

Проблемы доходности внешнего сектора экономики России¹

Н.П. ДЕМЕНТЬЕВ, доктор физико-математических наук, Институт экономики и организации промышленного производства СО РАН, Новосибирск.
E-mail: dement@ieie.nsc.ru

В статье дается количественная оценка финансовых потерь России, связанных с невыгодной структурой ее международной инвестиционной позиции и нелегальным вывозом капитала. Показывается, что в последнее десятилетие средняя доходность внешних финансовых активов более чем в два раза ниже, чем иностранных активов в России. Особое внимание уделяется низкой доходности международных резервов России.

Ключевые слова: платежный баланс, международная инвестиционная позиция, международные резервы, доходы от инвестиций, доходность, дефицит, переоценка активов, бегство капитала

На протяжении последних двух десятилетий российский экспорт товаров ежегодно намного превышал импорт. За 2003–2012 гг., например, профицит внешнеторгового баланса составил внушительную сумму в 1347 млрд долл., что равно 11% номинального ВВП России за это десятилетие (12276 млрд долл.). Это, казалось бы, должно было привести к значительному росту задолженности остального мира перед Россией. Однако чистая международная инвестиционная позиция нашей страны² выросла за указанное десятилетие лишь на 116 млрд долл. Возникает вопрос, почему ее прирост оказался столь незначительным по отношению к профициту внешнеторгового баланса. Главная причина – низкая доходность российских внешних финансовых активов. В среднем она более чем в два раза уступала доходности иностранных инвестиций в российскую экономику. Практически нулевую доходность имеют в последние годы громадные валютные резервы России, ее уровень не компенсирует даже инфляционное обесценение доллара. Как результат, баланс доходов от инвестиций сводился Россией с дефицитом, на покрытие которого шло около

¹ Статья содержит результаты исследований в Институте экономики и ОПП СО РАН (Программа IX.84.1. Экономика как вероятностная система: статистические и теоретические исследования, прикладные выводы).

² Определяется как разность между внешними финансовыми активами и обязательствами страны. Для остального мира эта величина означает его чистые финансовые обязательства перед Россией.

половины профицита внешнеторгового баланса. Важными, но менее значимыми причинами низкого роста чистой международной инвестиционной позиции России были также нелегальный вывоз капитала из России (или «сомнительные операции», по терминологии Банка России), высокие расходы россиян на зарубежные поездки, отрицательный баланс по оплате труда. Ниже проводится более подробный анализ, в котором особое внимание уделяется оценке финансовых потерь России, связанных с поддержанием ее валютных резервов на нынешнем уровне.

В статье использовались большей частью статистические материалы Банка России по внешнему сектору экономики³ и Бюро экономического анализа (США)⁴. На их основе составлены все таблицы. Далее в статье ссылки на эти источники не делаются.

Дефицит баланса доходов от инвестиций

Положение Российской Федерации на мировом финансовом рынке достаточно полно характеризуют периодически публикуемые Банком России две таблицы – платежный баланс страны (табл. 1) и ее международная инвестиционная позиция (табл. 2) (перечень ее внешних финансовых активов и обязательств). Балансирующей строкой является чистая международная инвестиционная позиция страны. Наряду с долговыми обязательствами международная инвестиционная позиция включает и недолговые финансовые обязательства, что отличает ее от таблиц внешнего долга. К долговым обязательствам не относятся статьи, связанные с участием в капитале (корпоративные акции, например), паи/акции инвестиционных фондов, а также финансовые производные инструменты и прочие условные обязательства. Сумма всех внешних финансовых обязательств России существенно превышает ее внешний долг. На начало 2013 г., к примеру, обе величины составляли соответственно 1219,8 и 645,1 млрд долл. (см. табл. 2). Международная инвестиционная позиция дает более полное представление о состоянии страны на мировом финансовом рынке по сравнению со статистикой внешнего долга, а динамика ее основных показателей более тесно связана с платежным балансом.

³ ЦБРФ. Статистика внешнего сектора. URL: <http://www.cbr.ru/statistics/?Prtid=svs> (дата обращения: 08.10.2014).

⁴ Bureau of Economic Analysis (U. S. Department of Commerce). U. S. Economic Accounts. URL: <http://www.bea.gov> (дата обращения: 08.10.2014).

Таблица 1. Платежные балансы Российской Федерации за 2003–2012 гг., млрд долл.

Показатель	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Счет текущих операций	35,4	59,5	84,4	92,3	72,2	103,9	50,4	67,5	97,3	72,0
Товары (сальдо)	59,9	85,8	116,2	134,3	123,4	177,6	113,2	147,0	196,9	192,3
Экспорт	135,9	183,2	240,0	297,5	346,5	466,3	297,2	392,7	515,4	528,0
Импорт	76,1	97,4	123,8	163,2	223,1	288,7	183,9	245,7	318,6	335,7
Услуги (сальдо)	-10,9	-12,7	-11,7	-10,6	-16,7	-20,4	-17,6	-26,1	-33,5	-46,5
Экспорт	16,2	20,6	28,8	35,7	43,9	57,1	45,8	49,2	58,0	62,3
Импорт	27,1	33,3	40,5	46,3	60,6	77,6	63,4	75,3	91,5	108,8
Первичные доходы	-13,2	-12,8	-18,5	-28,8	-28,8	-46,5	-39,7	-47,1	-60,4	-67,7
Оплата труда (сальдо)	-0,1	-0,3	-1,1	-4,2	-7,3	-14,4	-8,9	-8,5	-9,5	-11,8
К получению	0,8	1,2	1,8	1,9	2,6	3,8	3,3	3,6	3,9	3,9
К выплате	1,0	1,5	2,9	6,1	9,9	18,1	12,2	12,1	13,4	15,7
Доходы от инвестиций (сальдо)	-13,0	-12,5	-17,4	-24,6	-21,5	-32,1	-31,0	-38,7	-51,0	-56,8
К получению	10,2	10,8	15,7	27,9	43,0	58,0	29,9	34,3	38,6	42,8
К выплате	23,3	23,3	33,1	52,5	64,5	90,2	60,9	73,0	89,7	99,6
Рента (сальдо)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2	1,0
Вторичные доходы (сальдо)	-0,4	-0,8	-1,6	-2,6	-5,7	-6,8	-5,5	-6,3	-5,7	-6,1
Счет операций с капиталом	-1,0	-1,6	-12,4	0,3	-10,6	-0,1	-12,5	-0,0	0,1	-5,2
Приобретение непродовственных нефинансовых активов	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,1	-0,3	-0,2	0,0	0,0	-0,4
Капитальные трансферты (сальдо)	1,0	-1,6	-12,3	0,3	-10,6	0,2	-12,2	-0,1	0,1	-4,8
Полученные	0,6	0,9	0,1	0,3	0,1	0,2	0,4	0,1	0,2	0,4
Выплаченные	1,6	2,4	12,4	0,0	10,7	0,0	12,6	0,2	0,1	5,2
Чистое кредитование остального мира	34,4	57,9	72,0	92,6	61,6	103,8	37,9	67,4	97,4	66,8
Финансовый счет	25,2	52,0	67,0	103,9	51,8	100,8	31,5	58,3	85,3	56,5
Чистые ошибки и пропуски	-9,2	-5,9	5,0	-11,2	9,7	3,1	6,4	9,1	12,1	10,3

Из таблицы 1 видно, что сальдо счета текущих внешних операций представляет собой сумму четырех величин, из которых крупнейшими являются сальдо торгового баланса, баланса услуг и первичных доходов. Четвертая величина – сальдо вторичных доходов (пенсии, гуманитарная помощь, взносы в международные организации и пр.) – малозначима по сравнению с первыми тремя. Сальдо счета текущих операций и счета операций с капиталом составляет величину чистого кредитования остального мира со стороны России. Счет операций с капиталом почти полностью сводится к капитальным трансфертам. В платежных балансах крупных стран мира годовые сальдо капитальных трансфертов обычно незначительны по величине. Однако Россия время от времени списывает проблемные долги ряда стран, образовавшиеся большей частью еще в советские времена, и в этих случаях ее счет операций с капиталом становился ощутимой отрицательной величиной, но и тогда он все же был невелик в сравнении со счетом по текущим операциям. Итак, объемы чистого кредитования остального мира со стороны России определяются в основном ее торговым балансом, балансом услуг и балансом первичных доходов.

Согласно таблице 1, в 2003–2012 г. баланс по услугам неизменно сводился с дефицитом, составившим за этот период сумму в 206,7 млрд долл. Особенно большим был дефицит баланса по такой статье услуг, как поездки: 145 млрд долл. за десятилетие. Российские граждане тратят на зарубежные поездки в несколько раз больше, чем иностранцы на поездки в Россию. В 2012 г., например, российский импорт по данной статье оценивался в 42,8 млрд долл., а экспорт – в 10,8 млрд долл. Основную часть поездок российские граждане совершают не в деловых, а личных целях.

Таблица 2. Международная инвестиционная позиция РФ за 2003–2013 гг. (на начало года), млрд долл.

Показатель	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Активы	288,5	336,8	406,6	516,3	731,4	1092,2	1010,7	1089,5	1171,0	1241,4	1373,3
Прямые инвестиции за границу	62,3	90,9	107,3	146,7	216,5	370,1	205,5	302,5	366,3	362,1	406,3
Портфельные инвестиции	2,5	4,4	7,9	17,8	12,3	19,9	24,2	38,1	37,3	44,3	48,3

Продолжение табл. 2

Показатель	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Финансовые производные	0,0	0,1	0,2	0,1	0,2	1,4	5,3	2,2	1,6	5,7	5,6
Прочие инвестиции	175,8	164,6	166,7	169,6	198,6	222,0	349,4	307,2	286,3	330,7	375,2
В том числе:											
ссуды и займы	25,4	24,5	23,8	29,0	57,7	93,4	139,8	127,9	136,3	163,3	179,7
наличная иностранная валюта и депозиты	65,0	59,2	61,0	66,3	70,2	67,5	135,6	123,6	97,0	104,9	159,4
Международные резервы	47,8	76,9	124,5	182,2	303,7	478,8	426,3	439,4	479,4	498,6	537,6
Обязательства	251,3	332,9	417,3	547,9	770,1	1242,8	755,9	986,1	1154,6	1103,4	1219,8
Прямые инвестиции в Россию	70,9	96,7	122,3	180,2	265,9	491,1	215,8	378,8	490,6	457,5	496,4
Портфельные инвестиции	66,9	93,4	130,8	166,3	265,8	367,5	112,6	217,3	278,3	226,4	270,7
Участие в капитале	35,8	58,0	89,2	118,3	207,9	308,9	84,5	178,1	232,8	177,5	194,5
Долговые ценные бумаги	31,1	35,4	41,6	48,0	57,9	58,6	28,0	39,2	45,4	48,8	76,3
Финансовые производные	0,0	0,0	0,2	0,1	0,2	0,9	10,4	5,2	2,8	5,9	4,3
Прочие инвестиции	113,5	142,8	164,0	201,2	238,3	383,3	417,2	384,7	382,9	413,7	448,4
В том числе:											
ссуды и займы	93,8	119,6	146,0	180,3	205,2	334,5	373,8	335,6	325,1	342,6	241,6
наличная национальная валюта и депозиты	8,0	11,8	10,7	13,3	28,8	42,6	35,7	33,4	43,0	54,6	189,4
Чистая международная инвестиционная позиция	37,2	3,9	-10,6	-31,6	-38,8	-150,6	254,8	103,4	16,3	138,0	153,5
Справочно: Внешний долг	261,8	317,7	468,8	477,6	471,1	493,1	546,0	645,1

В состав первичных доходов входят доходы от инвестиций и оплата труда. Дефицит баланса доходов от инвестиций очень велик. Хотя в течение 2003–2012 гг. финансовые внешние активы России по объему превосходили ее внешние обязательства, доходы от ее внешних инвестиций за этот период были почти вдвое меньше, чем доходы иностранцев от их инвестиций в России (311 против 610 млрд долл.). Стало быть, потери России от низкой доходности ее внешних финансовых активов можно оценить в 299 млрд долл. Более того, в последующем разделе статьи будет показано, что помимо указанной суммы Россия потеряла еще 180–190 млрд долл. от переоценок ее внешних финансовых активов и обязательств.

На начало 2012 г. внешние финансовые активы России составили 1241,4 млрд долл., а финансовые обязательства – 1103,4 млрд долл. (см. табл. 2). За этот год полученные доходы от инвестиций были равны 42,1 млрд долл., а выплаченные доходы от инвестиций – 99,6 млрд долл. (см. табл. 1). Стало быть, в 2012 г. среднюю доходность российских инвестиций за рубежом можно оценить в 3,4% годовых, а иностранных инвестиций в России – в 9% годовых.

Низкая доходность российских внешних инвестиций объясняется в первую очередь тем, что значительная их часть состоит из валютных резервов России, имеющих мизерную доходность. На начало 2012 г., например, валютные резервы оценивались в 454 млрд долл. (36,6% всех внешних финансовых активов страны). В их составе преобладают валютные активы Банка России, объем которых на ту же дату оценивался в 446,5 млрд долл. Часть валютных активов Банка России опосредованно принадлежит Правительству РФ. Действительно, Министерство финансов размещает основную часть средств Резервного фонда и Фонда национального благосостояния на своих валютных депозитах (в долларах США, евро и британских фунтах) в Банке России, а последний уже от себя инвестирует полученные средства в иностранные активы. На начало 2013 г. средства обоих фондов на счетах Банка России оценивались в 129 млрд долл.

Валютные активы Банка России состоят преимущественно из государственных ценных бумаг США, Франции, Германии и Великобритании. Они считаются наиболее надежными средствами сбережения, но именно поэтому их доходность очень низка.

За 2012 г. все доходы Банка России от внешних инвестиций составили 2,7 млрд долл. Таким образом, доходность валютных резервов Банка (начало 2012 г. – 446,5 млрд долл.) можно примерно оценить в 0,6% годовых, что недостаточно даже для компенсации инфляции доллара в США. Как видно, Банк России и Минфин являются крупнейшими экспортерами капитала страны, инвестируемого преимущественно в мало доходные ценные бумаги иностранных правительств.

Валютные резервы России составляют основную часть ее международных (золотовалютных) резервов. Как известно, международные резервы, состоящие из золота и иностранной валюты, накапливаются монетарными властями всех стран и при необходимости используются ими для финансирования дефицита платежного баланса, валютных интервенций при регулировании курса национальной валюты и других целей. За 2003–2012 гг. объем международных резервов России возрос с 44 до 486 млрд долл., причем на долю золота в них приходилось 2–10%. Стало быть, состоят они в основном из валютных активов Банка России с низкой доходностью. Что же касается золота, то его мировая цена очень быстро росла в те годы. Если в начале 2003 г. тройская унция золота оценивалась на Лондонской бирже металлов в 346,5 долл., то в начале 2013 г. – в 1689,4 долл.⁵ Таким образом, переоценки обеспечивали золоту среднюю доходность в 17,2% годовых.

Картина доходности международных резервов России была бы менее удручающей, будь доля золота в них выше. Во многих развитых странах именно золото, а не иностранная валюта составляет основную часть международных резервов. В конце 2012 г. в США на долю золота приходилось 75,5% международных резервов (в Германии – 72,9%, в Италии – 72,2%, во Франции – 70,6%). За 2003–2012 гг. золотые резервы США практически не изменились в натуральном выражении, но в результате переоценок их текущая рыночная стоимость возросла с 90,8 до 433,4 млрд долл. (что соответствовало средней годовой доходности в 16,9%).

По сравнению с Банком России средняя доходность внешних финансовых активов прочих секторов экономики РФ была заметно выше. На начало 2012 г. объем таких активов оценивался

⁵ Commodities. Цены на цветные и драгметаллы. URL: <http://fx-commodities.ru/gold/> (дата обращения: 08.10.2014).

в 684 млрд долл., а полученные за год доходы от инвестиций – в 38,2 млрд долл. Стало быть, в 2012 г. среднюю доходность внешних активов прочих секторов можно оценить в 5,6% годовых. Однако и эта величина существенно уступала прибыльности иностранных инвестиций в российскую экономику (9% годовых). Последние имеют более выгодную структуру: в них преобладают прямые и портфельные инвестиции, которые имеют более высокую доходность по сравнению с государственными ценными бумагами. В начале 2013 г. на долю прямых и портфельных инвестиций приходилось 62,9% всех иностранных инвестиций в российскую экономику, тогда как во внешних финансовых активах России их доля не превышала 32,1%.

В течение 2003–2005 гг. оплата труда была небольшой статьёй российского платежного баланса, и дефицит по этой статье (превышение выплаченных сумм над полученными) составил за три года лишь 1,5 млрд долл. Но затем оплата труда иностранцев в России резко возросла в долларовом выражении, что было связано в основном с повышением реального обменного курса рубля. В последние годы баланс оплаты труда стал сводиться уже с ощутимым дефицитом. Только за 2012 г. дефицит составил 11,8 млрд долл. Но и эта величина была в пять раз меньше дефицита баланса доходов от инвестиций.

Другие потери: переоценки внешних активов и бегство капитала

Дефицит балансов услуг и первичных доходов поглощал около половины профицита российского внешнеторгового баланса, и тем не менее чистое кредитование остального мира со стороны России за 2003–2012 гг. составило весьма внушительную сумму в 692 млрд долл. (5,6% номинального ВВП за эти годы). Казалось бы, примерно на такую же величину должна была возрасти чистая международная инвестиционная позиция России (или, то же самое, чистые финансовые обязательства остального мира). Однако это далеко не так: прирост составил лишь 116,3 млрд долл. На первый взгляд картина выглядит парадоксальной: на каждый доллар, занятый остальным миром у России, его чистые финансовые обязательства возрастали лишь на 17 центов. Причина в том, что помимо величины чистого кредитования остального мира существуют и другие важные факторы изменения чистой

международной инвестиционной позиции России. Согласно таблице 3, ее изменения представляют собой сумму трех слагаемых: чистых изменений в результате операций, в результате переоценки и чистых прочих изменений. Чистые изменения в результате операций отражают операции из платежного баланса, они с точностью до статистических расхождений совпадают с чистым кредитованием остального мира со стороны России.

Таблица 3. **Международная инвестиционная позиция РФ за 2003–2013 гг., млрд долл.**

Год	Остаток на 1 января	Изменения		
		в результате операций	в результате переоценки	прочие
Активы				
2003	288,5	53,1	25,3	-30,1
2004	336,8	88,7	6,5	-25,5
2005	406,6	117,4	12,0	-19,7
2006	516,3	172,5	49,4	-6,9
2007	731,3	262,1	138,4	-39,7
2008	1092,2	192,9	-235,4	-39,0
2009	1010,7	41,4	71,4	-34,0
2010	1089,5	107,3	12,4	-38,2
2011	1171,0	157,1	-63,7	-22,9
2012	1239,3	149,0	22,5	-37,5
2013	1373,3			
Итого		1341,5	38,8	-293,5
Обязательства				
2003	251,3	27,9	63,3	-9,6
2004	332,9	36,7	48,1	-0,4
2005	417,3	53,4	65,3	11,9
2006	547,9	68,2	129,1	25,0
2007	770,1	207,9	245,5	19,2
2008	1242,8	100,2	-579,8	-7,2
2009	755,9	6,4	226,6	-2,8
2010	986,1	44,4	134,9	-10,8
2011	1154,6	73,6	-137,7	12,9
2012	1095,4	92,4	27,9	4,2

Продолжение табл. 3

Год	Остаток на 1 января	Изменения		
		в результате операций	в результате переоценки	прочие
2013	1219,8			
Итого		711,1	223,2	42,4
Чистая международная инвестиционная позиция				
2003	37,2	25,2	-38,0	-20,5
2004	3,9	52,0	-41,6	-25,0
2005	-10,6	63,9	-53,3	-31,6
2006	-31,6	104,4	-79,7	-31,9
2007	-38,8	54,2	-107,1	-58,9
2008	-150,6	92,7	344,4	-31,8
2009	254,8	35,0	-155,2	-31,2
2010	103,4	62,9	-122,5	-27,4
2011	16,3	83,5	73,9	-35,8
2012	144,0	56,5	-5,3	-41,7
2013	153,5			
Итого		630,3	-284,4	-335,8

Как поясняет Банк России, в составе изменений в результате переоценки учитываются чистые изменения в объеме активов/обязательств в результате изменения валютных курсов и уровня цен. За 2003–2012 гг. переоценки внешних активов России составили 39 млрд долл., а ее внешних обязательств – 223 млрд долл. (см. табл. 3). Таким образом, потери России от переоценки ее активов/обязательств исчислялись 184 млрд долл. Если бы в инвестиционные доходы в платежном балансе включались не только дивиденды и процентные платежи, но и переоценки финансовых активов, то доходность российских внешних инвестиций была бы примерно в два с половиной раза меньше, чем иностранных инвестиций в экономику России. В этом случае дефицит баланса доходов от инвестиций за десятилетие выражался бы суммой в 483 млрд долл. (299+184).

Основная часть переоценок приходится на корпоративные акции. Имеются, по меньшей мере, две причины, из-за которых переоценки акций столь негативно влияли на международную инвестиционную позицию России.

Во-первых, в долгосрочном аспекте рыночная цена средне-статистической акции имеет тенденцию к росту во времени, хотя в отдельные годы (особенно во время спада в экономике) она может снижаться. Рост связан с тем, что акционеры, как правило, оставляют часть получаемой прибыли в корпорациях. Например, в предкризисном 2008 г. российские корпорации выплатили из прибыли дивиденды в размере примерно 1 трлн руб.⁶, тогда как оставшиеся в их распоряжении доходы (чистое сбережение) составили 2,9 трлн руб. Чистое сбережение увеличивает имущество корпораций, что при прочих равных условиях способствует повышению рыночного курса их акций. Хотя в платежном балансе нераспределенная прибыль корпораций не считается доходом акционеров от инвестиций, ее можно считать источником неявного акционерного дохода, который может быть реализован путем продажи акций. Как уже указывалось, во внешних финансовых активах России корпоративных акций намного меньше, чем в ее внешних обязательствах. Поэтому следует ожидать, что баланс переоценок корпоративных акций, вызванных существованием нераспределенной прибыли, должен быть отрицательным для России.

Во-вторых, до недавнего времени реальный обменный курс рубля имел четко выраженную тенденцию к повышению, что стало дополнительным фактором роста рыночной стоимости акций российских корпораций (в долларовом выражении) во внешних финансовых обязательствах России. В 2003–2012 гг. потребительские цены в России росли в среднем на 10% за год, тогда как в США – на 2,5%. Разрыв в дефляторах ВВП России и США был еще больше. Однако курс доллара относительно рубля к концу 2012 г. даже несколько снизился по сравнению с началом 2003 г. (30,37 и 31,78 руб. за 1 долл. соответственно), несмотря на его колебания в отдельные годы. Рост номинальной рублевой цены акций российских предприятий был очень высоким, он явно содержал в себе значительную инфляционную составляющую. По данным Банка России, за 2003–2012 гг. капитализация рынка акций в рублевом выражении выросла в 6,8 раза⁷. Долларовая цена этих акций, рассчитанная в соответствии с валютным об-

⁶ Бюллетень рейтингового агентства Эксперт РА «Дивиденды 2010 – Пир во время чумы». URL: <http://www.raexpert.ru/editions/bulletin/feb2010.pdf> (дата обращения: 08.02.2010).

⁷ Обзоры Банка России по финансовому рынку. URL: <http://www.cbr.ru/analytics/?PrId=finmarket> (дата обращения: 08.10.2014).

менным курсом, росла в среднем с не меньшим темпом, хотя темпы инфляции в США были намного ниже, чем в России. Таким образом, иностранный владелец российских акций сверх обычных доходов (дивиденды, удорожание акций за счет нераспределенной прибыли) получал еще весьма существенный дополнительный доход в виде прироста долларовой стоимости акций из-за укрепления рубля (в среднем примерно 7,5% годовых).

Дополнительные доходы иностранных инвесторов, порожденные длительным ростом реального обменного курса рубля, способствовали притоку капитала в российскую экономику. Объем накопленных обязательств в виде прямых внешних инвестиций в Россию вырос за 2003–2012 гг. в семь раз – с 70,9 до 496,4 млрд долл. (см. табл. 2). Схожий спекулятивный феномен в предкризисные годы имел место на ипотечном рынке США и некоторых других стран: тогда жилье быстро росло в цене и нередко приобреталось с целью его перепродажи в будущем. С весны 2013 г. обменный курс рубля перестал расти. С мая 2013 г. по апрель 2014 г. он снизился с 31,26 до 35,70 руб. за 1 доллар. Можно предположить, что это стало дополнительным фактором усилившегося оттока капитала из России.

Отрицательное сальдо России по графе «Прочие изменения» в течение 2003–2012 гг. было очень большим (–335,8 млрд долл.) (см. табл. 3). Основная часть «прочих изменений» во внешних финансовых активах была связана с так называемыми «сомнительными операциями». Под ними Банк России понимает фиктивные операции, связанные с торговлей товарами и услугами, с покупкой/продажей ценных бумаг, предоставлением кредитов и переводами средств на собственные счета за рубежом, целью которых является трансграничное перемещение денежных средств. Проще говоря, это нелегальное и в значительной степени безвозвратное бегство капитала из России.

В течение 2003–2012 гг. из-за «прочих изменений» внешние активы России уменьшились на 293,5 млрд долл. (см. табл. 3), причем на «сомнительные операции» приходилось 290 млрд долл. Другие статьи «прочих изменений» были менее значимыми, они имели разные знаки и в сумме за десятилетие практически уравновесили друг друга. Как видно, происходившее бегство капитала из России весьма существенно понижало ее чистую международную инвестиционную позицию. За те же годы из-за «прочих

изменений» внешние финансовые обязательства России выросли на 42,4 млрд долл., что еще более уменьшало этот показатель.

На протяжении 2003–2012 гг. норма сбережения в российской экономике была высокой по мировым меркам. За исключением 2009 г., на который пришелся пик кризиса, доля валового сбережения в годовом ВВП России колебалась возле отметки в 30%. Однако норма валового накопления была намного меньше, поскольку значительная часть сбережения используется для кредитования остального мира или безвозвратно теряется.

Валютные резервы России: плата за финансовую стабильность?

Правительство и монетарные власти РФ давно критикуются в связи с тем, что вывоз капитала из страны слишком велик, и на внешних финансовых рынках деньги занимают намного дороже, чем размещаются⁸. И несмотря на то, что дефицит баланса доходов от инвестиций порожден в первую очередь весьма значительными валютными резервами страны, Министерство финансов РФ не считает нужным пока менять политику размещения резервов в иностранные активы. Выступая в декабре 1913 г. на одной из конференций, министр финансов А. Силуанов заявил в ответ на критику, что «это плата за нашу стабильность»⁹. Возникает вопрос: не слишком ли велики размеры этой «платы за стабильность»?

На 1 января 2012 г. Россия занимала четвертое место в мире как по объему международных резервов, так и по их уровню их достаточности (в месяцах импорта товаров и услуг). На 1 января 2008 г. российские международные резервы составляли 479 млрд долл. Мировой финансовый кризис не обошел Россию, и к началу следующего 2009 г. ее международные резервы сократились на 11% (до 426 млрд долл.). Затем, несмотря на продолжение кризиса, резервы росли, и на 1 января 2013 г. их объем оценивался в 538 млрд долл. Тот факт, что столь крупный

⁸ См., например: Белоусов А. Инвентаризация стагнации // Ведомости. – 2013. – 18 дек.; Россия на пути к современной динамичной и эффективной экономике / Под ред. акад. А. Д. Некипелова, В. В. Ивантера, С. Ю. Глазьева. URL: <http://www.ras.ru/news/shownews.aspx?id=4f0a07fe-8853-4eda-9428-574f5fcf0654#content> (дата обращения: 08.10.2014).

⁹ Официальный сайт Министерства финансов Российской Федерации. URL: http://www.minfin.ru/ru/press/speech/index.php?id_4=20221 (дата обращения: 08.10.2014).

кризис обошелся России временным и сравнительно небольшим сокращением ее международных резервов, порождает сомнения, нужно ли ей иметь резервы в таком объеме и нести огромные финансовые потери для их поддержания. Представляется, что критики правительства правы: стране следовало бы больше инвестировать в собственную экономику и меньше – в малопродуктивные ценные бумаги иностранных правительств. Конечно, определить для России необходимые объемы международных резервов далеко не просто. Пока же высказывания правительства (как, впрочем, и оппонентов) по этому поводу носят более декларативный характер и не выглядят достаточно аргументированными.

Выгоды внешнего сектора экономики США

К странам, которые в отличие от России, наоборот, извлекают выгоды на мировом финансовом рынке, следует отнести в первую очередь США, чья экономика остается ведущей в мире, а доллар для многих стран выполняет функции основной резервной валюты¹⁰. США в последние десятилетия были крупнейшим в мире чистым заемщиком, но их чистая международная инвестиционная позиция ухудшалась намного медленнее, чем того следовало бы ожидать из платежного баланса.

За 2003–2012 гг. импорт товаров и услуг в США на 6044 млрд долл. превысил экспорт. Помимо того, их чистые трансферты «остальному миру» составили 1231 млрд долл. (табл. 4).

Таблица 4. Платежный баланс США за 2003–2012 гг., млрд долл.

Показатель	2003–2004	2005–2006	2007–2008	2009–2010	2011–2012
Счет текущих операций	-1136	-1533	-1388	- 836	-897
Чистый экспорт товаров и услуг	-1116	-1478	-1423	-911	-1116
Первичные доходы (сальдо)	158	162	299	353	513
К получению	807	1300	1732	1364	1621
К выплате	649	1138	1433	1011	1106
Текущие трансферты (сальдо)	-178	-217	-264	-278	-294
Счет операций с капиталом	1	11	5	-1	5
Чистое кредитование	-1135	-1522	-1382	-837	-891

¹⁰ См., например: *Алексеев А.* Деньги уходят и не обещают вернуться // Вестник Института Кеннана в России. – 2009. – Вып. 15. – С. 18–27.

Можно было ожидать, что чистая международная инвестиционная позиция США должна была снизиться на величину не менее 7 трлн долл., однако в действительности снижение составило лишь 1819 млрд долл. (табл. 5).

Таблица 5. Международная инвестиционная позиция США в 2002–2012 гг., на конец года, млрд долл.

Показатель	2002	2004	2006	2008	2010	2012
Чистая международная инвестиционная позиция	-2045	-2253	-2192	-3260	-2250	-3864
Деривативы (сальдо)	60	160	110	58
Активы США за рубежом	6649	9341	13189	13337	16903	18018
Официальные резервные активы	159	189	220	294	489	572
Активы правительства (без резервных активов)	85	83	72	624	75	94
Активы частных лиц	6405	9068	12897	12419	16339	17352
Прямые инвестиции	1867	2498	2948	3749	4274	5078
Ценные бумаги	2077	3545	5604	3986	6632	7531
Облигации	703	985	1276	1237	1731	2141
Корпоративные акции	1374	2560	4329	2748	4900	5390
Прочие частные активы	2461	3024	4344	4685	5434	4743
Иностранные активы в США	8694	11594	15441	16757	19263	21940
Официальные активы	1258	2020	2833	3944	4913	5692
В том числе:						
Ценные бумаги правительства США	970	1510	2167	3264	3993	4032
Активы частных лиц	7436	9574	12608	12813	14351	16247
Прямые инвестиции	1500	1743	2154	2397	2623	3057
Ценные бумаги казначейства США	474	562	568	852	1094	1542
Другие ценные бумаги	2779	3996	5372	4621	5935	6904
Облигации	1531	2035	2825	2771	2916	3062
Корпоративные акции	1248	1960	2547	1850	3018	3842
Валюта США	248	272	283	301	342	454
Прочие частные активы	2435	3002	4231	4642	4356	4290

Это стало возможным главным образом потому, что международная инвестиционная позиция страны имела выгодную структуру, и получаемые от остального мира первичные доходы намного превосходили выплачиваемые ей¹¹. Как говорилось выше,

¹¹ Получаемые и выплачиваемые первичные доходы в платежных балансах США почти полностью состоят из доходов от собственности. Доля оплаты труда в них незначительна.

прямые инвестиции и корпоративные акции относятся к наиболее доходным вложениям капитала. В последние годы на их долю приходилось более половины внешних активов США, тогда как доля этих инструментов в иностранных активах в американской экономике не превышала и трети.

Иностранные инвесторы вкладывали значительные средства в валюту и государственные ценные бумаги США с практически нулевой доходностью. В конце 2012 г., например, такие инвестиции составляли 6028 млрд долл. (27,5% всех внешних финансовых обязательств США). Подобно Банку России, монетарные власти ряда зарубежных стран в больших объемах приобретают государственные ценные бумаги США, формируя из них свои международные резервы. Наоборот, международные резервы США не содержат государственных ценных бумаг, эмитируемых в других странах, и состоят в основном из золота.

За 2003–2012 гг. сальдо первичных доходов в их платежном балансе было положительным (1485 млрд долл.). И это несмотря на то, что внешние финансовые активы США по объему заметно уступали их обязательствам. За 2011–2012 гг., например, от «остального мира» было получено 1621 млрд долл., а выплачено ему – 1106 млрд долл. Как видно, в эти годы доходность внешних американских активов более чем в 1,5 раза превышала доходность иностранных активов в США.

Еще больше выигрывают США от переоценок их внешних финансовых активов и обязательств. В особенности это относится к корпоративным акциям и прямым инвестициям. За 2003–2012 гг. их переоценки во внешних активах США составили 3462 млрд долл., тогда как в активах остального мира в американской экономике – 1302 млрд долл. Таким образом, профицит баланса переоценок корпоративных акций и прямых инвестиций можно оценить в 2160 млрд долл. Если же дополнительно учесть переоценки прочих статей международной инвестиционной позиции США (облигаций, паев во взаимных фондах и т.д.), то профицит возрастет до 3377 млрд долл.

Итак, в течение 2003–2012 гг. совокупный выигрыш США в виде профицита баланса первичных доходов и переоценок внешних финансовых активов и обязательств составил 4862 млрд долл. (1485+3377). За счет этого выигрыша в чистой международной инвестиционной позиции США примерно на 80% можно было покрыть дефицит баланса товаров и услуг.