

## **Тезис 9. Об оттоке капитала**

Хотя отток капитала в условиях значительного экономического шока является объяснимым явлением, его объёмы (13,5% к ВВП) представляются аномальными на фоне введенных ограничений и блокирующих санкций в отношении отечественных финансовых организаций, нефинансовых предприятий и физических лиц и принятых в ответ Банком России мер капитального контроля. Следовательно, решение проблемы оттока капитала может иметь исключительную значимость с точки зрения поиска источника инвестиционных средств, необходимых для модернизации экономики.

По итогам 2022 г. совокупный отток средств по каналу финансовых операций и операций с капиталом платежного баланса также достиг рекордной величины – 243 млрд долл., превысив показатели 2014 г. (165 млрд долл.) и 2008 г. (143 млрд долл.).<sup>1</sup>

Существенные объёмы оттока капитала в прошлом году наблюдаются по следующим каналам.

Во-первых, значимый вклад внесли изъятия прямых иностранных инвестиций. Отчасти, это связано с «переездом» средств в другие юрисдикции, в том числе, в рамках сделок по приобретению бывших российских активов, принадлежавших иностранным компаниям. Объем оттока по этому каналу составил порядка 40 млрд долл.

Во-вторых, отток капитала по каналу торговых кредитов и авансов составил 66 млрд долл. Увеличение объёмов оттока относительно 2021 г. (на 54 млрд долл.) определялось, преимущественно, изменением модели внешнеторгового финансирования: большая доля импорта стала

---

<sup>1</sup> Высокое положительное сальдо финансового счета платежного баланса определялось как чистым сокращением принятых обязательств (-131 млрд долл.), так и чистым приобретением иностранных активов (-106 млрд долл.).

авансироваться, а кредитование экспорта в значительной степени перешло от иностранных банков к отечественным организациям.

В-третьих, совокупный отток капитала в результате операций, совершённых физическими лицами, составил порядка 47 млрд долл. за счёт прироста частных депозитов в зарубежных банках (33 млрд долл.) и увеличения остатков наличной валюты у населения (14 млрд долл.).

В-четвёртых, на погашение ссуд и займов со стороны отечественных банков и нефинансовых предприятий было направлено порядка 62 млрд долл.

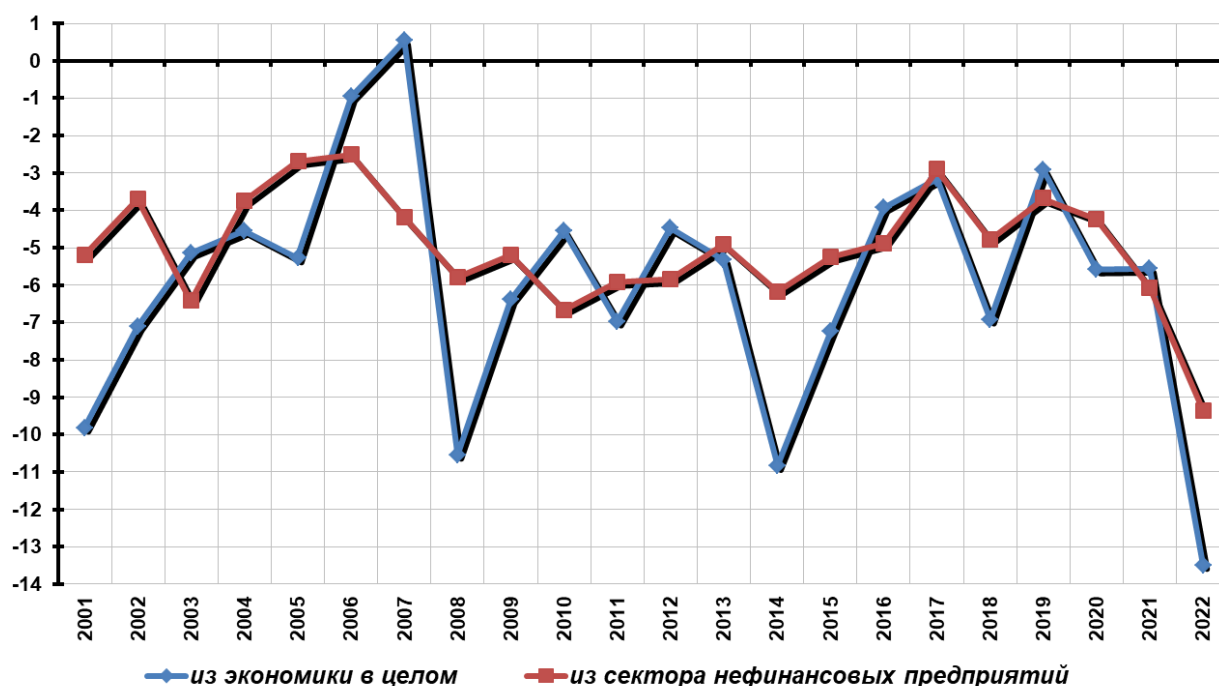
Важно отметить, что отток по обозначенным каналам, преимущественно, был следствием адаптации экономических агентов к шоку и, следовательно, имеет временный характер, определяемый чрезвычайностью ситуации. Следует ожидать замедление такого оттока по мере приспособления к новым экономическим условиям. Видно, что уже в текущем году его интенсивность существенно снизилась по всем каналам аномального роста: совокупный отток за январь-июнь 2023 г. составил 27 млрд.

Хотя отток капитала в прошлом году был весьма масштабным, меры капитального контроля (в частности, введение обязательной продажи экспортной выручки, разрешительный порядок осуществления инвестиций за рубеж, запрет на покупку наличной валюты и др.) оказали существенное сдерживающее воздействие в марте-апреле 2022 г. Однако уже в середине прошлого года под влиянием притока средств от чистого экспорта и переукрепления рубля монетарные власти существенно ослабили принятые ранее меры и отменили такие наиболее важные из них, как обязательная продажа валютной выручки и требования о её репатриации.

Сейчас, в 2023 г., ситуация с избыточным притоком валюты прекратилась. Соответственно, при необходимости это делает возможным возвращение мер капитального контроля. Данная необходимость существует и определяется проблемой масштабного оттока капитала из сектора

нефинансовых предприятий, который носит хронический характер и является основным фактором недоинвестирования российской экономики.

На исторических данных за 2001-2022 гг. видно, что чистый отток капитала из реального сектора следует рассматривать в качестве постоянного, трендового процесса, протекающего как в условиях шока платежного баланса, так и в ситуации спокойной внешнеэкономической конъюнктуры (Рисунок 1). Совокупный объём размещенных капиталов российскими компаниями, выплаченных инвестиционных доходов в адрес иностранных партнеров, и также привлечённых средств за рубежом в среднем за несколько постсоветских десятилетий составляет 5-7% ВВП ежегодно.

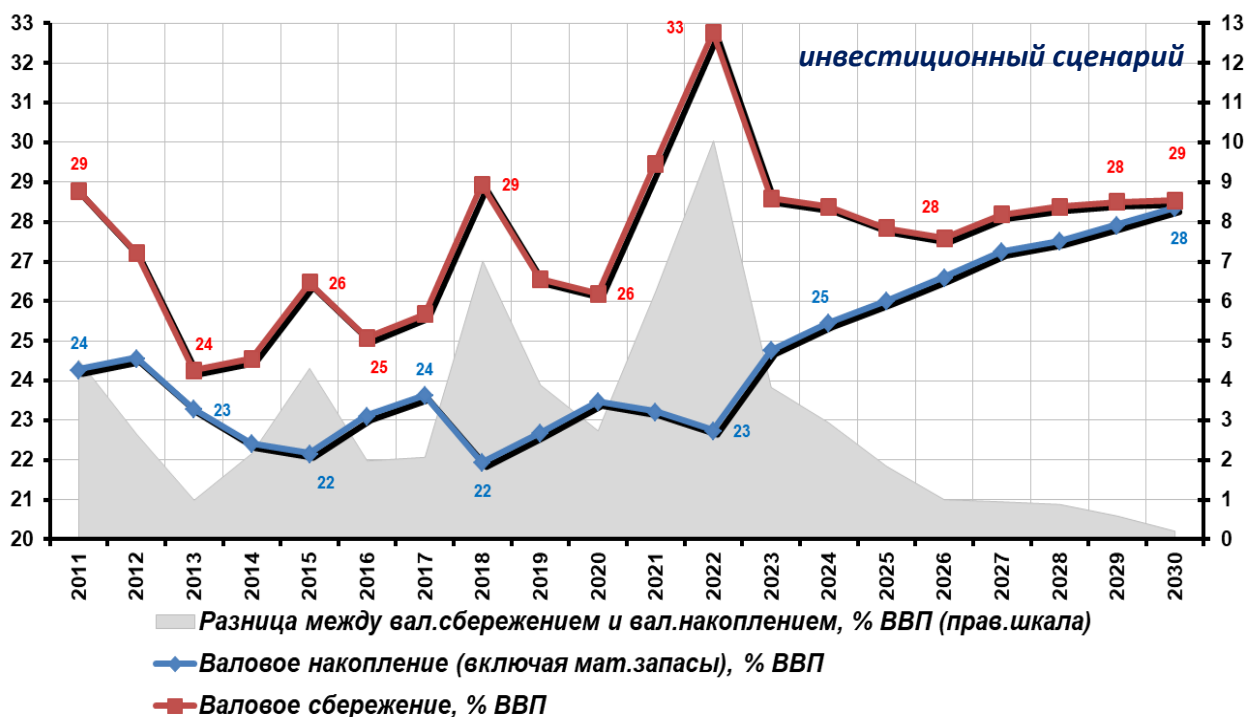


Источник: Рассчитано авторами по данным Банка России

Рисунок 1. Чистый отток капитала с учетом сальдо инвестиционных доходов в 2001-2022 гг., в % ВВП («+» – чистый приток, «-» – чистый отток)

При этом в России наблюдается хронический разрыв между величиной валовых национальных сбережений и внутренних инвестиций, заметно возросший в прошедшем году (Рисунок 2). Трендовый процесс вывоза капитала российскими нефинансовыми предприятиями определяет значительную часть разрыва между сбережениями и инвестициями, который,

в свою очередь, препятствует наращиванию темпов экономического роста, повышения конкурентоспособности и модернизации российской экономики. Следовательно, повышение валового накопления в принципе невозможно без существенного изменения финансового поведения компаний реального сектора.



Источник: Рассчитано авторами по данным Банка России

Рисунок 2. Валовое национальное сбережение и накопление в 2011-2022 гг. и в инвестиционном сценарии развития до 2030 г., в % ВВП

Изменение этого поведения может потребовать сочетания как мер стимулирующего характера (повышения привлекательности внутренних инвестиций), так и ограничительного характера (капитальный контроль).

В качестве возможных предложений по решению обозначенной проблемы следует выделить инструменты, применимые для трансформации оттока капитала и увеличения внутренних инвестиций в краткосрочной перспективе, а также меры, которые при условии последовательной и комплексной реализации окажут влияние на долгосрочном горизонте.

### Рекомендации для политики в краткосрочном периоде

В целях краткосрочного воздействия на ситуацию и препятствия оттоку капитала из нефинансового сектора предлагается внедрить специальный инструментарий. Его суть сводится к общему усилению мер капитального контроля при одновременном создании послаблений для тех, кто осуществляет целевые инвестиции внутри страны. Предлагаемая схема может выглядеть следующим образом:

- обязательное депонирование на специальном инвестиционном счете в ВЭБ.РФ части (10-15%) средств российских компаний, направляемых для размещения в зарубежных финансовых активах, или относящихся к нерепатрируемой экспортной выручке;
- компания-держатель счета имеет право дать поручение ВЭБ.РФ разместить задепонированные средства в проектные облигации проектных компаний, осуществляющих закупку не имеющего российских аналогов импортного оборудования для реализации инвестиционных проектов в России (при этом 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 и «упаковкой» соответствующих инвестиционных проектов в проектные компании занимается Фабрика проектного финансирования ВЭБ.РФ в координации с МЭР;
- держатель счета также имеет право разместить средства в облигации самой Фабрики проектного финансирования (СОПФ ФПФ ВЭБ);
- также как и в случае с другими проектами Фабрики проектного финансирования, 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 – причём без формирования давления на курс рубля и инфляцию.

Краткосрочные меры, хотя и дадут ощутимый эффект, однако они не способствуют выправлению ситуации в длительной перспективе, то есть сохранение достигнутых результатов в отсутствии вводимых ограничений.

Для этого необходимо проведение долгосрочной работы по решению проблемы оттока капитала, нацеленной на институциональные изменения (в части институтов наследования, корпоративного управления, работа с социокультурными "архетипами" и др.), обеспечивающие формирование долгосрочных мотиваций у собственников компаний и участников финансовых рынков, также на формирование у бизнеса во взаимодействии с государством системных представлений о "точках" роста.

Необходим комплексный подход к "инжинирингу финансовой системы", который предполагает расшивку "узких мест", препятствующих трансформации капиталов по срокам и эффективному управлению рисками:

- Для трансформации ресурсов множества мелких частных инвесторов, готовых вкладываться в рискованные инструменты только на короткие сроки, в долгосрочные вложения с высоким уровнем риска (и высоким потенциальным выигрышем) может быть внедрен институт «системообразующих» крупных фондов прямых инвестиций, создаваемых крупнейшими корпоративными стратегическими инвесторами.
- Для удовлетворения потребности в долгосрочном финансировании компаний с низким уровнем инвестиционных рисков целесообразно развитие (при помощи института крупных банков-маркетмейкеров) емкого и ликвидного внутреннего рынка синдицированного кредитования. Такая мера обусловит снижение ставок по долгосрочным кредитам таким компаниям до уровня ставок по облигациям и, таким образом, обеспечит им приемлемый уровень долговой нагрузки.
- Для удовлетворения потребности компаний и проектов с низким уровнем инвестиционных рисков, высокой общественной отдачей, но с длительными сроками окупаемости (в т. ч. в инфраструктурных отраслях) целесообразно проводить эмиссию долгосрочных корпоративных облигаций с одновременным выставлением

государственными институтами развития публичных оферт на выкуп таких облигаций в определенные периоды по фиксированной цене.

- Для компенсации возросших хозяйственных и финансовых рисков императивом является ускоренное развитие национальных страховых институтов.

Предлагаемые изменения обеспечат стабильное уменьшение по сравнению с текущим уровнем чистого оттока капитала из нефинансового сектора на величину 3% ВВП – достаточный показатель для того, чтобы обеспечить в перспективе повышение валового накопления (включая материальные запасы) до 27-28% ВВП.

*Материал подготовили:*

*Эксперт Аблаев Э.Ю.*

*Руководитель направления Солнцев О.Г.*