

## Александр Ивантер Капитальный контроль понарошку

Рекордный отток капитала 2022 года есть реакция российской экономики на беспрецедентный внешний шок.

Но и меры капитального контроля, введенные Центральным банком, были недостаточными, считает заместитель генерального директора ЦМАКП Олег Солнцев



Заместитель генерального директора ЦМАКП Олег Солнцев

ОЛЕГ СЕРДЕЧНИКОВ

**А**нализ экономических коллизий неординарного 2022 года пока что сделал достоянием публики единственный тезис — Россия вышла из-под санкционного шквала западной коалиции с минимальными потерями, получив к тому же предпосылки и стимулы на пути к достижению технологического суверенитета резко ускорить экономический рост. Но все же интересны подробности. Почему реакция отечественной экономики оказалась именно такой, какую мы наблюдали? Насколько адекватной была политика правительства и ЦБ? Какие уроки преподал нам первый год санкционной войны? Какие резервы экономической политики следовало бы задействовать, чтобы помочь хозяйственным игрокам работать более энергично?

Открывая обсуждение этих вопросов, мы обратились к известному экономисту, заместителю генерального директора Центра макроэкономического анализа и краткосрочного прогнозирования Олегу Солнцеву.

**— Предварительные оценки оттока капитала из России в 2022 году поражают воображение. Сначала ЦБ давал прогнозную оценку в 251 млрд долларов, затем уменьшил до 217. Но даже уменьшенная сумма превосходит прошлые пиковые значения оттока — в кризисы 2008 и 2015 годов. Что стоит за рекордным оттоком?**

— По нашим оценкам — речь идет именно об оценках, так как ЦБ не раскрывает всей необходимой для точного расчета статистики, — совокупный отток средств по каналу финансовых операций и операций с капиталом (с коррекцией на фактор ошибок и пропусков) платежного баланса за прошедший год превысил 240 миллиардов долларов.

Отток 2022 года происходил по четырем основным каналам. Первый канал — это изъятие прямых иностранных инвестиций. Понятно, что часть из них — это наши же деньги, пропущенные через офшоры, которые теперь «переехали» в другие юрисдикции. Хотя в СМИ тиражировались истории о продаже предприятий российским игрокам или менеджменту за один доллар, львиная доля сделок сопровождалась значимыми выплатами. Объем совокупного годового оттока по этому каналу мог составить, оценочно, до 60 миллиардов долларов.

**— И этим деньгам дали уйти?**

— Да, на эти деньги, в отличие от портфельных инвестиций в ценные бумаги из недружественных стран, меры капитального контроля не распространялись.

Второй канал оттока капитала — это торговые кредиты и авансы. Мало того, что с началом санкционной войны мы получили проблемы с прохождением платежей по экспорту и импорту, — изменилась модель внешнеторгового финансирования. Если раньше мы импортировали, как правило, без предоплаты, то теперь львиная доля импорта авансируется. Если раньше мы активно привлекали под экспорт кредиты у иностранных банков, то сейчас, во всяком случае в недружественных странах, мы лишились такой возможности и кредитую экспорт самостоятельно. Более того, наши новые партнеры в плане расчетов за экспорт ведут себя куда менее аккуратно, чем прежние. В результате всех этих изменений прирост оттока капитала по каналу торговых кредитов и авансов по прошлому году составил порядка 60 миллиардов долларов.

Третий канал утечки капитала связан уже с операциями физических лиц.

**— Вы имеете в виду прирост валютных депозитов в зарубежных банках и наличную валюту, вывезенную из России?**

— Именно так. Но валюта не обязательно вывезенная. Положительное сальдо покупок и продаж наличной валюты населением в России за год в статистике платежного баланса целиком трактуется как отток капитала. По экономическому

смыслу любое приобретение наличных долларов, евро или юаней за рубли — это такое же кредитование нерезидентов, как открытие депозита в иностранном банке.

Уточненная свежая статистика ЦБ позволяет судить о том, что прирост остатков наличной валюты на руках у населения за прошлый год составил 19 миллиардов долларов (против 13 миллиардов в пандемийный 2020 год), а прирост частных депозитов за рубежом достиг 34 млрд долларов. Таким образом, в сумме по этому каналу отток капитала составил 53 миллиарда долларов.

И наконец, четвертый канал связан с увеличением иностранных активов российских банков. Детали этих операций прояснить трудно, так как балансы банков с началом СВО перестали быть доступны, закрыта и сводная статистика банковского сектора.

**— Непонятно, как физически осуществлялись эти операции в условиях, когда вся верхушка нашего банковского сектора оказалась под санкциями.**

— Тут надо разбираться. Во-первых, не вся верхушка, не сразу и не полностью оказалась блокирована. Кто-то был отключен от SWIFT, но не подпал под блокирующие санкции минфина США. Санкции Великобритании, ЕС или, скажем, Австралии имеют свою специфику. Даже у заблокированных банков был грейс-период на урегулирование расчетов. Наконец, до сих пор три банка из числа тринадцати системообразующих, не хочу их называть, они, в принципе, известны, остаются в системе SWIFT и не подпали под блокирующие санкции. Во-вторых, есть обширный второй эшелон российских банков, сохранивших возможность расчетов с нерезидентами в валютах недружественных стран. Так или иначе, иностранные активы российских банков после начала санкционной войны значимо увеличились, причем и в дружественных, и, полагаю, даже в недружественных юрисдикциях. В целом отток капиталов в форме увеличения зарубежных активов банков в 2022 году мы оцениваем примерно в 30 миллиардов долларов.

**— В западной деловой прессе эти банковские активы именуются теневыми резервами России. Похоже, скоро на эти активы, как и на схемы их формирования, развернется большая охота. А вот потенциальный пятый канал оттока оказался перекрыт. Я имею в виду сброс нерезидентами портфельных вложений в российские ценные бумаги — акции, облигации, включая ОФЗ. Репатриацию средств от этих продаж блокировал ЦБ, рубли зависли на специальных счетах типа С в российских банках.**

— Все верно. С одной оговоркой: конвертация и репатриация портфельных инвестиций резидентов дружественных стран не блокировалась. Кроме того, часть крупных российских компаний с международным охватом бизнеса продолжает, испрашивая каждый раз разрешения специальной правительственной комиссии, выплачивать доходы по облигациям и обслуживать кредиты в пользу нерезидентов.

### Фобия крепкого рубля

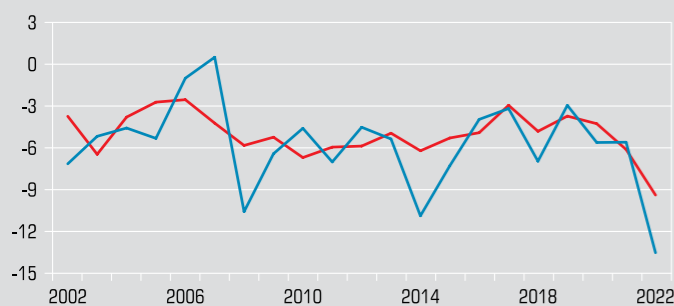
**— Если содержательно оценить все перечисленные каналы оттока капитала, то я не вижу никакого криминала. В каждом случае речь, так или иначе, идет о естественной защитной реакции экономики на жесткий внешний шок. Вы согласны с такой трактовкой?**

— В целом согласен. Но есть важный нюанс. Помимо перечисленных явлений, определивших аномально высокую величину оттока капитала прошлого года, никуда не делся трендовый процесс вывоза капитала российским нефинансовым сектором, предприятиями. Если посмотреть, сколько разместили капиталов и выплатили инвестиционных доходов российские компании в адрес зарубежных партнеров и сколько привлекли и получили от них, на протяжении всех постсоветских лет мы



Чистый отток частного капитала из России в 2022 году оказался максимальным за последние 20 лет

График 1



■ Отток капитала, всего ■ В том числе из сектора нефинансовых предприятий

Источник: расчеты ЦМАКП по данным Банка России и Росстата

имеем стабильную чистую утечку за рубеж в размере пяти-семи процентов ВВП ежегодно.

— *Речь идет о выведении прибыли из домашней юрисдикции за рубеж? В какой форме это обычно происходит?*

— Схемы и инструменты могут быть разные, например оставление средств, полученных от экспорта, на счетах за рубежом, вложения в контролируемые иностранные компании. Большая часть этих вложений возвращается потом обратно в Россию под видом иностранных инвестиций, но значительная часть все-таки покидает страну навсегда. Большое разочарование 2022 года состоит в том, что даже в условиях развернувшегося острейшего противостояния с Западом много капиталов по-прежнему уходят туда из России.

— *А разве эту утечку нельзя перекрыть мерами капитального контроля?*

— Сохраняя внешнюю конвертируемость рубля по капитальным операциям — а это один из столпов либеральной политики наших ЦБ и Минфина, — полностью перекрыть эту утечку нельзя. Но серьезно ограничить можно.

— *Главу ЦБ Эльвиру Набиуллину часто хвалят за то, что весной прошлого года она своевременно внедрила меры валютного контроля в отношении трансграничных операций физических лиц и расчетов экспортеров. Получается, это были половинчатые меры? Вывоз капитала из реального сектора экономики вообще не был затронут какими-то ограничениями?*

— Практически не был затронут. И введенные в начале ограничения очень быстро и вполне сознательно были ослаблены. Капиталам разрешали утекать.

— *Как же так? Почему?*

— Чтобы справиться с проблемой колоссального переукрепления рубля, которая сформировалась у нас в середине года. Заодно отменили требование обязательной продажи и полной репатриации экспортной выручки. Эти решения были чисто ситуационными. Решая тактическую задачу, почти упустили возможность мобилизовать потенциальный резерв для инвестиций. Ведь именно эта утечка составляет значительную часть разрыва между сбережениями и инвестициями, которая не позволяет нам серьезно повысить темпы экономического роста.

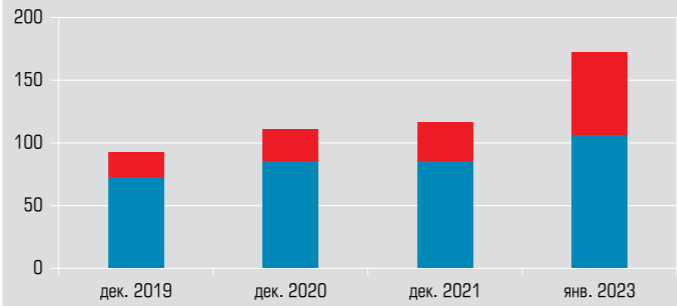
— *Кому мешал сильный, в вашей трактовке переукрепленный, рубль?*

— Мешал много кому. Бюджету, конечно. Но не только. Проведенные прошлым летом в ЦМАКП расчеты показывали, что значительная часть секторов нашего реального сектора при курсе в районе 50 вылетали в убыточность.

— *Но ведь существовала радикальная альтернатива в решении проблемы ситуативно тяжелого рубля. Я имею в*

В 2022 году значительно вырос отток капитала по каналу операций физических лиц

График 2



■ Наличная иностранная валюта ■ Депозиты в банках-нерезидентах в иностранной валюте

Источник: расчеты «Эксперта» по данным Банка России

*виду отказ от рыночной модели формирования курса нашей национальной валюты, переход к режиму управляемого плавления, которого, кстати, придерживается Китай. И это, заметим, никак не помешало бы введению более жесткого контроля за капитальными операциями нефинансовых компаний. Такие решения хотя бы обсуждались?*

— Я не могу гарантировать, что таких обсуждений не было. Могу лишь сказать, что мне о них ничего не известно. С моей точки зрения, капитальный контроль в прошлом году действительно был очень выборочным и не распространялся на значительные классы операций, которые, по-хорошему, желательно было бы максимально административно ограничить, раз уж нам не удается дестимулировать их экономическими методами. Но даже в этот шоковый год развернувшейся экономической войны с Западом этого сделано не было.

— *О каких конкретно типах операций вы говорите?*

— Репатриация экспортной выручки, покупка зарубежных ценных бумаг.

**Рекордный профицит в прошлом**

— *Как будет складываться наш платежный баланс в 2023 году?*

— И торговый, и баланс по текущим операциям будут сжиматься. Собственно, мы это наблюдаем уже с третьего квартала прошлого года, когда началось интенсивное восстановление импорта на фоне стабилизации, а потом и снижения цен нашей экспортной номенклатуры. Очевидно, что прошлогодний углеводородный экспорт в размере 384 миллиардов долларов надолго станет рекордным, его повторения или обновления ждать не следует. Базовый сценарий прогноза ЦМАКП дает оценку положительного сальдо торгового баланса в 2023 году в размере 150 млрд долларов.

— *Это более чем вдвое меньше, чем в 2022 году, когда внешнеторговый профицит превысил 300 миллиардов долларов?*

— Да, и хуже 2021 года, тогда сальдо было около 200 миллиардов. И даже чуть хуже допандемийного 2019-го, когда профицит торговли составлял 165 миллиардов. Сальдо вернется к отметкам 2015 года. Но с одной важной оговоркой: если нас не ждет новый внешнеэкономический шок, связанный с глобальным финансовым кризисом, вероятность которого, несмотря на активные действия регуляторов по обе стороны океана, остается ненулевой.

— *А как будет развиваться ситуация с движением капитала?*

— Интенсивность оттока по всем четырем каналам аномального роста в 2022 году, разобранным нами выше, должна

снизиться. Мегаотток прошлого года сменится константным оттоком по линии нефинансовых компаний — не похоже, что кто-то собирается всерьез его ограничивать.

— *Какие конкретно можно предложить инструменты такого ограничения, если принципиальное решение все же будет принято?*

— Мы предлагаем некоторую разновидность «чилийского налога».

Дополнение действующих мер капитального контроля требованием обязательного депонирования на специальном инвестиционном счете в ВЭБ.РФ части (10–15 процентов) средств российских компаний, направляемых для размещения в зарубежных финансовых активах или относящихся к нерепатрируемой экспортной выручке.

Компания — держатель счета имеет право дать ВЭБ.РФ поручение разместить задепонированные средства в проектные облигации проектных компаний, осуществляющих закупку не имеющего российских аналогов импортного оборудования для реализации инвестиционных проектов в России. При этом

Ключевая ставка ЦБ боль-

ше реагирует на инфля-

цию, чем поддерживает

экономический рост, осо-

бенно в момент шоков

на сумму основного долга по данным проектным облигациям предоставляется госгарантия или гарантия от ВЭБ.РФ.

При репатриации компанией-держателем экспортной выручки либо ранее размещенных в зарубежные финансовые активы средств задепонированные средства вместе с причитающимся доходом возвращаются ей.

Отбором, «упаковкой» соответствующих инвестиционных проектов в проектные компании может заниматься Фабрика проектного финансирования ВЭБ.РФ в координации с МЭР. Держатель счета также имеет право разместить средства в облигации самой Фабрики проектного финансирования. Как и в случае с другими проектами фабрики МЭР может принимать решение о предоставлении определенным проектам (например, связанным с налаживанием отечественного производства «выпадающей» импортной продукции) бюджетной субсидии.

Перенаправление ранее выводившихся из страны капиталов на финансирование инвестиционного импорта расширит

объем внутренних инвестиций, причем без формирования давления на курс рубля и инфляцию.

— *Какой будет траектория курса рубля в 2023 году?*

— Я не люблю давать каких-то количественных прогнозов по курсу. Могу сказать лишь, что в отсутствие новых сильных внешних шоков мы будем иметь довольно спокойную динамику курса. В первом полугодии вероятно некоторое укрепление рубля — вполне реально проседание доллара ниже 70 рублей, опять же если не будет глобального финансового кризиса. Затем мы некоторое время будем сидеть на плато, с небольшими колебаниями вверх-вниз, а ближе к концу года вероятно ослабление рубля, примерно в меру инфляции или даже чуть быстрее. Тем не менее даже к концу 2023 года рубль будет все еще оставаться переукрепленным, если брать за точку отсчета или некую норму уровень 2021 года. Возврата реального курса рубля к этому уровню мы ожидаем только к 2025 году.

— *К тому времени радикально изменятся — уже быстро меняются — структура экономики и система ее взаимосвязей. Значительное количество избыточно ориентиро-*

*ванных на экспорт отраслей будут вынуждены развернуться на внутренний рынок, их зависимость от импорта тоже радикально снизится. В результате чувствительность экономики к уровню реального курса рубля будет значительно меньше, чем в довоенной реальности, и мы сможем позволить себе гораздо более тяжелый рубль.*

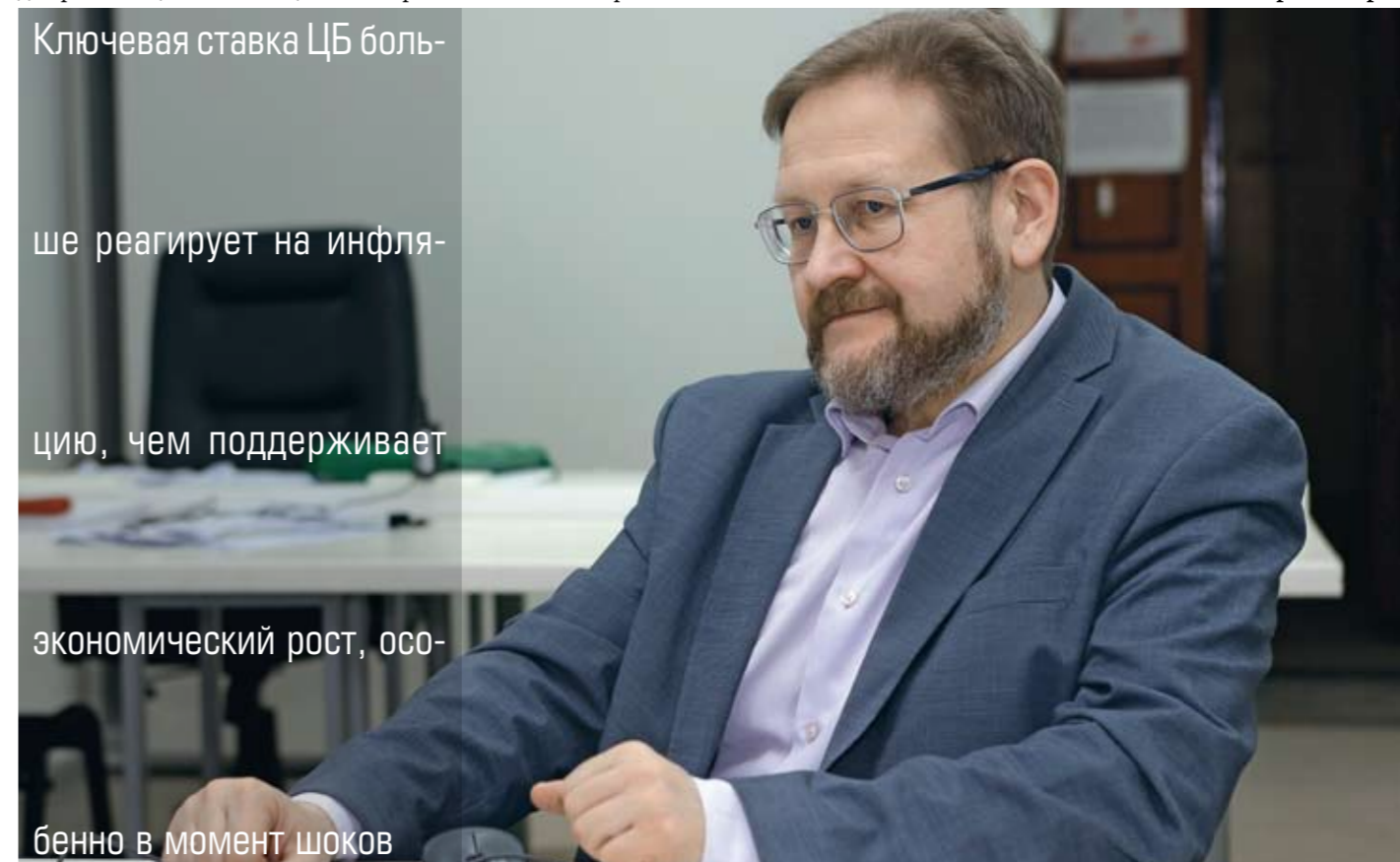
— Но тогда нашим производителям придется жестко конкурировать с импортом на внутреннем рынке.

— *Всегда можно отрегулировать остроту этой конкуренции импортными пошлинами.*

— Да, но это уже политическое решение.

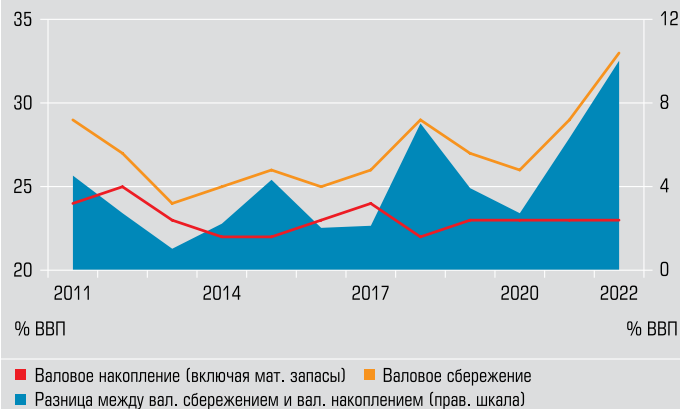
**Банк России: «зачет» по тактике, «неуд» по стратегии**

— *Не вижу никаких проблем, чтобы начать более активно пользоваться инструментом пошлин. Но мы ушли немного в сторону. Раз платежный баланс в 2023 году будет гораздо*



Отток капитала обусловил рекордную разницу между валовым сбережением и валовым накоплением

График 3



Источник: расчеты ЦМАКП по данным Росстата

Несмотря на коррекцию ноября 2022 — февраля 2023, рубль остается переукрепленным по отношению к допандемийному уровню

График 4



индекс реального курса рубля, средний уровень 2018–2019 гг. = 100

Источник: расчеты ЦМАКП по данным Банка России

скромнее прошлогоднего, то более значимую роль в поддержании экономического роста должна сыграть денежно-кредитная политика. Как вы оцениваете решения, политику Центробанка в ходе пандемийного и санкционного кризисов?

— Начиная с пандемийного кризиса 2020 года, позитива в действиях ЦБ было существенно больше, чем неудачных либо спорных решений. Правильным решением было энергичное снижение ключевой ставки весной 2020 года, что дало благоприятный эффект для экономики, посаженной на жесткий локдаун. Вкупе с программами льготного кредитования от правительства это поддержало кредитный рынок, а через него инвестиции и конечный спрос в целом. В 2022 году, после резкого подъема ключевой ставки в конце февраля — это решение я как раз оцениваю неоднозначно, — ставка тоже достаточно оперативно и интенсивно была снижена. И это надо записать в актив ЦБ.

Второй позитивный момент — оперативное и широкое применение регулятивных послаблений и в 2020, и в 2022 годах, касающихся как оценки банками качества ссуд, так и правил переоценки ценных бумаг в портфеле банков. Эти решения поддержали банковский сектор и позволили избежать сжатия кредитного рынка. И еще удалось сохранить позитивную динамику цен на недвижимость, что сыграло свою роль в купировании кризисных процессов. Ведь недвижимость выступает в качестве объекта залога, и ее резкое обесценение могло повлечь за собой череду дефолтов и спровоцировать полномасштабный банковский кризис.

— Вот только ценовая доступность жилья, тем более на фоне кризисного снижения доходов населения, заметно снизилась.

— Так нельзя говорить. В кризисной ситуации занятость для домохозяйств ничуть не менее важный вопрос, чем возможность купить квартиру. И потом, для ипотечников, кто пользовался программами льготной ипотеки, недвижимость, напротив, стала доступнее.

— А для бескредитных покупателей доступность снизилась. У нас традиционно банковский сектор важнее, чем люди.

— В условиях кризиса не бывает такого, что все довольны. Кто-то несет больше издержек, кто-то меньше. Важно, чтобы в целом система не сорвалась в штопор, сохранила управляемость. А если в момент турбулентности кого-то из пассажиров, извиняюсь, стошнило, ну можно потерпеть. Зато все приземлились, остались живы.

— Еще плюсы в политике Центробанка в минувшем году можете отметить?

— Обязательно надо сказать о валютном контроле. Тут у меня смешанная оценка. Хорошо, что элементы валютного контроля были введены оперативно в марте прошлого года. Плохо, что ограничения слабо коснулись вывоза капитала нефинансовыми компаниями, достаточно быстро они были практически целиком свернуты.

— А фундаментальные проблемы в политике ЦБ вы прослеживаете?

— Из системных недостатков нельзя не сказать о том, что функция нашей ключевой ставки такова, что она больше реагирует на инфляцию, чем на мотив поддержания экономического роста, особенно в момент шоков.

— Более того, Набиуллина не раз обнародовала долгосрочный ориентир ключевой ставки в реальном, то есть очищенном от инфляции, выражении — один-два процента годовых. Причем это значение ЦБ считает нейтральным, некоей долгосрочной нормой. В этой формуле переменная экономического роста вообще никак не участвует. Разве это не странно?

— Такой подход вместе с абсолютной гибкостью валютного курса является неотъемлемой частью концепции таргетирования инфляции, которую ЦБ принял на вооружение осенью 2014 года. В результате мы имеем хроническую проблему избыточно дорогих заемных ресурсов в экономике.

— Не пришло ли время отказаться от режима таргетирования инфляции? Восемь лет назад мы поддались глобальной моде на таргетирование, в результате получили очень грубый инструмент управления таким сложным явлением, как ценовая динамика, да еще сопряженный с неприятным побочным эффектом в виде неподъемно дорогих денег.

— Согласен, что режим таргетирования инфляции в его классическом изводе не является оптимальным. В то же время он и не самый плохой. А его модификации могут быть вполне эффективными. Например, в Норвегии практикуется гибкое инфляционное таргетирование, когда в явном виде прописана формула определения ключевой ставки, где наряду с инфляцией присутствует вторая переменная — экономический рост. В некоторых странах практикуется также гибридное таргетирование, когда принимаются во внимание не только денежное предложение, но и валютный курс, либо цены на активы, либо уровень долгосрочных процентных ставок. Все это важнейшие условия, определяющие инвестиционную активность экономики. И все они, очевидно, относятся к сфере компетенции Центрального банка. Я считаю, что этот опыт должен быть крайне внимательно рассмотрен и воспринят нашим регулятором. ■