
ИНВЕСТИЦИИ

РОССИЙСКИЙ КАПИТАЛ В СИСТЕМЕ ГЛОБАЛЬНЫХ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПОТОКОВ: НОВЫЕ ТЕНДЕНЦИИ И ВОЗМОЖНОСТИ

Д.И. Кондратов*

Статья посвящена весьма актуальной, вызывающей острые дискуссии теме экспорта финансово-го капитала из России, осуществляемого как национальными корпорациями, резко увеличившими в последние годы объемы прямого инвестирования за рубеж, так и государством, стремительно наращивающим свои международные резервы. В этой связи сегодня в России на повестку дня выходят вопросы повышения эффективности государственных и частных капиталовложений за рубежом, использования их по наиболее приоритетным для национальной экономики направлениям. Некоторые заключения автора в этой области содержатся в предлагаемой статье.

Ключевые слова: слияние и поглощение, развивающиеся страны, международные резервы, стабилизационные фонды (суверенные фонды).

JEL-классификация: F21, F65, G15, G23, G24, G28.

Россия в последние годы уверенно вошла в пятерку стран – крупнейших мировых нетто-экспортеров капитала. Финансовые ресурсы активно инвестируются как государством путем размещения в иностранные активы международных резервов, так и корпоративным сектором, в том числе в виде прямых капиталовложений в зарубежные предприятия и проекты¹.

Наращивание экспорта капитала из России является объективной тенденцией, определяемой быстрым ростом национальной экономики и серьезным укреплением финансовых возможностей государства, отечественных компаний и банков. Аналогичные процессы, связанные с ускорением вывоза капитала, происходят и во многих других развивающихся странах, также добившихся в последнее время значительных экономических успехов. В результате заметно изменилась роль ведущих развивающихся стран, включая Россию, в системе глобальных финансовых потоков. Из импортеров капитала, традиционно зависевших от притока средств из западных стран,

они сегодня превратились в крупных инвесторов, активно вкладывающих средства в активы и проекты по всему миру. Так, одним из ведущих в мире нетто-экспортером капитала стал Китай, на который в 2012 г. приходилось 12,1% чистого вывоза финансовых ресурсов.

Порядка 70% инвестиций из развивающихся стран в настоящее приходится на государственные капиталовложения, осуществляемые преимущественно при размещении валютных резервов, размер которых к концу 2013 г. достиг 5,09 трлн СДР. В последние годы динамично росли и прямые инвестиции из этих стран, годовой объем которых в 2012 г. составлял 426,08 млн долл. США, увеличившись с 2000 г. почти в 3 раза. При этом в условиях усиления глобальной конкуренции за перспективные сырьевые и промышленные активы все большее количество развивающихся стран начинает оказывать государственную поддержку, в том числе финансовую, прямых иностранных инвестиций национальных корпораций, обеспечивающих доступ к новым источникам ресурсов и технологиям. Наиболее активно внешнюю экспансию своих компаний поддерживают, в частно-

¹ Вектор. Оценки, прогнозы, приоритеты. *Экспертно-аналитический журнал*. ВТБ. 2008. Июнь.

* Кондратов Дмитрий Игоревич (dmikondratov@yandex.ru), кандидат экономических наук, старший научный сотрудник Института экономики Российской академии наук (г. Москва, Россия).

сти, Китай, Индия и Бразилия, располагающие комплексной государственной стратегией в этой области.

Значительная часть государственных инвестиций из развивающихся стран сегодня осуществляется через их суверенные фонды, пополняемые за счет избыточных бюджетных доходов от экспорта и части валютных резервов. В 2000-х годах появление новых фондов и рост их активов заметно ускорились благодаря быстрому наращиванию профицита счета текущих операций платежного баланса в ряде стран – крупнейших экспортеров, в первую очередь азиатских и ближневосточных. Постепенно изменяется и финансовая политика фондов, которая становится все более агрессивной, нацеленной как на увеличение доходов от инвестиций, так и более активное продвижение интересов своих государств. Наиболее отчетливо это проявилось в 2007 – начале 2008 г., когда в условиях ипотечного кризиса в США фонды ряда развивающихся стран инвестировали более 55 млрд долл. США в приобретение крупных пакетов акций ведущих американских и европейских банков, пострадавших от кризиса, войдя, таким образом, в число их основных акционеров. Для фондов эти инвестиции носили стратегический характер, позволив им заметно укрепить позиции своих стран в глобальной финансовой системе.

Масштабный экспорт финансовых ресурсов из России начался в 1990-е годы. Первоначально вывоз средств осуществлялся главным образом частным сектором и в основном носил характер бегства капитала. Сегодня объем вывозимых по различным «серым схемам» ресурсов остается весьма значительным, однако основной формой экспорта капитала корпорациями стали прямые иностранные инвестиции. Так, в 2012 г. российские компании и финансовые институты вложили в иностранные проекты и предприятия более 28 млрд долл. США, а объем прямых инвестиций, накопленных отечественным бизнесом за рубежом, достиг 387,21 млрд долл., что обеспечило России второе место после Китая по данному показателю среди развивающихся стран.

Наращивание прямых инвестиций за рубежом оказывает противоречивое влияние

на экономику России. С одной стороны, приобретая предприятия в других странах, отечественные компании получают доступ к новым источникам ресурсов, технологиям и рынкам сбыта, что повышает их международную конкурентоспособность. Внешняя экспансия национального бизнеса также серьезно содействует усилению геополитического влияния России и укреплению ее позиций в глобальной экономике. Вместе с тем увеличивающийся отток капитала объективно ослабляет ресурсную базу роста и модернизации российской экономики. Необходимо отметить и недостаточно эффективную структуру зарубежных инвестиций, осуществляемых сегодня в основном в добывающие активы и, по сути, способствующих закреплению сырьевой направленности национальной экономики. Наконец, далеко не всегда доходы от иностранных капиталовложений поступают в Россию, они часто оседают в различных оффшорных структурах.

Бурный рост прямых иностранных инвестиций российских компаний и свойственные этому явлению недостатки определяют необходимость более активного участия государства в регулировании направляемых за рубеж частных капиталовложений с целью повышения их эффективности для национальной экономики. В качестве первоочередного шага это предполагает разработку комплексной государственной стратегии в области регулирования экспорта капитала, базирующейся на долгосрочных приоритетах социально-экономического развития страны. Во главу угла этой стратегии могли бы быть поставлены такие ключевые задачи, как качественное изменение отраслевой структуры прямых инвестиций за счет повышения в них доли вложений в передовые высокотехнологические предприятия, а также укрепление глобальных позиций крупнейших российских корпораций, обеспечивающих основной объем экспортных поступлений в страну. Важное место в стратегии следовало бы также уделить вопросам ускоренного развития за рубежом сети дочерних банков и филиалов ведущих российских кредитных организаций, которая обеспечивала бы сопровождение внешней экспансии националь-

ного бизнеса и продвижение рубля как международной расчетной валюты.

Важнейшей мерой в рамках реализации данной стратегии стало бы создание крупного государственного института в форме экспортно-импортного банка или корпорации, который осуществлял бы финансовую поддержку приоритетных зарубежных капиталовложений отечественных предприятий. Одновременно он мог бы выполнять функции по стимулированию национального экспорта товаров и услуг, отвечая тем самым в целом за продвижение интересов отечественного бизнеса за рубежом. В области содействия внешним инвестициям приоритетными направлениями деятельности данного института на начальном этапе могли бы стать предоставление долгосрочных займов и гарантий отечественным предприятиям, в том числе среднего бизнеса, для финансирования зарубежных проектов, а также страхование от политических рисков капиталовложений компаний и банков в развивающихся странах, в частности в государствах СНГ.

В 2000-е годы ключевая роль в вывозе финансовых ресурсов из России перешла от частного бизнеса к государству, что было обусловлено стремительным ростом международных резервов страны, размещавшихся в различные финансовые активы, главным образом государственные ценные бумаги и банковские депозиты. Существующая практика инвестирования резервов, объем которых на начало 2013 г. превысил 532,15 млрд долл. США, вызывает в России неоднозначную реакцию. Так, многие полагают, что накопленные ресурсы следует активнее использовать внутри страны, немало возражений вызывает и недостаточная, по мнению оппонентов, доходность резервов, находящаяся на уровне 5-6% годовых в долларах США. Хотя далеко не все критические замечания экономически корректны, сам факт нарастания их количества в последнее время говорит о том, что определенная корректировка порядка управления резервами становится все более актуальной.

Принятие решений о сокращении или замораживании на текущем уровне размера резервов и направлении высвободив-

шихся средств на социально-экономические цели внутри страны требует тщательной оценки таких факторов, как перспективы мировых цен на нефть и предполагаемые потребности бюджета в случае ценовой коррекции на сырьевых рынках, масштабы инфляционного воздействия на экономику при расходовании резервов, возможности эффективного государственного инвестирования резервов в России, в том числе на внутреннем финансовом рынке. Необходимо также иметь в виду, что наличие крупных резервов сегодня является существенным фактором обеспечения устойчивости национальной финансовой системы, проведения стабильной бюджетной политики и повышения инвестиционной привлекательности России, что особенно важно в условиях сохраняющейся глобальной финансовой нестабильности. Учитывая это, к вопросу о сокращении объема резервов или их масштабном инвестировании в России следует подходить крайне осторожно и взвешенно. Как представляется, это задача не сегодняшнего дня, а на средне- или даже долгосрочную перспективу.

Значительно более актуальной в настоящее время видится задача повышения эффективности размещения резервов. Ее решение предполагает выстраивание новой, более агрессивной стратегии инвестирования, направленной на увеличение доходности резервов, прежде всего за счет существенной диверсификации и удлинения сроков вложений. Своего рода «полигоном» для отработки новой стратегии могли бы стать активы Фонда национального благосостояния (ФНБ), который, исходя из своего предназначения – покрытия в будущем дефицита Пенсионного фонда РФ, ориентирован именно на долгосрочные инвестиции с повышенной отдачей. Основываясь на нормах Бюджетного кодекса, можно было предложить стратегию инвестирования средств ФНБ, предусматривающую их размещение как в иностранные (не менее 75% инвестиций), так и российские инструменты. При этом было бы целесообразно значительно расширить перечень разрешенных к покупке активов, в частности, включив в него корпоративные акции и

долговые ценные бумаги зарубежных компаний, в том числе из ведущих развивающихся государств и стран СНГ, паи доходных инвестиционных фондов, а также ипотечные ценные бумаги и депозиты наиболее надежных отечественных банков. В дальнейшем средства ФНБ можно было бы использовать для совместной с национальными компаниями и банками покупки долей участия в перспективных иностранных предприятиях, что способствовало бы развитию внешней экспансии бизнеса по приоритетным для страны направлениям, а также увеличению доходности самого фонда. Для балансировки портфеля ФНБ значительную часть его средств (не менее 40%) по-прежнему следовало бы вкладывать в высоконадежные долговые обязательства иностранных государств, их агентств и центральных банков.

Учитывая интересы национальной экономической безопасности, для управления активами ФНБ следовало бы привлекать на конкурсной основе российские управляющие компании. Одним из основных критериев их отбора могло бы стать наличие опыта работы в странах, где предполагается размещать средства фонда, в том числе ведущих развивающихся государствах и СНГ. В качестве пилотного эксперимента под управлением таких организаций следовало бы передать не более 15–20% активов ФНБ, в дальнейшем эта доля могла бы быть увеличена.

Практическая реализация и отработка новой стратегии управления ФНБ потребовала бы от двух до трех лет. В случае успеха было бы целесообразно рассмотреть вопрос о наращивании доли международных резервов, инвестируемых в соответствии с ее принципами.

В целом, вопросы повышения эффективности государственного и частного экспорта капитала в предстоящие годы должны стать одним из краеугольных камней национальной экономической политики, предметом постоянного внимания со стороны государства. Только тогда российские капиталовложения за рубеж станут по-настоящему мощным, действенным фактором экономического развития страны и продвижения ее интересов на мировой арене.

1. Мировой финансовый рынок на современном этапе: рост инвестиционной активности развивающихся стран

Одной из важнейших тенденций развития мирового рынка капитала в последние годы стало заметное изменение роли ведущих развивающихся стран, включая Россию, в системе глобальных финансовых потоков. Эти государства, традиционно позиционировавшиеся главным образом как реципиенты инвестиций из более богатых западных стран, сегодня постепенно превращаются в крупных экспортеров капитала, активно вкладывающих средства в предприятия и финансовые активы по всему миру. Данная трансформация отражает общее укрепление позиций развивающихся государств в мировой экономике и финансах на современном этапе, определяемое быстрым возрастанием их экономической мощи и инвестиционного потенциала. Учитывая новые возможности и задачи, стоящие перед национальной экономикой, ряд развивающихся стран выработали и последовательно реализуют комплексную стратегию международного инвестирования, исходящую из долгосрочных приоритетов их социально-экономического развития.

Значительная часть зарубежных инвестиций развивающихся стран осуществляется через созданные ими суверенные фонды, в которые направляются избыточные поступления от национального экспорта. Активы этих фондов быстро растут, постепенно изменяется и их финансовая политика, которая становится все более агрессивной, нацеленной на повышение доходов от инвестиций. Деятельность этих фондов сегодня вызывает оживленную дискуссию в западных странах, с одной стороны, заинтересованных в получении средств фондов, с другой стороны, озабоченных их непрозрачностью и возможным наличием политических мотивов в инвестиционных решениях.

1.1. Динамика мирового рынка капитала и позиции на нем развивающихся стран

Характерной особенностью развития мировой экономики на современном этапе стал быстрый рост трансграничных пото-

ков капитала. Так, по данным ЮНКТАД, в 1990–2013 гг. объем притока иностранных инвестиций (ПИИ) увеличился в 7,2 раза, даже несмотря на резкий спад в начале 2000-х годов и 2008–2009 гг., вызванный финансовыми кризисами сначала в Юго-Восточной Азии, а впоследствии в США и в целом в мировой экономике. Одновременно ускоренными темпами росли внешние банковские активы и объем международного рынка облигаций². По статистике Банка международных расчетов, в 1990–2012 гг. они увеличились, соответственно, в 5,54 раза (до 61,8 трлн долл. США в 2012 г.) и 12 раз (до 237,1 трлн долл.). Для сравнения, мировой ВВП за тот же период увеличился только в 1,8 раза, т. е. динамика финансовых трансакций между странами в несколько раз опережала показатели роста мировой экономики в целом.

Увеличение объемов международного инвестирования является одним из наиболее заметных проявлений глобализации мировой экономики и финансовой сферы, стремительно развивающейся с начала 1990-х годов прошлого века. К числу основных факторов, стимулирующих процессы финансовой глобализации, относятся (Chavaniéux, 2007):

- либерализация трансграничного движения капитала, произошедшая во всех развитых и многих развивающихся странах мира;
- практически полное снятие барьеров в международной торговле финансово-банковскими услугами в рамках Всемирной торговой организации;
- бурный прогресс информационных технологий, создающий техническую возможность для осуществления финансовых операций по всему миру.

Помимо увеличения объемов трансграничного финансирования, в последние годы происходят серьезные изменения в региональной структуре движения инвестиций, определяемые прежде всего более активным участием в этих процессах ведущих развивающихся стран, причем не только в качестве реципиентов ресурсов, но и как все более значимых инвесторов на мировых

рынках капитала³ (Dancourt, 2007). В частности, согласно статистике Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР), доля развивающихся государств в финансировании прямых инвестиций за рубежом в 1990–2013 гг. выросла более чем в 3 раза с 5,2 до 15,8%. Всего, по данным Международного валютного фонда (МВФ), в 1995–2012 гг. вывоз капитала из развивающихся стран увеличился в 7,2 раза и достиг к концу 2012 г. 111,78 млрд долл. США. В то же время показатели притока инвестиций выросли только в 3,3 раза до 421,13 млн долл. В результате развивающиеся страны из чистых импортеров капитала превратились в 2000-е годы в его нетто-экспортеров (рис. 1).

Расширение международной инвестиционной активности развивающихся стран определяется в первую очередь быстрым ростом их экономики и национального экспорта. Среднегодовые темпы увеличения ВВП указанных стран в 2000–2013 гг. составили 6,1%, более чем в 4 раза опережая рост экономики развитых государств. По статистике ОЭСР, в 2013 г. развивающиеся страны обеспечили около двух третей прироста реального мирового производства, а совокупная доля этих стран в глобальной экономике достигла 43,6%.

Благодаря высокой динамике экспорта, составлявшей в 2000–2013 гг. в среднем 9,8% в год, развивающимся странам удалось более чем в пять раз увеличить свои валютные резервы, общий размер которых, по данным Организации экономического сотрудничества и развития, достиг к концу 2013 г. 5,09 трлн СДР. Крупнейшими валютными резервами в мире обладает Китай (2,4 трлн СДР, или 3,7 трлн долл. США). К мировым лидерам по этому показателю относятся также страны Ближнего Востока (0,74 трлн СДР), Индия (0,16 трлн СДР) и Бразилия (0,23 трлн СДР). По прогнозу МВФ, к концу 2015 г. валютные резервы развивающихся стран вырастут еще почти в полтора раза и составят 7,1 трлн СДР, что, безусловно, еще более повысит их инвестиционный потенциал (рис. 2).

² UNCTAD. World Investment Report. New York and Geneva, 2012.

³ Вектор. Оценки, прогнозы, приоритеты. *Экспертно-аналитический журнал*. ВТБ. 2008. Июнь.

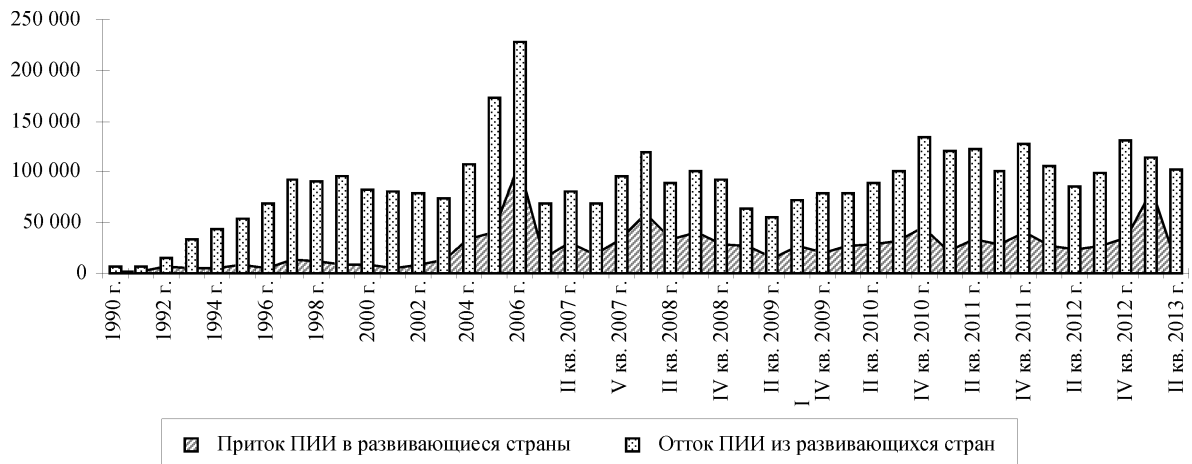


Рис. 1. Динамика рынка прямых иностранных инвестиций развивающихся стран, 1990–2013 гг., млн долл. США.

Источник. Построено по данным: UNCTAD (<http://unctad.org/en/Pages/Statistics.aspx>) и International Financial Statistics, 2013.

В результате стремительного роста резервов Китай сегодня стал одним из крупнейших инвесторов в мире, на которого, по статистике МВФ, в 2012 г. приходилось 12,1% глобального чистого экспорта капитала. Кроме того, в число ведущих экспортеров ресур-

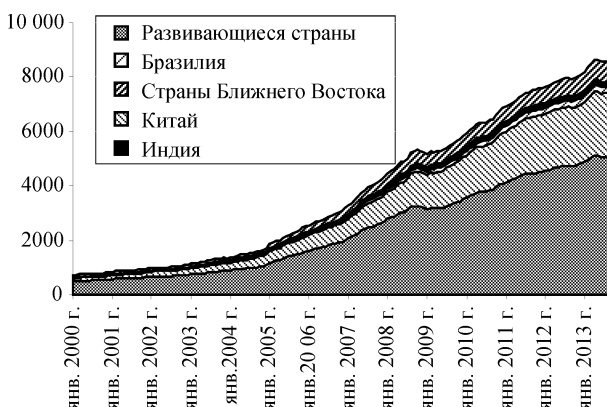


Рис. 2. Динамика валютных резервов развивающихся стран, 2000–2013 гг., млрд СДР.

Источник. International Financial Statistics, 2013.

сов входят нефтедобывающие страны Персидского залива (Саудовская Аравия, Кувейт и Катар), а также Россия и некоторые другие развивающиеся страны (рис. 3).

Большая часть (около 70%) инвестиций из развивающихся стран в настоящее время приходится на государственные капиталовложения, осуществляемые при размещении быстро растущих валютных запасов, а также активов суверенных инвестиционных фондов, в которые многие стра-



Рис. 3. Крупнейшие страны – нетто экспортеры капитала, 2012 г., % к итогу.

Источник. International Financial Statistics, 2013 (http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2013/02/sa/sa_figure1.pdf).

ны направляют часть избыточных бюджетных доходов. Валютные резервы преимущественно вкладываются в высоконадежные финансовые инструменты (государственные, муниципальные и корпоративные облигации, банковские депозиты) США, стран зоны евро и Великобритании. Инвестиции суверенных фондов имеют более диверсифицированный характер, включая акции, доли участия, недвижимость. Еще порядка 15–17% экспорта капитала из развивающихся стран приходится на размещаемые за рубежом кредиты и депозиты негосударственных финансовых институтов.

1.2. Прямые инвестиции из развивающихся стран

Наряду с государственными и частными вложениями в финансовые активы, в

последние годы уверенно росли и прямые инвестиции из развивающихся государств. Их годовой объем, начиная с 1990 г., увеличился, по данным ЮНКТАД, почти в 20 раз и составил в 2012 г. 426,08 млн долл. США. Показатель накопленных за рубежом ПИИ вырос за тот же период в 12 раз со 146 до 4459 млрд долл. К числу лидеров по прямым инвестициям относятся Гонконг, страны БРИКС, а также Сингапур, Мексика и некоторые страны Ближнего Востока.

Наращиванию прямых инвестиций способствует, в первую очередь, укрепление корпоративного сектора крупнейших развивающихся стран. Благодаря устойчиво высокому внутреннему спросу и благоприятной внешнеэкономической конъюнктуре, в том числе на мировых финансовых рынках, компании из этих стран накопили значительные финансовые ресурсы, позволяющие им проводить активную международную экспансию, вкладывая средства в создание и покупку зарубежных филиалов и дочерних предприятий (Сапунцов, 2006).

В 2013 г. около 20 тыс. компаний из развивающихся стран имели дочерние структуры за рубежом (в 1992 г. таких компаний было в пять раз меньше), причем более 100 из них располагали иностранными активами, превышающими 1 млрд долл. США, входя по этому показателю в число ведущих корпораций мира. Как отмечается в Докладе о мировых инвестициях за 2013 г., подготовленном ЮНКТАД, транснациональные компании из развивающихся государств в своей деятельности охватывали максимально широкий диапазон отраслей, не концентрируясь, как можно было бы ожидать, в добывающей промышленности. Так, в список 100 крупнейших ТНК из развивающихся стран по итогам 2012 г. входили только 18 сырьевых предприятий, в то время как количество компаний, работающих в сфере телекоммуникаций и производстве электроники, превышало 25.

Прямые инвестиции из развивающихся стран идут как в новые проекты и предприятия (*Greenfield projects*), так и на покупку действующих компаний. В 2012 г. число новых проектов с участием компаний из этих стран достигло 2678, увеличившись по сравнению с 2002 г. почти в три раза. Все

более заметны предприятия из развивающихся государств и на рынке международных сделок М&А (слияние и поглощение), общий объем которого в 2005 г. составил 638,0 млрд долл. США, а в 2013 г. – около 832,2 млрд долл. По различным оценкам, сумма сделок, в которых указанные компании выступили в качестве покупателя, в 2013 г. превысила 103 млрд долл.

Примечательно, что компании из бывших стран «третьего мира» в последние годы стремятся все более активно инвестировать в иностранные высокотехнологические предприятия, используя в дальнейшем приобретаемые технологии и ноу-хау для развития внутренних производств. Один из примеров – покупка в начале 2008 г. индийским автоконцерном *Tata Motors* у американской корпорации *Ford* за 2,8 млрд долл. США двух известных английских компаний *Land Rover* и *Jaguar*, включая их исследовательские центры. В результате сделки индийская компания получила доступ к современным технологиям по производству двигателей, на самостоятельную разработку которых ей могли бы потребоваться годы. В Великобритании данное событие было оценено как «символическое», отражающее происходящую смену лидеров в мировой экономике в пользу новых стран, включая Индию.

Необходимо, однако, отметить, что прямые инвестиции из развивающихся государств в высокотехнологические отрасли, а также инфраструктурные и некоторые другие активы, направляемые в США и ЕС, в последнее время сталкиваются с растущим противодействием со стороны властей этих стран, которые с подозрением относятся к подобным капиталовложениям, усматривая в них потенциальную угрозу для национальной экономики и оборонной сферы. Характерна в этой связи позиция США, принявших в 2007 г. новый закон об иностранных инвестициях и национальной безопасности, ужесточивший правила допуска зарубежных инвесторов в капитал американских компаний. В соответствии с законом, иностранным покупателям может быть отказано, если имеются достоверные свидетельства того, что ими могут быть предприняты действия, угрожающие национальной безопасности США.

На основании данного закона, допускающего самое широкое толкование, уже был заблокирован ряд крупных сделок с участием инвесторов из развивающихся стран. Так, в начале 2008 г. крупной китайской компании *Huawei Technologies* было отказано в приобретении миноритарного пакета акций компании *3Com*, занимающейся компьютерными разработками, даже несмотря на то, что по условиям сделки покупатель не получал доступа к секретным разработкам *3Com*. Возможность принятия аналогичных нормативных актов, создающих формальную основу для недопущения нежелательных инвестиций, в настоящее время активно прорабатывается в ЕС.

В условиях усиления протекционизма и глобальной конкуренции за все виды перспективных ресурсных и промышленных активов все большее количество развивающихся стран используют практику активной государственной поддержки прямых инвестиций национальных компаний. Причины заинтересованности государств в развитии и регулировании этого направления внешнеэкономической деятельности понятны – эффективные капиталовложения в иностранные предприятия и проекты обеспечивают доступ к новым источникам ресурсов и технологиям, более глубокую интеграцию национального хозяйства в мировое, а также улучшение платежного баланса страны за счет увеличения поступлений по статье «доходы от инвестиций». Обычно используются следующие формы государственного содействия прямому инвестированию за рубежом:

- оказание политической и административной поддержки приоритетным инвестиционным сделкам со стороны руководства страны;
- государственная финансовая поддержка прямых инвестиций путем предоставления национальным компаниям кредитов, гарантий и страховок для осуществления международных операций, а также, в некоторых случаях, совместного инвестирования государством и частным капиталом в зарубежные активы (такая практика, в частности, существует в Бразилии, Сингапуре, Марокко);
- заключение двусторонних межгосударственных соглашений о поощрении и

взаимной защите капиталовложений, улучшающих режим обращения национального капитала в других странах (например, у Китая такие соглашения в 2013 г. были заключены со 120 государствами);

- предоставление налоговых льгот и преференций для компаний, осуществляющих зарубежные капиталовложения.

Наиболее активно внешнюю экспансию своих компаний поддерживают Китай, Индия, Малайзия, ЮАР, Бразилия и Мексика (Balding, 2012). Указанные страны выработали и последовательно реализуют системные стратегии расширения международного бизнеса национальных предприятий, основанные на общих приоритетах их социально-экономического развития. Так, в Китае в 2000 г. был провозглашен переход к активной внешнеэкономической стратегии «идти во вне» («*Going Global*»), основными целями которой были определены в том числе освоение природных ресурсов других государств и формирование собственных транснациональных корпораций, способных эффективно участвовать в усиливающейся глобальной конкуренции (Bernstein et al., 2013). Для стимулирования прямых инвестиций за рубеж используется разнообразный инструментарий, в том числе долгосрочное кредитование и страхование международных сделок и проектов китайских компаний Экспортно-импортным банком Китая и государственной страховой компанией *Sinosure*. Приоритет отдается проектам, расширяющим доступ национальных предприятий к природным ресурсам, особенно энергетическим, а также иностранным исследованиям и технологическим разработкам.

При этом возможность осуществлять зарубежные капиталовложения в Китае имеют не только крупнейшие китайские корпорации, но и средние предприятия, что обеспечивает высокую географическую и отраслевую диверсификацию инвестиций, повышая их экономическую эффективность. Во многом благодаря целенаправленной государственной политике ежегодный экспорт прямых инвестиций из Китая вырос с 915 млн долл. США в 2000 г. до 62,4 млрд долл. в 2012 г. (на фоне стагнации мировой экономики в I полугодии 2013 г. на-

блюдался рост прямых инвестиций китайских компаний и финансовых институтов в иностранные активы развитых стран в объеме 37 млрд долл.), а объем накопленного за рубежом капитала – с 52,76 до 502,750 млрд долл. США.

1.3. Виды и динамика активов суверенных фондов

В последние годы все большее значение для мирового рынка капитала приобретает деятельность суверенных инвестиционных фондов (СИФ), называемых также фондами национального благосостояния (*Sovereign Wealth Funds – SWF*). Такие фонды сегодня сформированы более чем в тридцати странах мира, главным образом развивающихся, с целью аккумуляции и долгосрочного инвестирования части валютных резервов и избыточных бюджетных доходов, получаемых от экспорта сырья и другой продукции. По своему назначению фонды обычно разделяют на стабилизационные, призванные смягчать неблагоприятные последствия для национальной экономики в случае ухудшения мировой экономической конъюнктуры, например снижения цен на экспортируемое сырье, и сберегательные, позволяющие накапливать государственные ресурсы для решения долгосрочных социально-экономических задач (Blancheton, Jegourel, 2009). На практике, однако, фонды многих стран являются многоцелевыми и не могут быть однозначно отнесены к одной из указанных групп. Средства СИФов вкладываются в различные зарубежные и внутренние активы, в том числе акции, доли участия в предприятиях, недвижимость и др. СИФы могут функционировать как в виде юридически обособленной имущественной массы, находящейся под управлением национальных финансовых властей или привлеченных управляющих организаций, так и в качестве самостоятельных институтов. Контроль над фондами, как правило, осуществляет государство (Пупынин, 2008; Саввина, 2011).

В том или ином виде СИФы существуют с 50-х годов прошлого века. Более трети действующих фондов было создано до 1990 г. В последние годы появление новых фондов и рост их активов значительно ускорились,

что было обусловлено быстрым наращиванием торгового профицита и валютных резервов в ряде стран – крупнейших экспортеров, в первую очередь азиатских и ближневосточных. Если в начале 1990-х годов в мире насчитывалось двадцать СИФов с суммарными активами в 500 млрд долл. США, то к концу 2012 г. число фондов удвоилось, а их общие активы увеличились более чем в 10 раз до 5,2 трлн долл., что превышает ВВП Франции (Ибраев, 2013). Только в 2012 г. активы фондов выросли в общей сложности на 8% (рис. 4).

Большинство аналитиков прогнозирует сохранение высоких темпов роста СИФов в ближайшие годы. В частности, по оценке Лондонского международного агентства по финансовым услугам (*International Financial Services*), к 2015 г. совокупный объем активов суверенных фондов достигнет 10 трлн долл. США, а к 2020 г. – превысит 13–15 трлн долл. (Truman, 2010). Эксперты Deutsche Bank настроены более осторожно: они ожидают увеличение общих активов фондов до 8 трлн долл. в течение ближайших 5 лет и превышение ими отметки в 12 трлн долл. США через 10 лет.

Традиционно основной объем активов суверенных фондов приходится на так называемые сырьевые фонды, формирующиеся главным образом за счет доходов от экспорта нефти и газа. К ним относятся фонды стран Персидского залива, а также Норвегии, России, Нигерии, Венесуэлы,

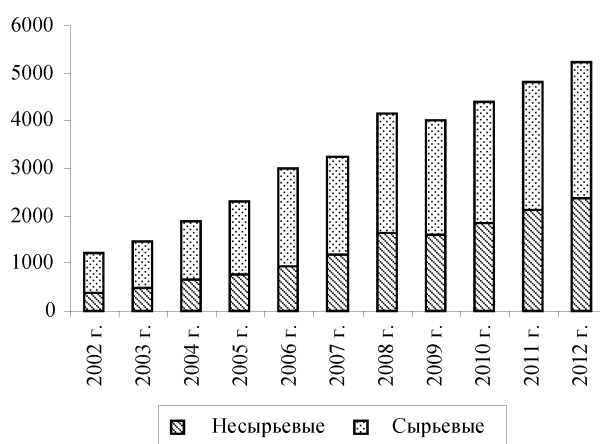


Рис. 4. Динамика активов суверенных инвестиционных фондов, 2002–2012 гг., млрд долл. США.

Источник. The CityUK (<http://www.thecityuk.com/research/our-work/reports-list/sovereign-wealth-funds-2012/>).

Индонезии и некоторых других государств, активно вывозящих сырье (El Hafdh, 2008). Такие фонды создаются как для поддержания финансово-экономической стабильности государств-экспортеров в случае резкого снижения мировых цен на энергоресурсы, так и с целью обеспечения будущих поколений дополнительными источниками доходов при истощении природных запасов. Благодаря быстрому росту мировых цен на нефть, активы сырьевых фондов за последние 10 лет удвоились, в том числе за последние 3 года они увеличились примерно на 18%. В 2012 г. активы сырьевых фондов составили 2,850 трлн долл. США, или почти 60% общего объема накоплений СИФов.

Вместе с тем все больший вес приобретают суверенные фонды неминерального происхождения, формируемые государствами за счет доходов от экспорта несырьевой продукции, а также бюджетных и налоговых поступлений, пенсионных резервов и средств, полученных от приватизации⁴. В 2012 г. совокупные активы таких фондов достигли 2,373 трлн долл. США, увеличившись за последние 3 года в два раза вследствие ускоренного роста экспорта и валютных запасов азиатских стран, прежде всего Китая (включая Гонконг) и Сингапура. Доля несырьевых фондов в общих объемах СИФов в 2002–2012 гг. выросла почти втрое – с 13 до 36% и, по прогнозам, достигнет 50% к 2015 г.

Суммарный объем активов суверенных фондов пока относительно невелик на фоне таких финансовых институтов, как пенсионные и паевые инвестиционные фонды, но уже превышает активы хедж-фондов и фондов прямых инвестиций (рис. 5). Учитывая, однако, опережающие темпы роста масштабов СИФов, многие эксперты предполагают, что уже к 2015–2020 гг. объемы суверенных фондов будут сопоставимы с совокупными резервами страховых компаний мира, что выведет их в число крупнейших игроков на мировом рынке капитала (Зубченко, 2008).

Суверенные, пенсионные и хеджевые фонды образуют, по мнению специалистов,

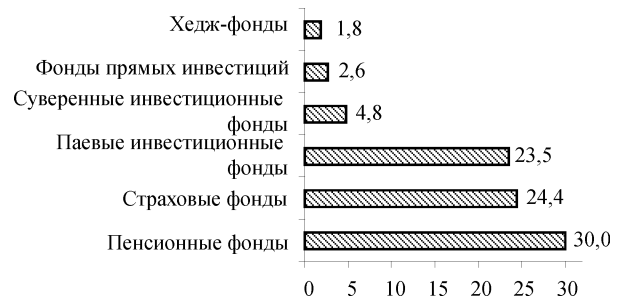


Рис. 5. Общие мировые активы СИФов и других фондов, 2012 г., трлн долл. США.

Источник: The CityUK (<http://www.thecityuk.com/research/our-work/reports-list/sovereign-wealth-funds-2012/>).

«три опоры международных финансов», от деятельности которых во все большей мере зависит поведение таких традиционных операторов финансовых рынков, как банки, страховые компании и различные инвестиционные фонды. В настоящее время объем мирового финансового рынка оценивается в 100 трлн долл. США, исключая рынок недвижимости, на котором суверенные фонды также осуществляют вложения. Как предполагается, через 10 лет доля суверенных фондов на мировом финансовом рынке возрастет с 2 до 9%, а по некоторым оценкам, и до 17%. Различают два типа суверенных фондов⁵ (Du Grannut, 2008):

- стабилизационные фонды, которые преследуют две главные цели: обеспечение безопасности и ликвидности в условиях циклических экономических колебаний. Именно поэтому они предпочитают вкладывать свои средства в облигации американского Казначейства, которые считаются весьма ликвидными, хотя и приносят низкие доходы;

- фонды будущих поколений, цель которых состоит в том, чтобы сберечь для будущих поколений часть доходов от экспорта истощающихся природных ресурсов. Первым из таких фондов был созданный в 1953 г. в Кувейте фонд «Kuwait Investment Authority» (KIA), по модели которого в последующем созданы фонды в других странах – экспортерах нефти. Эти фонды заинтересованы в более долгосрочных вложениях, в том числе в акции и облигации частных компаний и банков. Так, норвежс-

⁴ Вектор. Оценки, прогнозы, приоритеты. *Экспертно-аналитический журнал*. ВТБ. 2008. Июнь.

⁵ Une Menace Pour la Stabilité Financière. *Problèmes écon. Paris*, 2008. No 2951. P. 16–19.

кий фонд GPFG участвует в капитале более 3 тыс. компаний, при этом его доля не превышает 1% капитала каждой компании. В целом, 40% активов фонда помещены в акции и 60% – в облигации (Truman, 2010).

Сырьевой характер формирования основной части суверенных фондов определяет региональную структуру их происхождения. В 2012 г. 35% активов СИФов приходилось на нефтедобывающие страны Ближнего Востока. Еще 40% активов принадлежали фондам других стран Азии, образованным в основном за счет несырьевых доходов. На европейские государства (Норвегия, Россия, Ирландия) приходилось около 17% общих активов СИФов, но лишь в Ирландии суверенный фонд носил несырьевой характер (рис. 6). В число стран, обладающих крупнейшими в мире фондами национального благосостояния, в настоящее время входят ОАЭ, Норвегия, Сингапур, Саудовская Аравия и Кувейт (табл. 1).

Особняком стоят суверенные фонды Китая, которые в отличие от фондов других стран с формирующимся рынком преследуют одновременно экономические и политические цели. Как писала 10 августа 2007 г. газета «Daily Telegraph», пекинский режим рассматривает свои огромные валютные резервы (сегодня превышающие 3 трлн долл. США) как «финансовое ядерное оружие» (Warde, 2008). Китай, противостоящий США по таким вопросам, как защита прав человека, расширение китайского экспорта, торговля контрафактной продукцией

и т. д., является единственной страной, которая может использовать свою «поражающую финансовую силу» для достижения политических целей (Gasparro, Pagano, 2010).

1.4. Инвестиционная стратегия суверенных фондов

Как отмечает большинство экспертов, суверенные фонды, хотя и значительно разнятся по направлениям и способам вложения капитала, определяемым стоящими перед ними задачами, имеют ряд общих особенностей инвестиционной политики, отличающих их от других государственных инвестиционных институтов, в том числе пенсионных фондов, банков и фондов развития. Важнейшей из них является стратегический характер инвестиций, ориентированных на долгосрочный результат и, как правило, не предусматривающих цели получения спекулятивной прибыли. Средства суверенных фондов инвестируются преимущественно в долговые ценные бумаги с длительными сроками погашения, акции и доли участия в компаниях, объекты недвижимости. Доля краткосрочных инвестиций достаточно высока только в СИФах стабилизационного характера, нуждающихся в запасе ликвидных активов, которые при возникновении кризисных явлений можно было бы оперативно и без потерь трансформировать в наличные средства.

Кроме того, в отличие от ряда других финансовых институтов, в частности пенсионных фондов, деятельность которых жестко регулируется национальным законодательством, СИФы обычно пользуются определенной свободой принятия решений с точки зрения выбора инструментов, валюты и географии инвестирования. Это дает возможность фондам увеличивать доходность своих инвестиций за счет вложения средств в относительно рискованные виды активов, например акции и доли участия в компаниях. Здесь суверенные фонды до некоторой степени напоминают хедж-фонды, также нацеленные на финансовый результат и не связанные жесткими правовыми нормами. По сравнению с хедж-фондами, однако, в операциях СИФов существенно меньшее значение имеют спекулятивные мотивы.

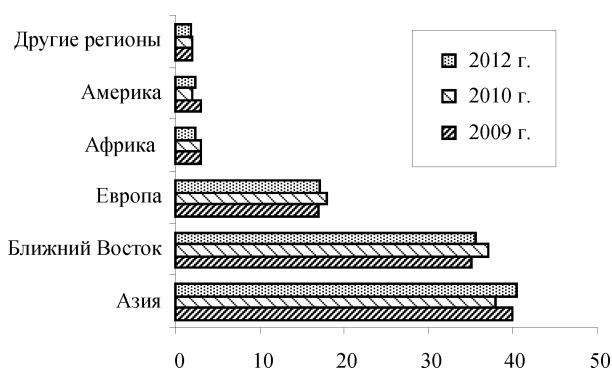


Рис. 6. Региональное распределение активов суверенных фондов, % к мировому итогу.

Источник. The CityUK (<http://www.gfmag.com/tools/global-database/economic-data/12146-largest-sovereign-wealth-funds.html#axzz2OqIrcPsG>).

Крупнейшие суверенные фонды, 2012 г.

Страна	Название фонда	Активы, млрд долл. США	Год создания	Вид фонда
ОАЭ	Abu Dhabi Investment Authority	627,00	1976	Сырьевой
Норвегия	Government Pension Fund - Global	611,00	1990	Сырьевой
Китай	SAFE Investment Company	567,90	1997	Несырьевой
Саудовская Аравия	SAMA Foreign Holdings	532,80	–	Сырьевой
Китай	China Investment Corporation	439,60	2007	Несырьевой
Кувейт	Kuwait Investment Authority	296,00	1953	Сырьевой
Китай–Гонконг	Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	293,30	1993	Несырьевой
Сингапур	Government of Singapore Investment Corporation	247,50	1981	Несырьевой
Сингапур	Temasek Holdings	157,20	1974	Несырьевой
Россия	National Wealth Fund	149,70	2008	Сырьевой
Китай	National Social Security Fund	134,50	2000	Несырьевой
Катар	Qatar Investment Authority	100,00	2005	Сырьевой
Австралия	Australian Future Fund	80,00	2006	Несырьевой
ОАЭ	Investment Corporation of Dubai	70,00	2006	Сырьевой
Ливия	Libyan Investment Authority	65,00	2006	Сырьевой
Казахстан	Kazakhstan National Fund	58,20	2000	Сырьевой
ОАЭ	International Petroleum Investment Company	58,00	1984	Сырьевой
Алжир	Revenue Regulation Fund	56,70	2000	Сырьевой
ОАЭ	Mubadala Development Company	48,20	2002	Сырьевой
Южная Корея	Korea Investment Corporation	43,00	2005	Несырьевой
США	Alaska Permanent Fund	40,30	1976	Сырьевой
Малайзия	Khazanah Nasional	36,80	1993	Несырьевой
Азербайджан	State Oil Fund	30,20	1999	Сырьевой
Ирландия	National Pensions Reserve Fund	30,00	2001	Несырьевой
Бруней	Brunei Investment Agency	30,00	1983	Сырьевой
Франция	Strategic Investment Fund	28,00	2008	Несырьевой
США	Texas Permanent School Fund	24,40	1854	Сырьевой
Иран	Oil Stabilisation Fund	23,00	1999	Сырьевой
Новая Зеландия	New Zealand Superannuation Fund	15,90	2003	Несырьевой
Канада	Alberta's Heritage Fund	15,10	1976	Сырьевой
Чили	Social & Economic Stabilization Fund	15,00	2007	Несырьевой
США	New Mexico State Investment Council	14,30	1958	Несырьевой
Бразилия	Sovereign Fund of Brazil	11,30	2008	Несырьевой
Восточный Тимор	Timor-Leste Petroleum Fund	9,90	2005	Сырьевой
Бахрейн	Mumtalakat Holdings	9,10	2006	Несырьевой
Оман	State General Reserve Fund	8,20	1980	Сырьевой

Источник. The CityUK (<http://www.gfmag.com/tools/global-database/economic-data/12146-largest-sovereign-wealth-funds.html#axzz2OqlrcPsG>).

Анализ инвестиционной стратегии СИФов, как правило, связан со значительными трудностями. Большинство фондов, на которые приходится основная часть мировых активов СИФов, непрозрачны, информации по структуре их инвестиций крайне мало. Особенно это относится к фондам, принадлежащим монархическим династиям мусульманского мира (ОАЭ, Саудовская Аравия, Кувейт, Катар, Бруней и Оман), а также фондам государств,

традиционно предоставляющих ограниченные сведения о деятельности своих правительств (Китай, Венесуэла, Иран, Алжир). Так, веб-сайт крупнейшего в мире СИФа Abu Dhabi Investment Authority представляет собой всего лишь одну страницу с указанием адреса и контактного телефона. Своего рода исключения представляют СИФы Норвегии, Австралии, Новой Зеландии, американского штата Аляска и канадской провинции Альберта,

регулярно публикующие информацию о размере активов, норме прибыли и структуре инвестиционного портфеля. Однако суммарная доля активов указанных СИФов сравнительно невелика (15-16% общих активов суверенных фондов), по их инвестиционной стратегии нельзя судить о действиях всех фондов⁶.

Несмотря на отмеченные проблемы, экспертами периодически предпринимаются попытки проанализировать состояние инвестиционных портфелей СИФов и выявить закономерности их формирования. Так, по оценкам *McKinsey Global Institute*, нефтяные фонды стран Ближнего Востока предпочитают инвестировать в зарубежные активы, на которые в 2012 г. приходилось около 80% их капиталовложений. При этом почти половина (46%) указанных средств была инвестирована в портфели акций иностранных компаний, еще 42% – в высоконадежные финансовые инструменты (ценные бумаги с фиксированной доходностью и банковские депозиты) и только 12% направлено в прямые иностранные инвестиции, недвижимость, хедж-фонды и другие аналогичные активы с повышенной доходностью и рисками. Географическая структура капиталовложений нефтяных фондов в 2012 г. выглядела следующим образом: 55% приходилось на США, 18 – Европу, 22% – страны Арабского Востока и Азии.

Выявить общие тенденции инвестирования средств несырьевых фондов довольно сложно, учитывая страновую специфику каждого фонда. Как отмечают эксперты *Deutsche Bank*, в основу своих инвестиционных стратегий большинство этих СИФов традиционно закладывают приобретение американских ценных бумаг, в первую очередь облигаций ФРС США. По оценкам банка, в долларовых инструментах сегодня по-прежнему сосредоточено более половины активов несырьевых СИФов, хотя в последние годы их удельный вес постепенно уменьшается в пользу инвестиций в евро и других валютах.

Кроме того, ряд несырьевых фондов значительные средства инвестирует внут-

ри своих стран. Так, *Temasek Holdings* (Сингапур) вкладывает в национальные компании около одной трети своих ресурсов, а *China Investment Corporation* более половины своего капитала размещает в настоящее время в Китае. Данная особенность несырьевых СИФов, очевидно, определяется их региональным происхождением: большинство таких фондов создано в государствах Юго-Восточной Азии с быстрорастущей экономикой, требующей значительных инвестиций, в связи с чем часть средств национальных СИФов направляется на цели внутреннего развития. Целесообразность такой инвестиционной политики определяется еще и тем, что доходность капиталовложений на бурно развивающихся рынках азиатских стран существенно выше, чем при работе с американскими и европейскими активами.

1.5. Инвестиционная политика суверенных фондов развивающихся стран в условиях дестабилизации мировых финансовых рынков

В 2007 г., в условиях развивающегося кризиса ипотеки *subprime* в США и усиления турбулентности на мировых рынках капитала, СИФы ряда развивающихся стран привлекли к себе всеобщее внимание, совершив несколько масштабных сделок с крупными пакетами акций ведущих американских и европейских финансовых институтов. Фонды из этих стран и раньше достаточно активно вкладывали средства в акции, направляя в них, по разным оценкам, в среднем около 40% активов, однако по своему характеру это было в основном портфельное инвестирование, когда приобретаемые пакеты акций составляли менее 1% капитала компании-эмитента. Сделки с относительно крупными акционерными пакетами, в результате которых покупатель получал бы возможность оказывать влияние на компанию, выпустившую акции, носили единичный характер. Большая их часть совершалась арабскими фондами, а также сингапурским *Temasek Holdings*, который в 2005 г. приобрел в Китае 5,1% *China Construction Bank Corp.* за 2,5 млрд долл. и 5% *Bank of China* за 1,6 млрд долл., а в 2006 г. – 11,55% британс-

⁶ Вектор. Оценки, прогнозы, приоритеты. *Экспертно-аналитический журнал*. ВТБ. 2008. Июнь.

кого Standard Chartered Bank за 4 млрд долл. США⁷.

Во второй половине 2007 – начале 2008 г. суверенные фонды из Сингапура, Саудовской Аравии, ОАЭ, Кувейта и Китая инвестировали в капитал ведущих американских и европейских банков, наиболее пострадавших от ипотечного кризиса в США, в общей сложности более 55 млрд долл. США, войдя, таким образом, в число их крупнейших акционеров⁸ (табл. 2). Фактически фонды воспользовались проблемами указанных институтов, которые

⁷ По словам американского профессора И. Ярда, в эпоху приватизации, глобализации и «победы рынка» создание суверенных фондов представляет собой парадокс. Как показал опыт, только суверенные фонды проявили готовность помочь терпящим бедствие гигантам западного бизнеса. 27 ноября 2007 г. фонд из Абу-Даби ADIA объявил о приобретении за 7,5 млрд долл. США 4,9% капитала крупнейшего в мире банка «Citigroup». Несколько позже сингапурский фонд GIC внес 10 млрд долл. в капитал швейцарской банковской группы UBS, занимающей второе место в мире. В декабре 2007 г. китайский фонд SIC за 10 млрд долл. приобрел 9,9% капитала ведущего американского инвестиционного банка «Morgan Stanley». В целом, за несколько недель до начала 2008 г. суверенные фонды инвестировали в финансовый сектор Запада более 60 млрд долл. США. Однако в условиях нынешней рецессии они понесли значительные потери от своих вложений. Так, сингапурский фонд GIC потерял 55% вложений в капитал швейцарского банка UBS, а фонд Абу-Даби ADIA – 40% вложений в «Citigroup». Такой дорогой стала плата суверенных фондов за взятие «финансовых крепостей» (De

в условиях глобального кризиса ликвидности, по сути, не имели иных серьезных альтернатив, кроме СИФов, для оперативного восполнения огромных финансовых потерь по ипотеке subprime⁹. Для фондов инвестиции в крупнейшие международные банки, безусловно, носили стратегический характер, позволяя им существенно укрепить свои позиции в глобальной финансовой системе.

Помимо инвестиций в капитал банков, в 2007–2008 гг. СИФы из развивающихся стран совершили еще ряд заметных сделок по покупке долей участия в известных финансовых институтах, в том числе Лондонской фондовой бирже (LSE), американской бирже NASDAQ, шведской бирже OMX, американских фондах прямых инвестиций

discretes cagnottes publiques aux ambitions mouvantes. Monde-économie. Paris, 2007. 2 oct. P. 3).

⁸ Суверенные фонды воздерживаются от инвестиций в такие высокорисковые и сложные инструменты, которые лежали в основе финансового кризиса 2007–2009 гг. Хотя из-за непрозрачности Фондов точные данные о составе их портфелей отсутствуют, можно полагать, что большая часть их ресурсов вложена в акции, облигации и такие гибридные инструменты, как конвертируемые облигации.

⁹ Окончательные выводы о результатах подобной политики делать пока преждевременно, можно предположить, что она отражает приспособленческую стратегию суверенных фондов, а не их стремление способствовать спасению международной банковской системы.

Таблица 2

Вложения суверенных фондов в капитал ведущих западных банков, 2007–2008 гг.

Западный банк	Страна	Суверенный фонд	Страна	Дата	Сумма, млрд долл. США
Barclays	Великобритания	Temasek	Сингапур	25.07.2007 г.	2,05
Barclays	Великобритания	China Development Bank	Китай	25.07.2007 г.	3,08
Barclays	Великобритания	QIA	Катар	31.10.2008 г.	11,74
Citigroup	США	Abu Dhabi Investment	ОАЭ	26.11.2007 г.	7,5
Citigroup	США	GIC	Сингапур	15.01.2008 г.	8,9
Citigroup	США	KIA,	Кувейт	15.01.2008 г.	5,6
Credit Suisse	Швейцария	QIA	Катар	16.10.2008 г.	8,71
Merill Lynch	США	Temasek	Сингапур	24.12.2007 г.	4,4
Merill Lynch	США	KIC, KIA	Ю. Корея, Кувейт	15.01.2008 г.	8,6
Merill Lynch	США	Temasek	Сингапур	24.02.2008 г.	0,6
Merill Lynch	США	Temasek	Сингапур	28.07.2008 г.	0,8
Morgan Stanley	США	China Investment Corp.	Китай	19.12.2007 г.	5,58
UBS	Швейцария	GIC	Сингапур	10.12.2007 г.	9,75
UBS	Швейцария	Фонд не определен		10.12.2007 г.	1,77
Unicredit	Италия	Libyan Investment Authority	Ливия	17.10.2008 г.	1,61

Источник. ЕЦБ (<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp91.pdf>).

Blackstone и Carlyle¹⁰. Около двух третей капиталовложений в зарубежные банки и другие финансовые институты в 2012 – начале 2013 г. поступило из суверенных фондов стран Азии (из них 13% из Китая), еще одна треть – из ближневосточных СИФов. Больше других стран – около 30 млрд долл. США – на эти цели инвестировал Сингапур через два СИФа.

Приобретение суверенными фондами доли в капитале крупных западных компаний и банков, испытывающих трудности в условиях кризиса, вызвало неоднозначную реакцию. Один из западных аналитиков заявил: «должны ли мы соглашаться на то, чтобы коммунисты или террористы становились собственниками наших банков?». Другие на это отвечали: «Поскольку мы находимся в отчаянном положении, не имеет значения, кто будет вести дела». В целом, если банки были не против «массивных, пассивных и терпеливых» инвестиций из стран Азии и Ближнего Востока, то многие западные политические деятели и СМИ проявляли беспокойство по поводу растущих инвестиций суверенных фондов. На Западе все чаще проявлялись признаки усиления протекционизма в отношении иностранных инвестиций. Так, Комитет по иностранным инвестициям США (Committee on Foreign Investment) получил право рекомендовать президенту «блокировать иностранные инвестиции, которые могут создавать угрозу для национальной безопасности страны»¹¹.

Однако потребность в ликвидных средствах заставляет Запад проявлять определенную сдержанность в отношении суверенных фондов. В этих условиях наблюдалась следующая эволюция: если до финансового кризиса 2007–2009 гг. инвестиции суверенных фондов «членами очень закры-

того клуба высоких финансов»¹² не приветствовались, то сегодня они допускаются в капитал ведущих компаний и банков. Правда, при этом им навязываются определенные условия (например, отсутствие представительства в правлениях, определенный процент участия в капитале и т. д.), что явно противоречит принципам дерегулирования и является признаком усиливающегося протекционизма. «Они нас не любят, но они хотят наших денег», – сказал о западных компаниях и банках министр финансов Норвегии (Миловзоров, 2008). Резкие изменения в отношении западных политиков к суверенным фондам стали наблюдаться осенью 2007 г., когда встал вопрос о спасении терпящих бедствие западных банков. Вместе с тем особое беспокойство на Западе по-прежнему вызывает то, что, осуществляя свои инвестиции, суверенные фонды могут преследовать не только финансовые, но и политические, и стратегические цели, т. е. перестать быть пассивными инвесторами, а начать активно участвовать в принятии решений¹³.

Деятельность суверенных фондов может способствовать ускорению экономического развития стран их происхождения, повышению уровня занятости и благосостояния населения, приобретению новейших технологий и управленческого опыта (Faggio, 2003). Вместе с тем быстрое возрастание их роли в сфере международных финансов создает дополнительные риски для мировой финансовой системы. Кроме того, по мнению некоторых политиков, расширение вложений суверенных фондов в капиталы частных компаний «может сковать их творческие силы» (Wes, Lankes, 2001; Yasemin, Yalta, 2010). Так, президент Эстонии Т.Х. Ильвес назвал суверенные фонды «новой формой государственного

¹⁰ В сентябре 2007 г. катарский фонд QIA приобрел 20% акций Лондонской биржи, а государственный холдинг «Bourse Doubai» – 19,9% капитала американской биржи НАСДАК. Среди других значительных приобретений, осуществленных в 2007 г., можно назвать покупку дубайским фондом «Istithmar» за 942,3 млрд долл. США сети крупных магазинов «Barneys» в Нью-Йорке. В июле 2007 г. китайский банк «China Development Bank» вместе с сингапурским фондом «Temasek» приняли участие в размере 13 млрд евро в капитале английского банка «Barclays» (L'essor des Fonds Souverains Raviv les Protectionnismes. *Mondeéconomie*. Paris, 2007. 2 oct. P. 2–3.).

¹¹ Une Menace Pour la Stabilité Financière. *Problèmes écon.* Paris, 2008. No 2951. P. 16–19.

¹² De discrètes cagnottes publiques aux ambitions mouvantes. *Mondeéconomie*. Paris, 2007. 2 oct. P. 3.

¹³ Подобные попытки направлены на то, чтобы повысить эффективность суверенных фондов, обеспечить прозрачность их финансовых целей и потенциально позитивное влияние на международные рынки капиталов. Они призваны способствовать расширению инвестиционной базы Фондов за счет ценных бумаг, не эмитированных государством (таких как облигации и акции частного сектора, вложения в активы стран с развивающимися рынками, в сырьевые отрасли и т. д.), а также более эффективной диверсификации и распределению рисков в мировых масштабах.

капитализма», который может свести на нет успехи процесса приватизации в странах с переходной экономикой (Redon, Thaler, 2008). Все эти и другие соображения лежат в основе требований разработать меры по регулированию деятельности фондов, сохранив при этом открытый характер мировой финансовой системы¹⁴.

Мнения экспертов о дальнейшем развитии инвестиционной стратегии суверенных фондов развивающихся стран сегодня разделились. Ряд аналитиков считает, что период «крупных покупок» близится к завершению и вскоре эти СИФы вернутся к традиционной консервативной политике, ориентированной главным образом на портфельное инвестирование в акции и высоконадежные долговые инструменты.

Многие специалисты, однако, полагают, что наблюдаемое резкое увеличение инвестиций СИФов из развивающихся государств в крупные пакеты акций ведущих западных корпораций, в частности финансовых, является не просто краткосрочной тенденцией, стимулированной благоприятной для них ситуацией на рынке (Bolton et al., 2012). Оно отражает постепенный переход указанных СИФов к более агрессивной стратегии размещения средств, нацеленной как на увеличение доходов от инвестиций, так и на более активное продвижение интересов своих стран в мировой экономике и финансовом секторе. Данная смена инвестиционной парадигмы фондов, в свою очередь, определяется отмеченным выше усилением позиций ведущих развивающихся государств в современной глобальной экономике, предполагающим в том числе расширение внешней экспансии их национальных финансовых институтов, включая СИФы¹⁵.

¹⁴ В начале 2000-х годов быстрый рост Фондов из-за непрозрачности их деятельности и планов стал восприниматься принимающими их инвестициями странами как угроза. С началом финансового кризиса 2007–2009 гг. инвестиции Фондов в западные банки стали приветствоваться. Некоторые специалисты, например члены финансовой комиссии Сената США, посчитали, что «суверенные фонды играют стабилизирующую роль в международной финансовой системе» (Blancheton, Jegourel, 2009). Ряд экспертов увидели в инвестициях Фондов проявление новой формы финансового капитализма, при котором государство играет существенную роль.

¹⁵ Вектор. Оценки, прогнозы, приоритеты. *Экспертно-аналитический журнал*. ВТБ. 2008. Июнь.

1.6. *Вопросы регулирования деятельности СИФов на международном уровне*

Быстрое увеличение активов суверенных фондов развивающихся стран, а также реализованные ими в 2012 г. крупные инвестиционные сделки, явно продемонстрировавшие новые финансовые возможности и устремления СИФов, вызвали серьезную озабоченность в политических и деловых кругах западных стран (O'Brien, 2008). Росту протекционистских настроений по отношению к фондам не помешал даже тот факт, что именно инвестиции СИФов позволили крупнейшим международным банкам существенно выправить свое финансовое положение, повысить уровень ликвидности и в целом способствовали стабилизации глобальных рынков капитала, пострадавших от чрезмерного увлечения американских и европейских банкиров спекулятивной высокорисковой ипотекой (Truman, 2010).

Основное беспокойство в США и европейских странах вызывают два обстоятельства, связанных с СИФами. Во-первых, эта высокая информационная закрытость и непрозрачность деятельности фондов, противоречащая принятой на Западе практике ведения финансового бизнеса. Данный факт делает СИФы своего рода «черными ящиками», чьи операции трудно оценить и спрогнозировать. Учитывая огромные объемы капитала, контролируемые СИФами, непрозрачность и непредсказуемость их действий рассматривается как серьезная угроза стабильности мировой финансовой системы (Quadrio Curzio, Miceli, 2010).

Во-вторых, многие критикуют тесную связь СИФов с правительствами своих стран, далеко не все из которых относятся к числу «друзей Запада». В сочетании с непрозрачностью операций это позволяет усматривать в деятельности фондов не только обычные коммерческие мотивы, но и совершенно определенные геополитические интересы. Высказываются серьезные опасения, что инвестиции фондов в такие стратегические отрасли экономики США и ЕС, как телекоммуникации, инфраструктура, энергетика, финансовый сектор, могут обеспечить их странам мощный рычаг давления на западные государства и превра-

таться тем самым в значимую угрозу их национальной безопасности.

Указанные соображения побудили некоторые государства и международные организации приступить к разработке требований и рекомендаций к инвестиционной политике СИФов и порядку их допуска на национальные финансовые рынки. Так, в феврале 2012 г. Еврокомиссия подготовила предложения для руководящих органов ЕС (*A common European approach to Sovereign Wealth Funds*), в которых формируются общие принципы регулирования деятельности зарубежных СИФов в странах Евросоюза¹⁶. Основным из них является принцип взаимной открытости (симметрии): суверенный фонд может свободно работать в ЕС, если в его стране нет существенных ограничений на европейские инвестиции.

Значительное внимание в документе Еврокомиссии также уделено вопросам управления и повышения транспарентности фондов. Фондам рекомендуется, в частности (Gordon et al., 2013):

- публиковать свою инвестиционную политику, раскрывая в ней цели и направления капиталовложений;
- применять только общепринятые процедуры покупки активов и отказаться от «серых» схем вхождения на финансовый рынок ЕС;
- повысить прозрачность деятельности за счет ежегодной публикации данных об инвестиционной позиции и структуре активов, источниках финансирования операций и другой информации.

Для снятия подозрений о наличии политических мотивов в деятельности СИФов странам – их владельцам предлагается обеспечить операционную независимость фондов, четко определив при этом пра-

вила управления ими и порядок взаимодействия фондов с государственными властями.

Указанные принципы и требования к суверенным фондам Евросоюз предполагает закрепить в двусторонних соглашениях со странами – их владельцами. Переговоры по вопросам заключения таких соглашений Еврокомиссия планирует провести в течение 2013–2015 гг. В то же время, по заявлениям руководства ЕЦБ, Евросоюз пока не готовит нормативных актов, которые бы напрямую ограничивали деятельность фондов третьих стран в Европе.

Важное значение для регулирования операций СИФов в глобальном масштабе будет иметь принятие Декларации по оптимальной практике деятельности суверенных фондов, подготавливаемой в настоящее время в МВФ. Ожидается, что в этом документе, как и в предложениях Еврокомиссии, основной упор будет сделан на вопросах независимости управления и транспарентности фондов. Еще одна международная организация – ОЭСР, в свою очередь, работает над добровольным кодексом для стран, получающих инвестиции СИФов. Предлагается, в частности, что эти страны будут избегать протекционистской политики и поддерживать справедливые и прозрачные инвестиционные сделки суверенных фондов.

В США, как отмечалось выше, в качестве превентивной меры по недопущению в страну нежелательных инвестиций в 2007 г. был принят специальный закон об иностранных инвестициях и национальной безопасности. Данный закон применим и к операциям зарубежных суверенных фондов, сделки которых с акциями американских компаний и финансовых институтов могут быть заблокированы, если, по мнению американских властей, они угрожают интересам национальной безопасности США. Контроль за поступлением внешнего капитала, в том числе средств СИФов, осуществляет специальный правительственный орган – Комитет по иностранным инвестициям в США (*CFIUS*).

Как считают некоторые эксперты, усиление протекционизма связано с боязнью того, что цели суверенных фондов, приобретающих зарубежные активы, выходят за пределы поиска высоких финансовых доходов. Развитые страны опасаются, что эти инвес-

¹⁶ Отметим, что еще 10 сентября 2007 г. французский президент Н. Саркози и канцлер Германии А. Меркель заявили о том, что Европейский союз должен уделять особое внимание тем областям, где конкуренция искажается из-за действий суверенных фондов. А. Меркель при этом отметила, что Германия намерена создать государственный фонд для того, чтобы противостоять враждебным захватам немецких предприятий и банков. Во Франции Орган по регулированию финансовых рынков (*Autorité des marchés financiers*) имеет право запросить у иностранного инвестора, намерен ли он осуществить публичное предложение на приобретение акций французской компании. В случае отсутствия ответа на этот вопрос такая операция будет запрещена в течение шести месяцев.

тиции могут затронуть такие важные вопросы, как условия конкуренции, утрата защищаемой технологии и стратегических активов в таких отраслях, как энергетика или финансовая система. Органы ЕС, в частности Еврокомиссия, предлагают разработать общую политику защиты европейской экономики, чтобы «единый рынок не был фрагментирован, если каждая страна – участница ЕС будет проводить собственную политику защиты от нашествия третьих стран».

В последнее время «символом экономического патриотизма» стал энергетический сектор, который в большинстве даже самых глобализированных стран защищен как стратегическая отрасль национальной экономики. Так, в США в 2005 г. конгресс не допустил приобретения нефтяной компании «Upocal» китайской компанией «Сноос». Недавний пример: запрет на приобретение российским «Газпромом» немецкой компании E.ON под тем предлогом, что «Газпром» находится под контролем государства.

В перспективе следует ожидать усиления давления на суверенные фонды развивающихся стран со стороны США и ЕС, чтобы, с одной стороны, сделать их более транспарентными и предсказуемыми, с другой стороны, попытаться направить инвестиции фондов в нужное для принимающих стран русло, например в их государственные облигации.

Как уже было сказано выше, принятие жестких протекционистских мер по отношению к СИФам сегодня маловероятно, учитывая постоянно растущую зависимость экономики западных стран, и особенно США, от капиталовложений из развивающихся государств¹⁷. Таким образом, фонды,

которые хотя бы формально смогут выполнить основные требования европейских и американских властей прежде всего в части независимости управления и прозрачности, сохраняют хорошие возможности для работы на рынках капитала США и Европы.

В свою очередь, ОЭСР, МВФ и Всемирный банк начали разработку кодекса хорошего поведения для суверенных фондов, в основе которого должны лежать два принципа: принцип прозрачности, предполагающий регулярную публикацию данных о структуре, обязательствах, вложениях и целях фонда; принцип ответственности фонда за свою деятельность. Кодекс направлен на то, чтобы сделать инвестиции фондов предсказуемыми, поскольку они могут руководствоваться не только принципами экономической рациональности, но и различными неэкономическими (политическими, социальными, военными и т. д.) соображениями правительств стран их происхождения. Однако даже неожиданный массивный приток средств, нацеленный на получение прибыли, может вызвать нарушение равновесия на рынках капиталов и подорвать стабильность мировой финансовой системы.

2. **Международные инвестиции российских компаний и финансовых институтов**

По мере своего формирования в начале 1990-х годов прошлого века российские компании и банки стали активно экспортировать капитал за рубеж. Первоначально вывоз средств носил преимущественно характер бегства капитала, когда ресурсы направлялись в другие страны и оффшорные центры по различным «серым» схемам и фактически оказывались потерянными для России. Однако в последние годы рост национальной экономики и связанное с ним укрепление ведущих отечественных корпораций способствовали быстрому наращиванию объема прямых частных инвестиций в иностранные предприятия и проекты. В результате по объему прямых капиталовложений, накопленных за рубежом, Россия в 2012 г. вышла на второе место после Китая среди развивающихся стран – ведущих международных инвесторов (рис. 7).

¹⁷ Деятельность суверенных фондов может способствовать ускорению экономического развития стран их происхождения, повышению уровня занятости и благосостояния населения, приобретению новейших технологий и управленческого опыта. Вместе с тем быстрое возрастание их роли в сфере международных финансов создает дополнительные риски для мировой финансовой системы. Кроме того, по мнению некоторых экспертов, расширение вложений суверенных фондов в капиталы частных компаний «может сковать их творческие силы». Президент Эстонии назвал суверенные фонды «новой формой государственного капитализма», который может свести на нет успехи процесса приватизации в странах с переходной экономикой. Все эти и другие соображения лежат в основе требований разработать меры по регулированию деятельности фондов, сохранив при этом открытый характер мировой финансовой системы.

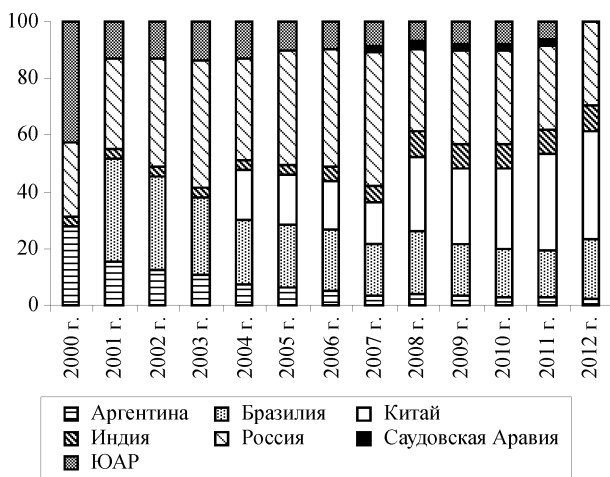


Рис. 7. Крупнейшие развивающиеся страны по размеру накопленных иностранных инвестиций за рубежом, 2000–2012 гг., % к общему объему ПИИ развивающихся стран.

Источник. Построено по данным Организации экономического сотрудничества и развития (<http://stats.oecd.org/index.aspx?#>).

Наращивание прямых инвестиций за рубеж оказывает неоднозначное влияние на экономику России. С одной стороны, благодаря приобретению предприятий в других странах российские компании получают доступ к новым источникам ресурсов, технологиям и рынкам сбыта, что увеличивает их международную конкурентоспособность. Внешняя экспансия национального бизнеса также содействует укреплению геополитического влияния России и усилению ее позиций в глобальной экономике. Вместе с тем увеличивающийся отток капитала заметно ослабляет ресурсную базу роста и модернизации российской экономики. Следует отметить и недостаточно эффективную структуру зарубежных инвестиций, осуществляемых сегодня в основном в добывающие активы и, по сути, способствующих закреплению сырьевой направленности российской экономики. Все это определяет необходимость более активного участия государства в регулировании экспорта капитала из России.

2.1. Прямые инвестиции российских компаний за рубежом и их значение для национальной экономики

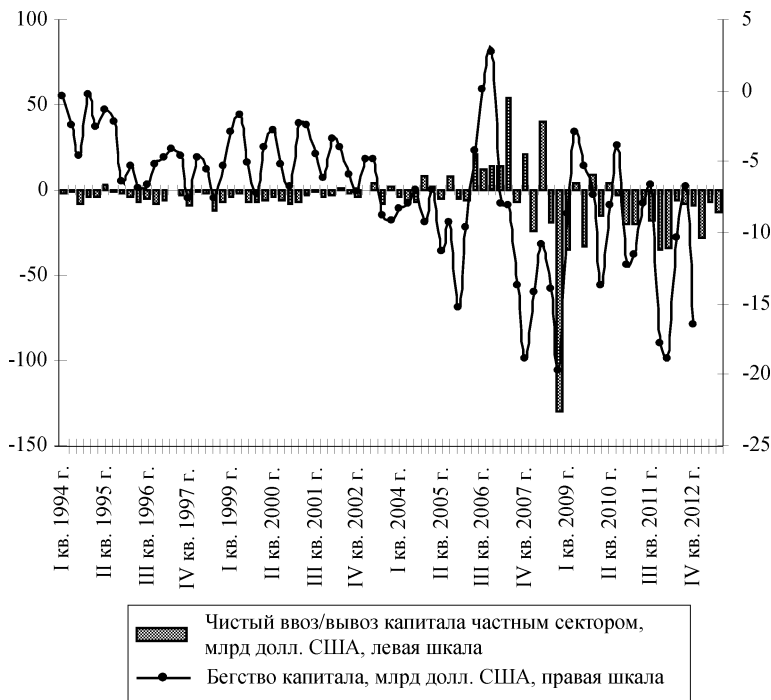
Масштабы экспорта частного капитала и прямых иностранных инвестиций из России. Россия стала осуществлять внешнеэкономическую экспансию еще в конце XIX в. и с тех

пор уже более столетия стабильно входит в число стран – крупных экспортеров финансовых ресурсов. Исторически первые значительные инвестиции за рубежом связаны с вложением предпринимательского капитала в промышленность и в сферу торговли ряда европейских и азиатских государств, в том числе Китая и Ирана.

С развитием рыночных отношений и либерализацией внешнеэкономической деятельности в современной России частный бизнес вновь стал играть важную роль в экспорте капитала из страны. Однако в условиях продолжительного экономического спада и высокой финансовой нестабильности 1990-х годов вывоз предпринимательского капитала почти сразу же приобрел характер массового нелегального бегства за границу. Тысячи предприятий в обход валютного и налогового законодательства выводили капитал из страны, размещая его в оффшорных зонах и на счетах в западных банках либо инвестируя в зарубежную недвижимость и финансовые активы.

По оценкам экспертов, масштабы бегства капитала¹⁸ из России в 1990-е годы (Булатов, 1999) достигли 15–20 млрд долл. США в год (рис. 8). Ежегодно путем сокрытия экспортной выручки, оплаты несуществующего импорта, предоставления фиктивных займов, а также проведения предложных операций с ценными бумагами из страны в непроизводительных целях выводились ресурсы, размер которых превышал половину всех капиталовложений в национальную экономику. С повышением макроэкономической стабильности и улучшением инвестиционного климата в первой половине 2000-х годов нелегально вывезенные капиталы стали постепенно возвращаться в Россию, но уже в форме иностранных инвестиций и займов. Однако масштабы бегства капитала из страны и сегодня по-прежнему остаются очень высокими – на уровне 5–8% к внешнеторговому обороту в год. Так, анализ платежного баланса России позволяет предположить, что даже в благополучный 2007 г. из страны было вывезено

¹⁸ Бегство капитала рассчитывается сотрудниками ИЭП им. Е.Т. Гайдара по методологии МВФ и представляет собой сумму «торговых кредитов и авансов», «своевременно не полученной экспортной выручки и не поступивших товаров и услуг в счет переводов денежных средств по импортным контрактам» и «чистых ошибок и пропусков».



Примечание. Знак «-» означает вывоз капитала, «+» – ввоз.

Рис. 8. Масштабы бегства и оттока капитала частным сектором из России, 1994–2012 гг., млрд долл. США.

Источник. Построено по данным Росстата (<http://www.fedstat.ru/indicator/data.do?id=41396&referrerType=0&referrerId=947164>) и Института экономической политики имени Е.Т. Гайдара (http://www.iep.ru/index.php?option=com_bibiet&Itemid=50&catid=119&lang=ru&task=showallbib).

по различным «серым схемам» не менее 44 млрд долл. США.

На фоне массового бегства капитала из страны объем прямых зарубежных инвестиций отечественных предприятий в 1990-е годы был крайне незначительным. По данным ЮНКТАД, к началу 2000 г. величина прямых инвестиций, накопленных российскими компаниями за границей, составляла лишь 20 млрд долл. США, в полтора-два раза меньше, чем к тому времени имели Китай и Бразилия. Нарастание инвестиций за рубеж сдерживалось как относительной слабостью корпоративного сектора, в 1990-е годы, по сути, только начинавшего формироваться, так и жесткими валютными ограничениями в области движения капитала, серьезно затруднявшими публичную покупку российскими компаниями долей участия в иностранных предприятиях. Единственным регионом, в котором на всем протяжении 1990-х годов отечественные корпорации регулярно приобретали промышленные активы, были государ-

ства СНГ, чему во многом способствовали тесные хозяйственные связи, географическая близость рынков, общность инфраструктуры, а также значительная недооцененность всех видов активов в этих государствах.

Ускоренный рост российской экономики в 2000-е годы и благоприятная внешняя конъюнктура способствовали быстрому укреплению финансового положения отечественных компаний, расширению масштабов их международных операций и многократному увеличению капиталовложений в развитие бизнеса за рубежом. Официально регистрируемые показатели прямых инвестиций из России в первой половине 2000-х годов выросли в 3-4 раза по сравнению с предшествующим десятилетием и превысили отметку 10 млрд долл. США в год.

Настоящий всплеск посткризисной инвестиционной активности российских корпораций за рубежом произошел в 2007 и 2011 гг. Прямые иностранные инвестиции национальных предприятий, включая участие в капитале и реинвестирование доходов, в 2011 г. составили более 67,2 млрд долл. США, втрое увеличившись по сравнению с 2006 г. При этом объем прямых инвестиций, накопленных российскими предприятиями за рубежом, достиг рекордных 362,1 млрд долл. (30% ВВП страны), в 18 раз превысив показатель 2000 г. (рис. 9).

Быстрое наращивание зарубежных капиталовложений отечественных компаний обеспечило России место в тройке крупнейших международных инвесторов из числа развивающихся стран. По объему прямых инвестиций, накопленных за границей, Россия сегодня уступает лишь Китаю. При этом по темпам роста международных операций российские компании заметно опережают ТНК не только развивающихся, но и развитых государств. За последние три года отечественным предприятиям удалось удвоить размер своих зарубежных активов, а также



Рис. 9. Накопленные и направленные ПИИ Российской Федерации за рубеж, 1993–2012 гг., млрд долл. США.

Источник. Построено по данным Организации экономического сотрудничества и развития (<http://stats.oecd.org/index.aspx?#>).

более чем в два с половиной раза увеличить размеры выручки от собственных операций. В их подразделениях за рубежом трудится более 150 тыс. человек – вдвое больше, чем в начале 2000-х годов. Таким образом, масштабы глобальной экспансии национального капитала уже позволяют говорить о начале формирования за рубежом «второй экономики», охватывающей производственную и сбытовую деятельность российских компаний на внешних рынках.

В результате ускорившейся глобальной экспансии ведущие российские компании начали обретать черты, присущие мировым ТНК. Лидирующие позиции в России по размеру зарубежных активов занимают нефтедобывающие и металлургические компании: «Лукойл», «Газпром», «Северсталь» и «Русал». Совокупная величина зарубежных активов этих четырех компаний (табл. 3) по итогам 2011 г. достигла более

40 млн долл. США. Наряду с сырьевыми компаниями и производителями металлов, глобальные стратегии развития успешно реализуют крупнейшие российские телекоммуникационные холдинги, а также транспортные компании, занятые морскими перевозками.

Вместе с тем объемы бизнеса отечественных предприятий за рубежом все еще далеко не соответствуют месту и роли России в мировой экономике. Доля прямых иностранных инвестиций, накопленных российскими компаниями, в их общемировом объеме не превышает 1,5%, что в полтора-два раза меньше доли России в мировом ВВП и международной торговле. По масштабам деятельности на внешних рынках российские предприятия также заметно уступают ТНК из развитых и ряда развивающихся стран. Так, всего две отечественные компании имеют за рубежом ак-

Таблица 3
Топ-20 российских компаний по размеру зарубежных активов, 2012 г., млн долл. США

Группа компаний	Отрасль	Активы за рубежом
Лукойл	Нефть/газ	29,159
Газпром	Нефть/газ	21,767
Евраз	Металлургия/горнодобыча	8,210
Мечел	Сталелитейная промышленность/ добыча металлических руд и угля/ производство электроэнергии	6,365
Совкомфлот	Транспорт	5,838
АФК «Система»	Конгломерат	5,207
Северсталь	Металлургия/горнодобыча	5,194
Русал	Металлургия/горнодобыча	4,611
Новолипецкий металлургический комбинат	Металлургия/горнодобыча	4,226
Атомредметзолото	Добыча урана	3,731
ТНК-ВР	Нефть/газ	2,940
ТМК	Производство металлических труб	2,394
Магнитогорский металлургический комбинат	Металлургия/горнодобыча	2,101
Норильский никель	Цветная металлургия/добыча металлических руд	1,968
Зарубежнефть	Добыча нефти/производство нефтепродуктов	1,834
NordGold	Добыча золота	1,695
ИНТЕР РАО ЕЭС	Производство и распределение электроэнергии	1,433
Роснефть	Нефть/газ	1,045
FESCO	Транспорт	747,0
Акрон	Сельское хозяйство	721,0
ИТОГО		111,186

Источник. Составлено по данным Института мировой экономики и международных отношений (http://www.imemo.ru/tu/conf/2013/16042013/16042013_doklad.pdf).

тивы стоимостью более 10 млрд долл. США и лишь одна по объему своих международных операций входит в первую десятку ТНК развивающихся стран. Крупнейшая по размеру внешних активов российская компания «Лукойл» в 2012 г. занимала только 68 место в рейтинге крупнейших корпораций мира журнала *Forbes*. При этом ее иностранные активы почти на порядок уступают зарубежным активам нефтедобывающих ТНК развитых стран.

Отраслевая и региональная структура прямых зарубежных инвестиций российских компаний. По оценкам экспертов, в 2012 г. российские компании вложили в покупку иностранных предприятий более 139,1 млрд долл. США (с учетом приобретения ОАО «НК «Роснефть» компании ТНК-ВР за 56 млрд долл.), заключив около 427 крупных сделок, из которых каждая пятая на сумму, превышающую около 100 млн долл. Большая часть операций была связана с поглощением предприятий, занятых теми же видами деятельности, что и компании-покупатели. Таким образом, отечественные предприятия основной упор делали на расширение профильного бизнеса, а не диверсификацию своей активности (табл. 4).

Однако в 2012 г. наблюдалась относительная диверсификация сделок по слияниям и поглощениям по секторам: наряду с тремя секторами, связанными с энергетикой и природными ресурсами, которые исторически играли доминирующую роль на российском рынке слияний и поглощений, все более активными становятся сектор телекоммуникаций и медиа, а также сектор финансовых услуг. В 2012 г. на металлургию и горнодобывающую промышленность, нефтегазовый сектор, энергетику и коммунальный сектор пришлось четверть от общего количества сделок, их доля в общей сумме сделок снизилась до 31% (в 2011 г. она составляла 43%). Это преимущественно связано с сохраняющимся отсутствием активности со стороны крупных угледобывающих компаний и интегрированных производителей вследствие падения цен на сырьевые товары и реализации крупных текущих программ капиталовложений. В секторе телекоммуникаций и медиа 77% от общей суммы сделок связаны с реструкту-

ризацией компаниями *Altimo* и *AF Telecom* своих портфелей телекоммуникационных активов. Между тем в секторе финансовых услуг 76% от общей суммы сделок пришлось на вторичное размещение акций Сбербанка России (его выход на рынок Турции за счет приобретения *Denizbank* и конвертацию субординированного долга ОАО «Газпромбанк» в акции). В отраслях, не связанных с энергетикой и природными ресурсами, только в секторе недвижимости и строительства в 2012 г. наблюдалось снижение общей суммы сделок, хотя их количество осталось неизменным (рис. 10).

В результате приобретения «Роснефтью» компании ТНК-ВР была создана крупнейшая в мире публичная нефтяная группа. Эта сделка стоимостью 56 млрд долл. США более чем в десять раз превысила по размеру вторую крупнейшую сделку, объявленную в течение года, при этом на ее долю пришлось 67% от общей суммы сделок, объявленных в России в 2012 г. Общая сумма девяти крупнейших сделок составила 27,7 млрд долл. США, или одну треть от общей суммы всех российских сделок, объявленных в 2012 г. Приобретение компанией *Anadolu Efes* российских и украинских пивоваренных активов *SABMiller*, а также покупка В. Лисиним оставшихся 25% акций ОАО «Первая грузовая компания» стали двумя единственными сделками из 10 крупнейших, которые были совершены не в нефтегазовом, телекоммуникационном или банковском секторах.

В 2013 г., несмотря на ухудшение конъюнктуры мировых финансовых рынков, российский бизнес продолжил активно наращивать присутствие за границей. Сумма сделок по покупке зарубежных активов, заключенных российскими компаниями, к декабрю 2013 г. уже превысила 40 млрд долл. США. Как и в 2012 г., основной объем совершенных покупок приходился на металлургию.

Приоритетными для развития зарубежного бизнеса российских компаний остаются страны СНГ, а также Западной и Восточной Европы. Первые выступают преимущественно источниками укрепления производственной и ресурсной базы отечественных компаний, вторые открывают доступ к новым потребителям и технологиям, помогая

Крупнейшие сделки по слиянию и поглощению в России, 2012 г.

Объект сделки	Сектор	Покупатель	Продавец	Приобретенная доля, %	Сумма сделки, млн долл. США
ОАО «Мегафон»	Телекоммуникации и медиа	Группа инвесторов	Altimo/TeliaSonera AB	26,1	5200
Сбербанк	Сектор финансовых услуг	Группа инвесторов (SPO)	ОАО «Сбербанк России»	7,6	5200
ОАО «Вымпелком»	Телекоммуникации и медиа	Altimo	Weather Investments II S.a r.l.	14,8	3600
Denizbank AS	Сектор финансовых услуг	Сбербанк	Группа Dexia	99,9	3596
Газпромбанк	Сектор финансовых услуг	Внешэкономбанк и нынешние акционеры (Газпром, НПФ «ГАЗФОНД», Газтэк, Новфинтех)	-	22,7	3125
SaBMiller Plc (пивоваренные активы в России и на Украине)	Потребительский сектор, розничная торговля и сельское хозяйство	Anadolu Efes	SABMiller Plc	100,0	1900
ОАО «Мегафон»	Телекоммуникации и медиа	Группа инвесторов (IPO)	TeliaSonera AB/ОАО «Мегафон»	15,1	1830
Первая грузовая компания	Транспорт, логистика и инфраструктура	Владимир Лисин (частный инвестор)	ОАО «РЖД»	25,0	1616
Имилорское, Западно-Имилорское и Источное месторождения	Металлургия и горнодобывающая промышленность	ООО «ЛУКОЙЛ-Западная Сибирь»	Государственный аукцион	н.д.	1650
ООО «Скартел»	Телекоммуникации и медиа	Garsdale Services Investment Limited	Сергей Адоньев (75%) и ГК «Ростехнологии» (25%)	100,0	1500
WINGAS, WIEN, WIEE, Astora и Wintershall Noordzee B.V	Нефтегазовый сектор	Газпром	BASF SE	50,0	1500
Общая сумма 11 крупнейших сделок*					30 716
% от общей суммы сделок в России					37,0

* Без учета приобретения ОАО «НК «Роснефть» компании ТНК-ВР.

Источник. Рынок слияний и поглощений в России в 2012 г. Москва: KPMG, 2013. С. 7.

освоить производство продукции с более высокой добавленной стоимостью и глубокой степенью переработки, а также позволяют обойти тарифные и нетарифные ограничения Евросоюза в отношении импортируемых товаров (Кузнецов и др., 2012; Кузнецов, 2007, 2008, 2009, 2011, 2012a,b). Сегодня на эти две группы стран приходится более 80% зарубежных активов крупнейших отечественных корпораций (табл. 5).

Значительный интерес для национальных компаний представляет североамериканский рынок, открывающий уникальные возможности для сбыта выпускаемой продукции. Однако вход на этот рынок является одним из самых сложных и дорогостоящих в мире, что объясняет относительно небольшой объем российских инвестиций в предприятия в США и Канады. Растет также стратегический интерес отече-

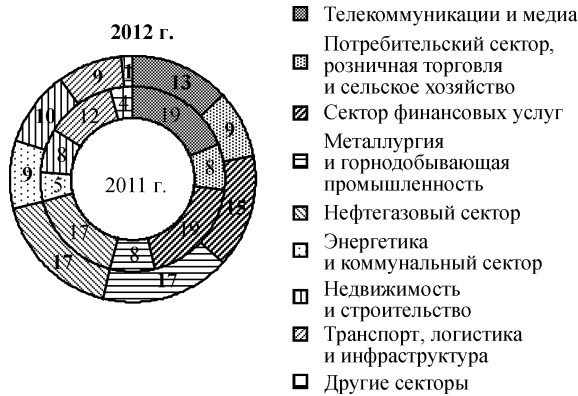


Рис. 10. Отраслевая принадлежность зарубежных активов, приобретенных российскими компаниями в 2011–2012 гг., % от общего объема сделок.

Источник. Рынок слияний и поглощений в России в 2012 г. Москва: KPMG, 2013. С. 8.

ственных предприятий к рынкам стран Азии и Африки, которые со временем могут стать важным направлением глобальной экспансии российского капитала. Только за последние 3 года отечественные компании инвестировали в проекты, реализуемые в этих странах, более 5 млрд долл. США.

Значение ПИИ российских компаний для национальной экономики. Как отмечают специалисты, стремительное наращивание российскими компаниями объема прямых иностранных инвестиций оказывает противоречивое влияние на экономику страны. С одной стороны, приобретение внешних активов содействует повышению конкурентоспособности отечественного бизнеса, от-

крывая для России новые возможности, связанные с углублением международной кооперации и диверсификацией производства, заимствованием передовых технологий и методов управления, доступом к новым источникам сырья и финансовых ресурсов. Одновременно это способствует улучшению качества корпоративного управления, повышению финансовой устойчивости отечественных предприятий за счет укрепления ресурсной базы и расширения рынков сбыта. Активная международная экспансия национальных корпораций самым положительным образом сказывается на общем усилении позиций России в мировой экономике и росте ее геополитического влияния.

С другой стороны, в ситуации, когда многие отрасли российской экономики продолжают испытывать острую потребность в капитальных вложениях, масштабный вывоз финансовых средств, даже в форме прямых инвестиций, ослабляет ресурсную базу роста внутри страны, препятствуя скорейшей модернизации национальной промышленности. Так, в 2012 г. объем прямых инвестиций отечественных предприятий за рубеж достиг 17% суммарной величины их внутренних капиталовложений. Это вдвое больше, чем у большинства развитых стран, в отличие от России не испытывающих серьезного дефицита инвестиций на цели своего социально-экономического развития. В то же время у других крупнейших развивающихся государств, как и Россия нуждающихся в привлечении значительных капиталовложений в национальную экономику, относительные показатели, характеризующие международную инвестиционную активность корпоративного сектора, существенно ниже российских. Например, соотношение прямых инвестиций, накопленных за границей и привлеченных из-за рубежа, в 2012 г. в России составило 0,8, в то время как в Китае и Индии – в два-три раза меньше.

Необходимо отметить и недостаточно эффективную с точки зрения развития экономики России структуру прямых зарубежных инвестиций отечественных корпораций. Прежде всего, вызывает озабоченность их явная сырьевая направленность, во мно-

Таблица 5

География зарубежных активов крупнейших российских компаний в 2012 г., %

Регион	Объем инвестиций, %
Северная Америка	19,3
Европейский союз	42,9
СНГ	30,9
Китай	4,4
Австралия и Океания	0,8
Индия	1,1
Ближний Восток и Северная Африка	3,7
Африка	6,3
Южная Америка	1,6

Источник. Составлено по данным Института мировой экономики и международных отношений РАН (http://imemo.Ru/ru/conf/2013/16042013/16042013_doklad.pdf).

гом способствующая консервации позиции России на мировом рынке как узкоспециализированного поставщика сырьевых ресурсов. Более половины всех заграничных активов страны сегодня приходится на нефтегазовый сектор и еще четверть – на металлургическую и горнодобывающую промышленность. В отличие от других ведущих развивающихся государств, в частности Китая и Индии, в России по-прежнему крайне мало компаний, активно развивающих современное промышленное производство и готовых для этого инвестировать в покупку высокотехнологических предприятий за границей. Доля инновационной продукции в общем объеме промышленного производства российских ТНК не превышает 5–7%, в пять-шесть раз меньше, чем у ведущих зарубежных корпораций. При этом расходы на НИОКР у последних могут достигать 15–20% всей выручки и ежегодно исчисляться десятками миллиардов долларов, в то время как у отечественных ТНК аналогичные показатели на порядок ниже (Цветков, 2009).

Еще одним негативным фактором является концентрация зарубежных активов у ограниченного числа крупных предприятий. Сегодня в России порядка двадцати компаний контролируют до 40% всех заграничных активов. В развитых странах уровень концентрации в этой области как минимум вдвое меньше. В то же время малый и средний инновационный бизнес, в отличие от крупных сырьевых корпораций испытывающий значительные организационные и финансовые трудности с поиском зарубежных партнеров и выходом на внешние рынки, практически не представлен за рубежом. Очевидно, что это обстоятельство также не способствует решению приоритетной задачи диверсификации и технической модернизации национальной экономики (Mohan, 2008).

Наконец, рост прямых капиталовложений за рубеж далеко не всегда сопровождается увеличением обратного притока средств в Россию в виде доходов от инвестиций. Это связано с тем, что часто в сделках по приобретению иностранных предприятий или долей в них покупателями выступают не сами российские компании,

а их оффшорные структуры, которые и аккумулируют впоследствии прибыль от вложений. Более того, дочерние иностранные компании нередко используются отечественными предприятиями для минимизации налогов, в частности, путем применения во взаиморасчетах заниженных трансфертных цен, позволяющих укрыть большую часть прибыли за границей.

Недостаточная экономическая эффективность прямых инвестиций, осуществляемых национальными компаниями за рубежом, в значительной степени объясняется отсутствием в России действенных механизмов государственной поддержки и регулирования экспорта частного капитала, которые позволяли бы стимулировать движение по приоритетным для страны направлениям. В отсутствие системной политики содействие со стороны государства российским инвестициям за рубежом сводится в основном к лоббированию, нередко довольно успешному, крупных сделок с участием ведущих отечественных компаний, преимущественно госкорпораций. В остальных же случаях отечественный бизнес пытается пробиться на внешние рынки самостоятельно.

При этом российским компаниям часто приходится сталкиваться с серьезными барьерами, не позволяющими в полной мере осуществить задуманные инвестиционные планы и снижающими эффективность зарубежных капиталовложений. К числу таких барьеров относится, в первую очередь, сохраняющееся настороженное, а порой и просто прохладное отношение властей и деловых кругов западных стран к отечественному бизнесу.

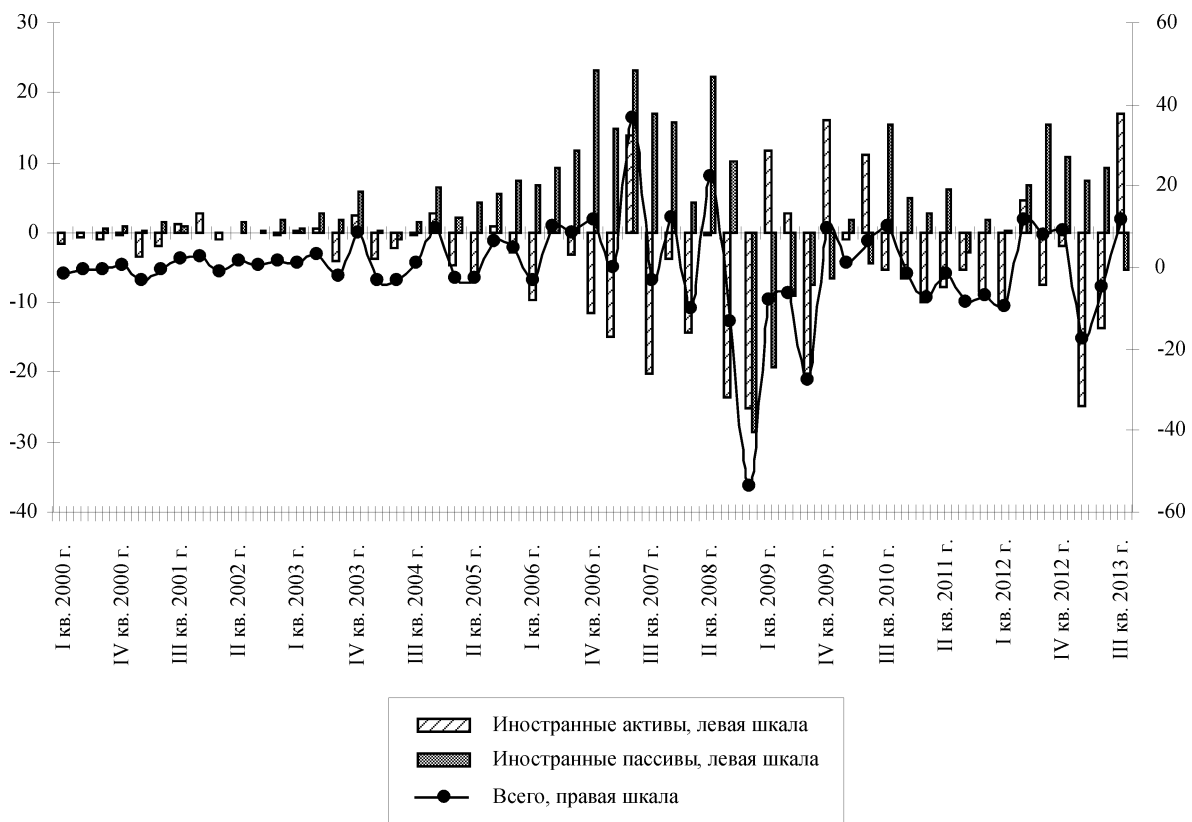
В результате, даже имея значительные финансовые ресурсы, российские компании далеко не всегда могут рассчитывать на успех в приобретении зарубежных активов. Стоимость несостоявшихся сделок по покупке отечественными ТНК крупных западных компаний оценивается суммой, превышающей 40 млрд долл. США. В их числе неудавшаяся попытка объединения «Северстали» с европейским металлургическим концерном *Arcelor*, приобретения «Газпромом» британской газораспределительной компании *Centica*, а также обмена

активами между АФК «Система» и *Deutsche Telecom*.

Исправлять недостатки, присущие вывозу национального капитала за рубеж, необходимо в первую очередь за счет экономических методов. Запреты и ограничения в этой области малоэффективны. Они могут только ухудшить международную конкурентоспособность российских компаний, помешав им в полной мере использовать преимущества глобализации товарных и финансовых рынков. Более того, рост прямых инвестиций за рубеж следует поощрять, стимулируя их более эффективное применение. В этой связи все большее значение приобретает разработка государственной стратегии в области экспорта национального капитала, которая позволила бы качественно изменить структуру прямых инвестиций, накопленных за рубежом, в частности, за счет повышения в ней доли капиталовложений в высокотехнологичные производства.

2.2. Динамика и особенности вывоза капитала российским банковским сектором

Масштабы и структура экспорта капитала российскими банками. Экспорт капитала российскими банками осуществляется как в виде прямых инвестиций в создание или покупку зарубежных структурных подразделений, так и путем вложения средств в иностранные финансовые инструменты, в том числе в ценные бумаги, депозиты в зарубежных банках, ссуды юридическим лицам – нерезидентам. В 1990-е и начале 2000-х годов объемы вывоза средств национальными кредитными организациями, по данным Банка России, были относительно небольшими, составляя не более 3-4 млрд долл. США в год. С 2005 г. экспорт капитала банковским сектором резко ускорился. По итогам 2013 г., он достиг 32 млрд долл., увеличившись по сравнению с 2000 г. более чем в девять раз (рис. 11). Следует отметить, что по абсолютным показателям вывоза капитала россий-



Примечание. Знак «-» означает вывоз капитала, «+» – ввоз.

Рис. 11. Чистый ввоз/вывоз капитала банковским сектором, 2000–2013 гг., млрд долл. США.

Источник. Построено по данным Росстата (<http://www.fedstat.ru/indicator/data.do?id=41396&referrerType=0&referrerId=947164>).

кие банки уступают отечественным нефинансовым корпорациям и государству. При этом средние темпы роста вывоза капитала в 2000–2012 гг. существенно отставали от общей динамики активов банковского сектора, в результате чего доля иностранных вложений в совокупных активах кредитных организаций к концу периода заметно сократилась.

Увеличение вывоза капитала отечественными банками в 2005–2013 гг. во многом стало следствием масштабного притока в это время иностранных финансовых ресурсов в российский банковский сектор. Так, в 2013 г. импорт капитала банками увеличился по сравнению с 2008 г. почти в два раза, составив 17,7 млрд долл. США. Часть привлекаемых ресурсов, временно неиспользовавшихся кредитными организациями, размещалась в иностранные финансовые активы как с целью получения инвестиционного дохода, так и для поддержания на требуемом уровне открытых валютных позиций и банковских нормативов. Таким образом, увеличение экспорта капитала отечественными банками в последние годы в определенной степени носило технический характер, связанный с необходимостью временного размещения свободных средств. Этот вывод подтверждается анализом структуры вывоза капитала, в которой устойчиво не менее одной трети приходится на краткосрочные вложения, включая остатки на текущих счетах, депозиты и ссуды сроком до одного года.

Вместе с тем в 2005–2013 гг. в структуре вывоза капитала банками значительно выросла доля долгосрочных инвестиций в виде «длинных» депозитов в иностранных банках и кредитов, выданных нерезидентам на срок более одного года. Если в 2005 г. она составляла около 20% общего объема экспорта средств, то в 2012 г. – уже примерно половину. Рост долгосрочных вложений во многом обусловлен быстрым развитием в последние годы сети зарубежных структурных подразделений российских банков, финансирование деятельности которых обычно осуществляется материнскими организациями путем размещения в них депозитов и ссуд. Кроме того, по мере увеличения прямых инвестиций из России растет объем кредитов, в том числе долгосрочных, выдаваемых банками иностранным подраз-

делениям российских компаний. Международные кредитные операции банков способствуют расширению внешней экспансии национального бизнеса, хотя и, безусловно, несколько сужают их возможности финансирования российской экономики.

Прямые иностранные инвестиции национальных банков. Первые инвестиции в создание заграничных банков были осуществлены еще в царской России. Уже к концу XIX в. Московский международный торговый банк через многочисленные отделения в Европе и Азии занимался финансированием хлебной торговли страны. Персидский учетно-ссудный банк, учрежденный министерством финансов России, стал к началу XX в. главным финансовым посредником в русско-иранской торговле. Через Русско-Китайский банк до революции активно финансировалось строительство железных дорог на Дальнем Востоке и в Китае, в том числе Транссибирской магистрали.

СССР инвестировал значительные средства в создание и развитие сети зарубежных кредитных организаций (совзагранбанков), расположенных в крупнейших европейских финансовых центрах и занимавшихся наряду с обслуживанием внешнеторговых контрактов советских предприятий управлением золотовалютными резервами страны.

Своего рода третья волна банковской экспансии за рубеж из России приходится на середину 1990-х годов, когда в результате рыночных реформ сформировались и окрепли достаточно крупные национальные коммерческие банки. Ряд банков, порой несмотря на серьезное противодействие регулирующих властей принимающих стран, сумели открыть за рубежом свои филиалы, в частности на Кипре, в Швейцарии, Люксембурге, Нидерландах, Турции и некоторых оффшорных центрах. Валютно-финансовый кризис 1998 г., болезненно сказавшийся на отечественном банковском секторе, серьезно затормозил продвижение банков за рубеж, заставив многих из них закрыть уже созданные иностранные подразделения. В результате к 2000 г. за границей функционировали только четыре филиала российских банков и порядка 50 представительств, не имевших права заниматься банковской деятельностью.

В начале 2000-х годов инвестиционная активность российских банков за рубежом в целом была невысока, хотя отдельные довольно крупные сделки происходили. Так, Альфа-Банк в 2001 г. приобрел 100% акций Амстердамского торгового банка (Нидерланды), став первым частным отечественным банком – обладателем «дочки» в ЕС.

Динамика прямых банковских инвестиций за рубеж заметно ускорилась (рис. 12) в 2004–2005 гг. По мере наращивания финансовых возможностей ведущие российские банки стали все более активно вкладывать средства в расширение своего международного присутствия как путем покупки действующих иностранных организаций, так и создавая за рубежом дочерние организации и филиалы «с нуля». При этом кардинально изменились характер и мотивы экспансии. Если в 1990-е годы банки, открывая филиалы и представительства в других странах, в основном руководствовались задачами привлечения иностранного капитала, а также имиджевыми соображениями, то сегодня они ставят перед собой масштабные цели освоения новых перспективных рынков банковских услуг, региональной диверсификации бизнеса, обеспечения комплексного финансово-банковского сопровождения трансграничных проектов и сделок национальных корпораций.

В начале 2014 г. большинство ведущих российских банков уже располагало собственными дочерними банками за границей. Наиболее последовательную политику расширения присутствия на внешних рынках проводит группа ВТБ, у которой

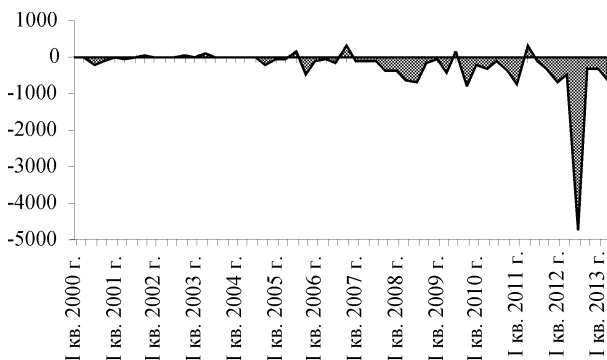


Рис. 12. Прямые банковские инвестиции за рубеж, 2000–2013 гг., млн долл. США.

Источник. Банк России (http://cbr.ru/statistics/?Prtid=svs&ch=PAR_7237#CheckedItem).

за рубежом работает уже почти одна пятая часть активов. За последние 4 года группой созданы дочерние структуры в Украине, Беларуси, Армении и Грузии, в развитие которых инвестировано более 400 млн долл. США, консолидировано участие в капитале росзагранбанков в Западной Европе, открыты филиалы в Индии и Китае, а также учреждены дочерние банки во Вьетнаме и Анголе. Сегодня ВТБ способен оказывать качественную финансовую поддержку отечественному бизнесу более чем в пятнадцати странах СНГ, Западной Европы, Азии и Африки. При этом ВТБ намерен продолжить активную зарубежную экспансию, рассчитывая к 2020 г. стать первым и единственным в мире кредитно-финансовым институтом, предоставляющим банковские услуги практически на всем постсоветском пространстве.

Расширять присутствие за границей намерены и другие крупные российские банки. В частности, Сбербанк уже заявил о своих планах открыть новые отделения в странах СНГ, а также филиалы в Индии и Китае. Газпромбанк собирается инвестировать несколько сотен миллионов долларов в создание дочерних банков в странах ближнего зарубежья, а также учредить до конца 2015 г. финансовую компанию в Лондоне, которая обеспечит его клиентам доступ к международным рынкам капитала.

Приоритетным направлением внешней экспансии российских банков сегодня являются страны СНГ и Западной Европы. Рынки государств СНГ привлекают банки, в первую очередь, привычной предпринимательской средой и возможностью быстрого наращивания объемов бизнеса в условиях низкой конкуренции на местных рынках банковских услуг. Не случайно, открывая отделения в странах ближнего зарубежья, отечественные кредитные организации рассчитывают не только заниматься обслуживанием компаний из России, но и активно работать с местным бизнесом и населением.

Серьезным сдерживающим фактором экспансии являются высокие политические риски инвестирования в этих странах. Развитые рынки рассматриваются российскими банками и их клиентами, прежде всего, как источники долгосрочных финансовых ресур-

сов. Поэтому при выходе на них банки основной упор делают на инвестиционных услугах. Работа в ЕС, однако, затрудняется высоким уровнем затрат на создание и поддержание бизнеса, а также весьма настороженным отношением местных регулирующих органов к финансовым институтам из России. В то же время рынки развивающихся стран Азии и Африки пока еще малознакомы большинству российских банков и практически не осваиваются ими.

Несмотря на быстрый рост зарубежных инвестиций российских банков, масштабы их присутствия за границей по-прежнему существенно отстают от потребностей отечественных предприятий в финансовом сопровождении их деятельности на внешних рынках. В отличие от развитых стран, где национальный банковский капитал выступает для бизнеса главной опорой в его международной экспансии, российские компании все еще лишены необходимой финансовой поддержки со стороны отечественных кредитных институтов за границей. В такой ситуации преимуществами глобализации сегодня может воспользоваться только крупный российский бизнес, напрямую работающий с западными банками, тогда как для более мелких компаний выход на внешние рынки сильно затруднен.

Представляется, что поддержка, в том числе финансово-страховая, международной экспансии национальных банков могла бы стать одним из приоритетных направлений государственной политики в банковской сфере. Она содействовала бы не только продвижению отечественных предприятий на зарубежные рынки, но и более широкому вовлечению рубля в международные расчеты и его становлению как мировой валюты, что является одной из важнейших задач России во внешнеэкономической сфере (Кондратов, 2012; Salikhov, Agibalov, 2010).

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ (REFERENCES)

Булатов А. 1999. Параметры и оценка масштабов утечки капитала из России. *Деньги и кредит*. № 12. С. 68–72.

Bulatov A. 1999. Parametry i otsenka masshtabov utechki kapitala iz Rossii. [Parameters

and assessment of scales of drain of capital from Russia]. *Den'gi i kredit*. No 12. P. 68–72.

Зубченко Л.А. 2008. Суверенные инвестиционные фонды выходят на рынки капиталов. *Банковское дело*. № 6. С. 40–43.

Zubchenko L.A. 2008. Suverennye investitsionnye fondy vykhodiat na rynki kapitalov. [Sovereign investment funds enter the markets of the capitals]. *Bankovskoe delo*. No 6. P. 40–43.

Ибраев Р.Х. 2013. Роль суверенных фондов на современном глобальном рынке капитала. *Российский внешнеэкономический вестник*. № 9. С. 91–105.

Ibraev R.Kh. 2013. Rol' suverennykh fondov na sovremennom global'nom rynke kapitala. [Role of sovereign funds in the modern global capital market]. *Rossiiskii vneshneekonomicheskii vestnik*. No 9. P. 91–105.

Кондратов Д. 2012. Становление российского рубля как международной валюты. *Экономический журнал ВШЭ*. Том 16. № 3. С. 367–403.

Kondratov D. 2012. Stanovlenie rossiiskogo rublia kak mezhdunarodnoi valiuty. [Formation of Russian ruble as international currency]. *Ekonomicheskii zhurnal VShE*. Vol. 16. No 3. P. 367–403.

Кузнецов А.В. 2007. *Интернационализация российской экономики: инвестиционный аспект*. Москва: КомКнига.

Kuznetsov A.V. 2007. *Internatsionalizatsiia rossiiskoi ekonomiki: investitsionnyi aspekt*. [Internationalization of the Russian economy: investment aspect]. Moscow: KomKniga.

Кузнецов А. 2008. Прямые иностранные инвестиции: «эффект соседства». *Мировая экономика и международные отношения*. № 9. С. 40–47.

Kuznetsov A. 2008. Priamye inostrannye investitsii: «effekt sosedstva». [Direct foreign investments: “effect of the neighbourhood”]. *Mirovaia ekonomika i mezhdunarodnye otnosheniia*. No 9. P. 40–47.

Кузнецов А.В. 2009. Движущие силы интернационализации отечественного бизнеса. *Россия в мировой экономике и международных отношениях (Мировое развитие. Вып. 5)*. Москва: ИМЭМО РАН. С. 5–14.

Kuznetsov A.V. 2009. Dvizhushchie sily internatsionalizatsii otechestvennogo biznesa. *Rossia v mirovoi ekonomike i mezhdunarodnykh otnosheniakh (Mirovoe razvitie. Vyp. 5)*. [Driving forces of internationalization of domestic business. Russia in world economy and the international relations (World development. Issue. 5)]. Moscow: IMEMO RAN. P. 5–14.

Кузнецов А.В. 2011. Нужна ли государственная поддержка российских инвестиций за рубежом? *Международная жизнь*. № 7. С. 105–112.

Kuznetsov A.V. 2011. Nuzhna li gosudarstvennaia podderzhka rossiiskikh investitsii za

rubezhom? [Whether the state support of the Russian investments abroad is necessary?]. *Mezhdunarodnaia zhizn'*. No 7. P. 105–112.

Кузнецов А. и др. 2012. *Мониторинг взаимных инвестиций в странах СНГ*. СПб.: ЕАБР.

Kuznetsov A. i dr. 2012. *Monitoring vzaimnykh investitsii v stranakh SNG*. [Monitoring of mutual investments in the CIS countries]. SPb.: EABR.

Кузнецов А. 2012а. Российские прямые инвестиции в странах СНГ. *Международные процессы*. Том 29. № 2(29). С. 18–28.

Kuznetsov A. 2012а. Rossiiskie priamye investitsii v stranakh SNG. [The Russian direct investments in the CIS countries]. *Mezhdunarodnye protsessy*. Vol. 29. No 2(29). P. 18–28.

Кузнецов А.В. 2012b. За рубеж – вторым эшелонem. *Прямые инвестиции*. № 7. С. 34–36.

Kuznetsov A.V. 2012b. Za rubezh – vtorym eshelonom. [Abroad – the second echelon]. *Priamye investitsii*. No 7. P. 34–36.

Миловзоров А. 2008. Восточные деньги пугают Запад. *Ежедневная электронная газета Utro.ru* от 26 марта. <http://www.utro.ru/articles/2008/03/26/726281.shtml>

Milovzorov A. 2008. Vostochnye den'gi pugauiut Zapad. [East money frightens the West]. *Ezhednevnaia elektronnaia gazeta Utro.ru* ot 26 marta. <http://www.utro.ru/articles/2008/03/26/726281.shtml>

Пупынин В. 2008. Суверенные инвестиционные фонды: определение и основы функционирования. *Международная экономика*. № 10. С. 51–61.

Pupynin V. 2008. Suverennye investitsionnye fondy: opredelenie i osnovy funktsionirovaniia. [Sovereign investment funds: definition and bases of functioning]. *Mezhdunarodnaia ekonomika*. No 10. P. 51–61.

Саввина О.В. 2011. Суверенные инвестиционные фонды в посткризисном мире. *Банковские услуги*. № 9. С. 22–27.

Savvina O.V. 2011. Suverennye investitsionnye fondy v postkrizisnom mire. [Sovereign investment funds in the post-crisis world]. *Bankovskie uslugi*. No 9. P. 22–27.

Цветков В.А. 2009. Международные операции российских компаний: проблемы и перспективы. *Экономика. Налоги. Право*. № 2. С. 115–123.

Tsvetkov V.A. 2009. Mezhdunarodnye operatsii rossiiskikh kompanii: problemy i perspektivy. [International operations of the Russian companies: problems and prospects]. *Ekonomika. Nalogi. Pravo*. No 2. P. 115–123.

Balding C. 2012. *Sovereign Wealth Funds: The New Intersection of Money and Politics*. Oxford, UK: Oxford University Press.

Bernstein S., Lerner J., Schoar A. The Investment Strategies of Sovereign Wealth Funds. *The Journal of Economic Perspectives*. Vol. 27. No. 2. P. 219–237.

Blancheton B., Jegourel Y. 2009. Les Fonds Souverains: un Nouveau Mode de Régulation du Capitalisme Financier? *Rev. de la regulation*. Paris. No 5. <http://regulation.revues.org/index7461.html>

Chavanieux Ch. 2007. 78400 Multinationales. *Alternatives écon.* Paris. No 263. P. 70.

Drancourt M. 2007. Un Bilan du top 500 des Entreprises Mondiales. *Futuribles*. Paris. No 336. P. 70–73.

Du Grannut Ch. 2008. Les Fonds Souverains ou la Profonde Mutation des Relations Économiques Internationales. *Problèmes écon.* Paris. No 2951. P. 8–15.

El Hafdhi R. 2008. A L'origine des Fonds Souverains. *Problèmes écon.* Paris. No 2951. P. 3–8.

Faggio G. 2003. *Foreign Direct Investment and Wages in Central and Eastern Europe*. Hamburg: HWWA.

Gasparro V., Pagano M. 2010. Sovereign Wealth Funds' Impact on Debt and Equity Markets during the 2007–09 Financial Crisis. *Financial Analysts Journal*. Vol. 66. No 3. P. 92–103.

Mohan T. 2008. Sovereign Wealth Funds: Western Fears. *Economic and Political Weekly*. Vol. 43. No 15. P. 8–12.

O'Brien J. 2008. Barriers to Entry: Foreign Direct Investment and the Regulation of Sovereign Wealth Funds. *The International Lawyer*. Vol. 42. No 4. P. 1231–1257.

Quadrio Curzio A., Miceli V. 2010. *Sovereign Wealth Funds: A Complete Guide to State-Owned Investment Funds*. Harriman Finance Essentials.

Redon J., Thaler J. 2008. Fonds Souverains: Le Retour du Capitalisme d'Etat. *Problèmes écon.* Paris. No 2951. P. 20–23.

Salikhov M., Agibalov S. 2010. The Rouble as the Settlement Currency of the CIS. *Eurasian Integration Yearbook 2010*. Eurasian Development Bank. Almaty.

Bolton P., Samama F., Stiglitz J. (Ed.) 2012. *Sovereign Wealth Funds and Long-Term Investing*. Columbia University Press.

Gordon L. Clark, Adam D. Dixon, Ashby H.B. Monk. (Ed.) 2013. *Sovereign Wealth Funds: Legitimacy, Governance, and Global Power*. Princeton University Press.

Truman E. 2010. *Sovereign Wealth Funds: Threat or Salvation?* Peterson Institute for International Economics.

Warde I. 2008. Fonds Souverains: Prédateurs, Sauveurs ou Dupes? *Monde diplomatique*. Paris. A. 55. No 650. P. 1, 8–9.

Wes M., Lankes H. 2001. FDI in Economies in Transition: M. a. as versus Greenfield Investment. *Transnat. corp.* N.Y. Vol. 10. No 3. P. 113–129.

Yasemin, Yalta A. 2010. Effect of Capital Flight on Investment: Evidence from Emerging Markets. *Emerging Markets Finance and Trade*. November/December. Vol. 46. Issue 6. P.46–51.

(Окончание следует)

RUSSIA'S CAPITAL WITHIN THE SYSTEM OF GLOBAL INVESTMENT FLOWS: NEW TRENDS AND POSSIBILITIES

Dmitrii Kondratov¹

Authors affiliation: ¹ Institute of Economics of Russian Academy of Sciences (Moscow, Russia).

Corresponding author: Dmitrii Kondratov (dmikondratov@yandex.ru).

ABSTRACT. The article highlights some relevant issues causing fierce discussions, namely, export of financial capital from Russia performed both by national corporations, which have significantly increased direct investments abroad over the recent years, and by the state, which has been rapidly increasing its international reserves. In this context, today in Russia the issues of raising the efficiency of public and private investments abroad, as well as applying them in high-priority areas of the national economy are increasingly coming on the agenda. The paper contains certain conclusions of the author related to this field.

KEYWORDS: mergers and acquisitions, developing countries, international reserves, stabilization funds (sovereign funds).

JEL-code: F21, F65, G15, G23, G24, G28.



Материал поступил 22.01.2015 г.