сальдо текущего счета платежного баланса увеличилось на 24 млрд. долларов США, а чистый отток частного капитала возрос лишь на 4,7 млрд. долларов США. Таким образом, за два года сальдо счета текущих операций возросло на 47 млрд. долларов США, при этом чистый отток частного капитала составил лишь 9,4 млрд. долларов США. Пропорциональный отток капитала у других стран-экспортеров нефти за тот же период был вдвое больше.

³ Благодаря значительному притоку чистого капитала в течение одного квартала, зафиксированному во втором квартале 1995 г., чистый отток частного капитала за последние четыре квартала опустился ниже 10 млрд. долларов США в 1995-1996 гг. Кроме этого непродолжительного интервала, чистые показатели оттока частного капитала за год, отмеченные в самое последнее время, являются наиболее низкими за весь переходный период.

Составляющие потока частного капитала

С середины 2000 г. динамика всех основных составляющих чистого потока частного капитала— прямых иностранных инвестиций, потоков портфельных инвестиций в акционерный капитал,

График 3. Составляющие чистого потока частного капитала (за последние 4 квартала, в млрд. долл. США)

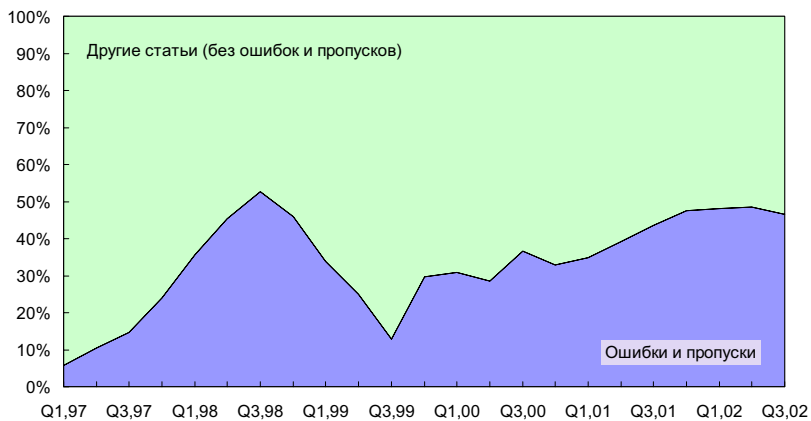


потоков, чувствительных к изменениям процентных ставок (определение дано ниже), чистых ошибок и пропусков и прочих потоков—развивалась в положительном направлении (в сторону уменьшения размера дефицита или увеличения положительного сальдо) (График 3)⁴.

Наиболее значительная составляющая чистого оттока частного капитала— потоки, чувствительные к изменениям процентных ставок,— в данном случае включает изменения наличных средств в иностранной валюте у резидентов и в рублях у нерезидентов, остатков на банковских счетах, потоков портфельных инвестиций в долговые ценные бумаги, кредитов, выданных нерезидентам и привлеченных от них, чистое изменение привлеченных и предоставленных торговых кредитов, а также нерепатрированную экспортную выручку и невозвращенные авансовые платежи по импорту. В первом полугодии 2002 г. на их долю приходилось 66 процентов чистого оттока частного капитала.

Следующим по величине компонентом оказались чистые ошибки и пропуски, которые стали, в сущности, все более важной частью того, что мы называем чистым оттоком частного капитала (График 4). Ошибки и пропуски принято группировать с капитальными операциями частного сектора, поскольку такие операции платежного баланса труднее всего поддаются полному и точному отражению, однако

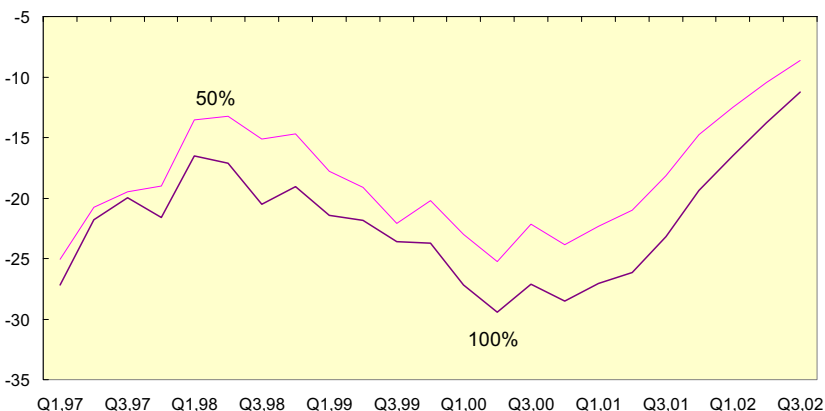
График 4. Ошибки и пропуски к другим статьям чистого оттока капитала (за последние 4 квартала, в процентах к общему объему чистого оттока капитала)



вопрос о том, действительно ли ошибки и пропуски в полной мере соответствуют объему капитальных операций, разумеется, является открытым. Например, хотя в оценках платежного баланса Банка России содержится допущение относительно нерегистрируемого импорта, оно может быть

⁴ «Прочие потоки» представляют собой изменения размера просроченной задолженности и чистых расчетов, произведенных в соответствии с двусторонними государственными соглашениями.

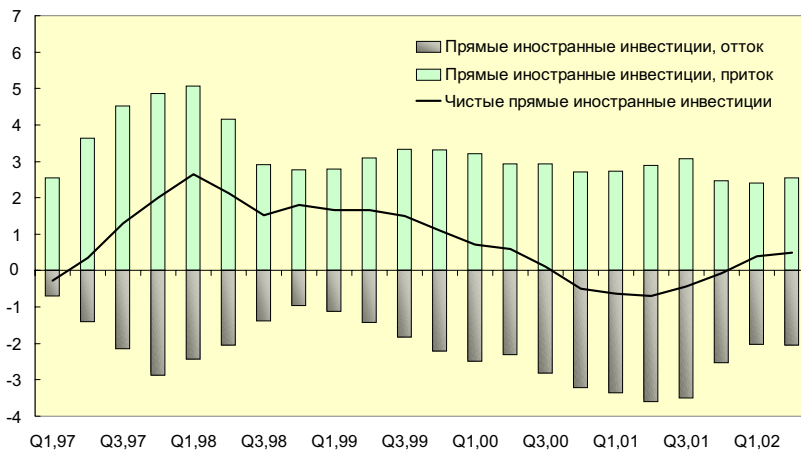
График 5. Потоки частного капитала с учётом 100 и 50 процентов статьи «Ошибки и пропуски»
(за последние 4 квартала, в млрд. долл. США)



используемый в данной статье, подразумевает включение всех ошибок и пропусков в расчёт потоков частного капитала, учитывая при этом, что значение данного компонента менее очевидно нежели отраженных в учете элементов.

Положительная динамика чистого потока прямых иностранных инвестиций в последние два года была весьма незначительной, при этом учтенный валовой приток прямых инвестиций

График 6. Прямые иностранные инвестиции
(за последние 4 квартала, в млрд. долл. США)



экономического роста в стране должны указывать на сохраняющееся отсутствие стимулов к инвестициям со стороны потенциальных прямых иностранных инвесторов, особенно учитывая то, что существенная доля валового притока прямых иностранных инвестиций представляет собой репатриацию в Россию вывезенного ранее капитала, а не инвестиции нерезидентов.

За последние два года чистый поток портфельных инвестиций в акционерный капитал в годовом выражении увеличился примерно на 1 млрд. долларов США, их уровень возрос с небольшого чистого оттока до притока в размере примерно 0,7 млрд. долларов США; однако, как и в случае с прямыми иностранными инвестициями, их размер лишь немного превышает половину пиковых значений 1997 г.

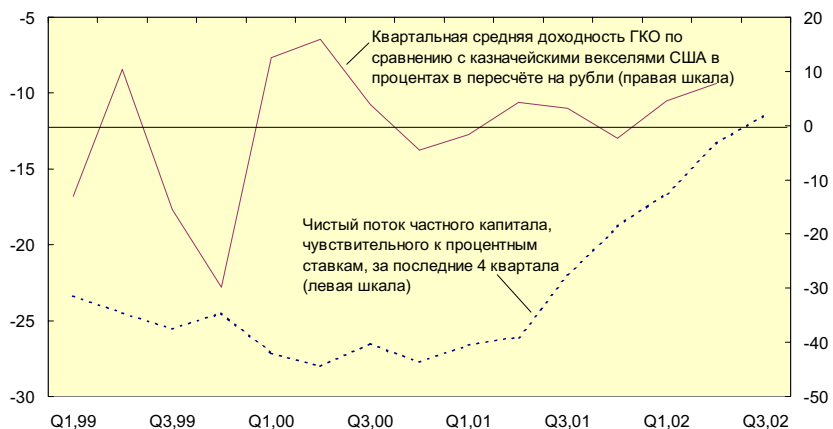
недостаточным для отражения фактического размера импорта. Подобные погрешности возможны также в других статьях счета текущих операций. Банк России, как правило, включает в свои оценки чистого оттока частного капитала ошибки и пропуски в размере 50 процентов. Очевидно, что это приводит к сокращению общей оценки чистого оттока капитала, но при этом его динамика остается практически неизменной (График 5). Подход,

фактически сократился за этот период на 13 процентов (см. График 6). С другой стороны, за то же время валовой поток прямых иностранных инвестиций индустриально развитых стран сократился примерно на 30 процентов, так что доля привлеченных Россией инвестиций фактически существенно возросла. Тем не менее, отсутствие серьезного увеличения притока инвестиций даже в условиях девальвации курса рубля и наличия устойчивого

Возможные детерминанты тенденций

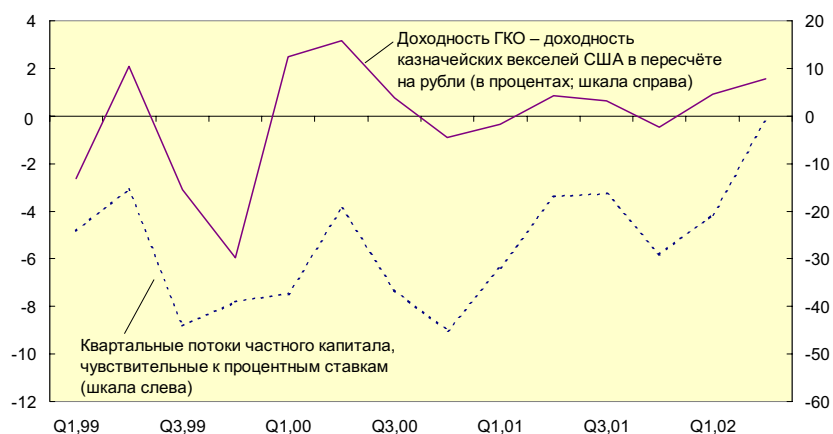
Общая динамика чистых потоков частного капитала была примерно такой же, как и динамика их основного компонента – потока капитала, чувствительного к изменениям процентных ставок. Кроме того, некоторые другие его компоненты очень невелики и (или) в них не проявляется четко выраженной тенденции. Другой основной компонент, «ошибки и пропуски», по самой своей природе с трудом поддается интерпретации и в любом случае может с большой вероятностью отражать часть того же потока капитала, который уже учтен как поток капитала, чувствительного к изменению процентных ставок. Поэтому для установления детерминант основных тенденций потока капитала в целом мы можем обратиться к чистому потоку, который обозначен как капитал, чувствительный к изменению процентных ставок. С середины 2000 г. поток капитала, чувствительного к изменению процентных ставок, характеризовался значительной положительной динамикой, несмотря на отсутствие ясного тренда внутренних реальных процентных ставок или доходности внутренних активов по сравнению с доходностью иностранных активов, измеряемой в общей валюте. По мере того, как процентные ставки за рубежом снижались, снижались и процентные ставки на внутреннем рынке, при этом курс рубля к доллару укреплялся в течение почти всего 2000 г., а с конца 2000 г. довольно устойчиво понижался. В результате доходность внутренних активов не имела четко выраженной тенденции (см. График 7).

График 7. Чистые потоки частного капитала, чувствительные к процентным ставкам, и относительная доходность ГКО и казначейских векселей США
(в млрд. долл. США и процентах в пересчёте на рубли соответственно)



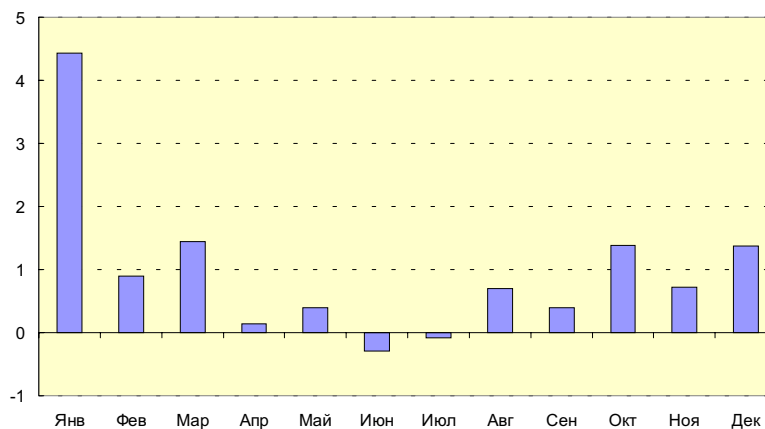
Однако **в пределах** одного года потоки капитала, чувствительного к изменениям процентных ставок, непосредственно связаны с относительной доходностью внутренних активов. Структура движения капитала в течение года указывает на явное сокращение чистого оттока и увеличение доходности внутренних активов в середине года, за которыми следует ухудшение обоих параметров приблизительно к концу года (см. График 8).

График 8. Потоки частного капитала, чувствительные к процентным ставкам, и относительная доходность ГКО и казначейских векселей США
(в млрд. долл. США и процентах соответственно)



Большинство происходящих в течение года колебаний относительной доходности внутренних активов соответствовало изменениям темпа номинального снижения курса рубля к доллару, которое имело тенденцию к ускорению в конце года и замедлению или смене направления в середине года (см. График 9).

График 9. Усредненное изменение обменного курса рубля к доллару в различные месяцы, 1999–2002
(в процентах; повышение стоимости рубля +)

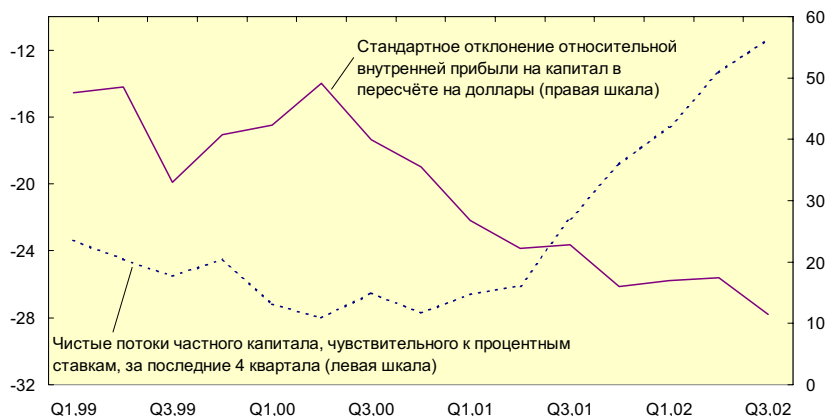


Наиболее вероятным объяснением такой динамики является регулярное увеличение государственных расходов в конце декабря, в результате чего связанная с таким увеличением ликвидность поступает на валютный рынок. Однако отток частного капитала и ослабление валютного курса в определенной степени предшествуют росту расходов; это позволяет сделать вывод о том, что агенты, особенно банки, прогнозируют именно такую динамику и готовятся ей воспользоваться. В этой степени динамика изменений валютного курса помимо сезонности, связанной с бюджетной системой, содержит постоянный элемент, превосходящий фискальную сезонность по влиянию. Поэтому предлагается вывод о том, что колебания потока частного капитала, чувствительного к изменению процентных ставок, обуславливают возникновение реализуемых ожиданий сезонных колебаний валютного курса и, следовательно, относительной доходности рублевых и валютных активов, так что направление причинно-следственной связи не является очевидным.

Хотя, как указано выше, тенденция к уменьшению чистых оттоков капитала, чувствительного к изменениям процентных ставок, **в течение** нескольких лет, слабо соотносится с доходностью

внутренних активов в целом, она демонстрирует очевидную обратную зависимость от сокращения **изменчивости** относительной доходности внутренних активов: колебания относительной доходности стали менее выраженными (по мере стабилизации валютного курса и процентных ставок) (см. График 10).

График 10. Чистые потоки частного капитала, чувствительного к процентным ставкам, и изменчивость относительной внутренней доходности
(в млрд. долл. США и процентах в пересчёте на доллары соответственно)



Тенденция к уменьшению чистых оттоков капитала, чувствительного к изменениям процентных ставок, также тесно связана с повышением кредитных рейтингов (см. График 11) и относительной доходностью собственного капитала (см. График 12). В сочетании с заключением об уменьшении изменчивости относительной доходности это позволяет сделать вывод о том, что такая тенденция отражает в первую очередь изменение оценки привлекательности российских активов с определенной номинальной доходностью, т.е. сокращение премии за риск в большей степени нежели увеличение ожидаемой доходности.

График 11. Чистые потоки частного капитала, чувствительные к процентным ставкам, и долгосрочные суверенные кредитные рейтинги
(в млрд. долл. США и рейтинговых единицах соответственно)

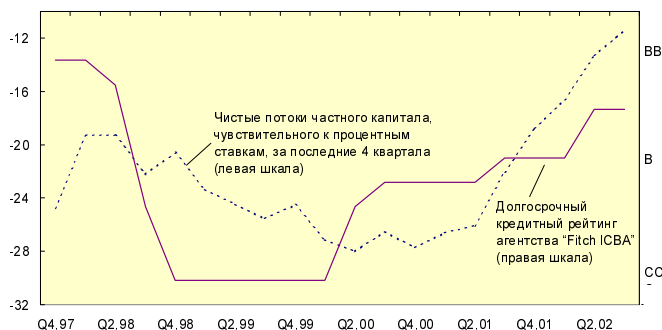


График 12. Чистые потоки частного капитала, чувствительные к процентным ставкам, и относительная доходность собственного капитала в России и США
(в млрд. долл. США и процентах в пересчёте на доллары соответственно)



Перспективы и задачи

В случае сохранения наблюдавшихся в последнее время темпов уменьшения чистого оттока частного капитала, чистый поток по-прежнему будет в целом отрицательным во втором полугодии 2002 г., однако станет положительным в какой-то момент в течение 2003 г.

Поскольку, как кажется, многие возможные причины этой тенденции сохранятся, дальнейшее уменьшение чистых оттоков частного капитала представляется вероятным, хотя не очень ясно, каким именно будет его темп.

В определенной степени это положительная тенденция. Укрепление счета операций с капиталом допускает более значительные инвестиции, при других равных условиях, способствуя росту производительности, необходимому для быстрого приведения уровня жизни в соответствие с западноевропейскими стандартами, что является одной из целей правительства. Кроме того, это признак возрастающего доверия инвесторов и укрепляющаяся стабилизация.

Вместе с тем, сохранение последних тенденций может вызвать проблемы в экономической политике. Как указано в одной из статей, подготовленной сотрудниками МВФ, потенциальная возможность неуправляемого притока капитала присуща переходному периоду⁵. Такой приток может вызвать чрезмерное укрепление реального курса, подорвать усилия, направленные на проведение сдержанной кредитно-денежной политики, и (или) сделать экономику уязвимой для изменения настроений. Эти риски обуславливают все возрастающее значение консервативной информационно открытой макроэкономической политики (особенно в налогово-бюджетной сфере), жесткого надзора за деятельностью финансового сектора и тщательного контроля за корпоративными валютными рисками. Таковы задачи, стоящие перед органами государственного управления Российской Федерации, которые становятся все более очевидными.

⁵ См: L Lipschitz, T. Lane, and A. Mourmouras, "Capital Flows to Transition Economies: Master or Servant?", IMF Working Paper WP/02/11, September 2002.