

# О взаимосвязи внешнего долга и оттока капитала из России

А.В. Пономарев, В.А. Борисенков

*В статье предпринята попытка анализа взаимосвязи внешнего долга и вывоза капитала. Представлен анализ развития рынка долгового капитала в России в 2000-х гг., охарактеризован механизм развертывания кризиса 2008–2009 гг. На основании исследования Р. Кабальеро и С. Панагеаса поставлена гипотеза о возможном изменении концепции регулирования вывоза капитала в форме международных резервов. Представляется, что, по крайней мере, в краткосрочном периоде необходимо регулирование вывоза капитала для улучшения макроэкономической ситуации.*

Одним из сложных аспектов анализа вывоза капитала является взаимосвязь внешнего долга и вывоза капитала. Международное движение капитала, особенно ссудного, с одной стороны, является волатильным, а с другой – связано с интересами сбережения дохода как в секторе государства, так и корпораций и домашних хозяйств. Особое значение международные кредитные отношения приобретают в условиях становления рыночных институтов, то есть в странах с формирующимся рынком. Россия не является исключением. Большие международные резервы, которые являются основным каналом вывоза капитала из государственного сектора, сочетаются с сопоставимым экспортом (оттоком) капитала из частного сектора российской экономики.

Обратимся к развитию российского финансового рынка для описания ситуации, сложившейся в годы кризиса. Во-первых, рассмотрим ситуацию на рынке корпоративного долга. На протяжении всей истории финансовой системы РФ активность участников рынка корпоративных облигаций была невелика: подавляющая часть торгового оборота

внутреннего сектора рынка со стороны предложения приходилась на несколько десятков выпусков крупнейших эмитентов, а ликвидность большинства обращающихся на рынке облигаций оставалась низкой и поддерживалась несколькими же инвесторами (крупными финансовыми институтами). Большая часть рынка была опосредована внешним сектором, корпорации занимали за рубежом, размещая там свои облигации.

В условиях глобального финансового кризиса 2008–2009 гг. на долговом рынке был реализован пессимистический сценарий. После осознания переоценки глобальных рисков и ссудный, и акционерный капитал побежал из России, что сопровождалось кризисной распродажей активов (fire sale). Отток капитала привел к снижению стоимости корпораций и повысил доходность облигаций. Сыграли свою роль и кредитные ограничения: стоимость обеспечения по кредитам (стоимость акций, заложенных под заемный капитал) резко сократилась, что подстегнуло еще больший отток капитала и деleverеджинг (снижение доли заемных средств). Произошла масса технических дефолтов

**Пономарев Александр Валерьевич** – к.э.н., ст. преподаватель кафедры экономической теории МГИМО(У) МИД России. E-mail: vestnik@mgimo.ru

**Борисенков Владимир Александрович** – студент 1-го курса магистратуры «Рынок ценных бумаг» МГИМО(У) МИД России. E-mail: vestnik@mgimo.ru

Статья подготовлена при выполнении НИР по теме «Вывоз капитала из России и возможности его регулирования», проводимой в рамках реализации ФЦП «Научные и научно-педагогические кадры инновационной России» на 2009–2013 гг. (Соглашение № 8002).

по кредитам и корпоративным облигациям. Теоретически мы наблюдали фазу рецессии на долговом рынке с учетом оттока капитала, в том числе происходило некоторое сокращение международных резервов РФ.

Каковы же основные причины делевереджинга? Как разворачивалась эйфория на финансовом рынке? Очевидно, что быстрый рост капитализации рынка акций происходил на фоне нащупывания инвесторами «золотой жилы» в российской экономике. Наблюдался почти 20-кратный рост рынка корпоративных облигаций в 2001–2007 гг. Поскольку объем этого рынка сравнительно невелик, постольку такие высокие темпы роста существенно перегрели рыночные котировки. В период массированного притока капитала от нерезидентов произошла и переоценка стоимости акций. После разворота кредитного цикла произошел описанный выше сценарий и наступил период внезапной остановки потоков капитала.

В 2011 г. основным каналом финансового заражения (contagion) опять являлся чистый отток капитала из России, составивший 80,5 млрд долл. (в 2,3 раза превышает аналогичный показатель 2010 г.). Рост оттока происходил по трем основным причинам:

- в 2011 г. ужесточились требования по внешним заимствованиям для российских агентов из-за повышенной премии за риск (рост процентной ставки). Так, если в первом полугодии 2011 г. внешние обязательства российского частного сектора устойчиво росли, то во втором полугодии такой рост прекратился. Выплаты же внешнего долга производились по нарастающей траектории;

- в условиях ослабления рубля и усиления девальвационных ожиданий отечественные компании и банки наращивали вложения в краткосрочные иностранные активы. Значительная часть оттока капитала из России приходилась на увеличение краткосрочных ссуд нерезидентам и краткосрочных депозитов в иностранной валюте;

- несмотря на неустойчивость ситуации на нашем финансовом рынке, положение в развитых странах ухудшилось в еще большей степени. Поэтому у российского бизнеса появились возможности для сравнительно дешевого поглощения иностранных компаний, расширения сети иностранных филиалов, дочерних и аффилированных структур. Прямые инвестиции российских компаний и банков за рубежом за 2011 г. составили 67 млрд долл., существенно превысив показатель предшествующего года (53 млрд долл.).

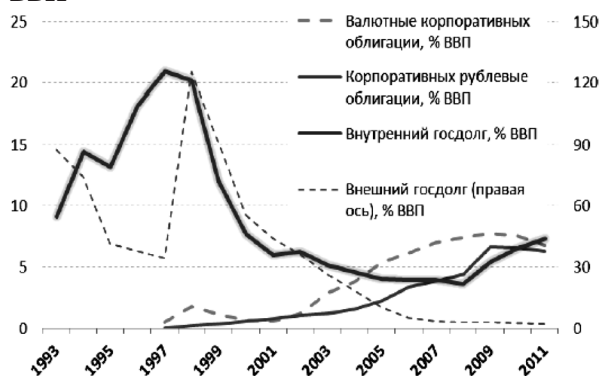
На фоне существенного вывоза капитала из России в ссудной форме нужно понимать, что значительная часть российских компаний де-юре зарегистрирована в офшорных зонах. Российские исследователи показали, что движение ссудного капитала через российские финансовые границы происходит прежде всего через офшорные и офшорпроводящие страны. Другими словами, капитал в существенных масштабах перемещается между резидентами транзитом через офшоры и отражается как приток и отток капитала. Данное движение вы-

зывает немалые финансовые трения для российской экономики, и прежде всего повышенные риски.

Интересно рассмотреть соотношение государственного и корпоративного долга, что представлено на рис. 1.

Рис. 1

### Государственный и корпоративный долг, % ВВП



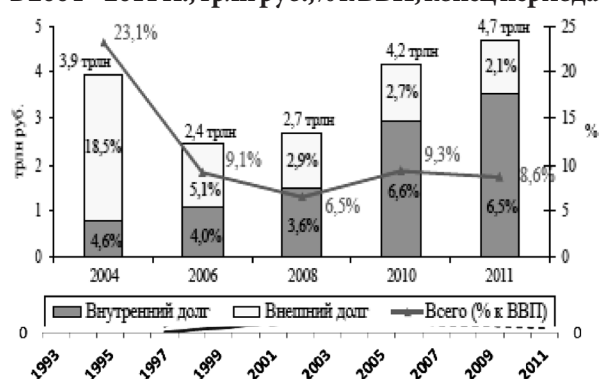
Additional highly credible cases involving HEU, 1991–2006, from DSTO

Источник: Пухов С.Г. «Финансовые рынки: взгляд сверху», Институт «Центр развития» НИУ-ВШЭ, июнь 2012 г. С.4. [http://www.dcenter.ru/science/Pukhov\\_Finmarkets\\_280612.pdf](http://www.dcenter.ru/science/Pukhov_Finmarkets_280612.pdf)<sup>1</sup>

В рассматриваемый период можно наблюдать несколько тенденций. Россия перешла от доминирования государственного долга к преобладанию корпоративного долга. За стабилизацией рынка внутреннего государственного долга в 2000–2003 гг. последовал его существенный рост. Внешний корпоративный долг в годы кризиса снизился в относительном к ВВП выражении<sup>2</sup>. На рис. 2 представлены данные по государственному долгу.

Рис. 2

### Государственный долг Российской Федерации в 2004–2011 гг., трлн руб., % к ВВП, конец периода



Источник: Минфин<sup>3</sup>.

В докризисный период наблюдалось накопление государственных сбережений, накопление международных резервов, а российский государственный долг снижался. Небольшое относительное увеличение госдолга мы видим в годы кризиса<sup>4</sup>. В опубликованных «Основных направлениях государственной долговой политики на 2012–2014 гг.» определено намерение повысить роль (долю) внутреннего государственного долга посредством развития сберегательных инструментов на финансовом рынке РФ. Вместе с тем мы видим намерение финансовых властей обратиться к сбалансированным

действиям в отношении корпоративного сектора, то есть государство не хотело бы допускать вытеснения частных инвестиций за счет оттягивания внутренних сбережений государственным сектором через государственные заимствования.

Этот механизм может быть реализован посредством контроля доходности инструментов государственного долга и корпоративных облигаций и стоимости долгового капитала. Если же данная пропорция не будет выдержана в пользу корпоративного сектора, то мы можем наблюдать снижение внутренних инвестиций (через канал повышения процентной ставки) и обращение корпоративного сектора за рубежом в поисках более благоприятной финансовой среды. Таким образом, мы видим существование проблемы балансирования долгового рынка, проявляющейся и в вывозе капитала.

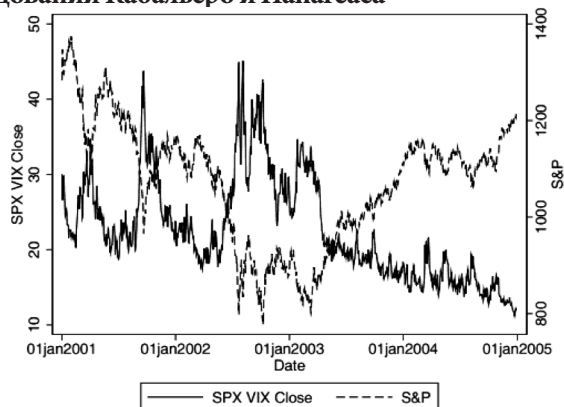
Обратившись к мировому опыту, можно найти некоторые новые для российской политики идеи по управлению международным оттоком капитала. Так, американские экономисты Риккардо Кабальеро из Массачусетского технологического института и Ставрос Панагеас из Уортонской школы Пенсильванского университета показывают, что страны с развивающимся рынком имеют относительно большие международные резервы по сравнению со странами с развитой экономикой. Это выглядит парадоксально, принимая во внимание связанные с такими резервами финансовые ограничения для экономического роста и благосостояния стран с развивающимся рынком. Этот парадокс можно объяснить тем, что эти ограничения связаны с существованием волатильности, которую эти страны стараются сгладить. Ученые показали, что текущая практика таких стран включает сознательное накопление международных резервов.

Насколько эффективны такие резервы в форме вывоза капитала? Существуют ли потенциально менее затратные финансовые механизмы без вывоза значительного объема капитала?<sup>5</sup> Отвечая на эти вопросы, исследователи указывают, что даже при грамотном управлении резервами механизм сглаживания волатильности посредством резервов является дорогим и несовершенным. С другой стороны, экономическим агентам очень сложно осуществить прямое страхование рисков волатильности, поскольку вывоз капитала происходит одновременно с возникновением сложностей у инвесторов, которые и являются основными страхователями.

Поэтому необходимо обратиться к поиску глобальных (неспецифичных для стран с развивающимся рынком) активов, стоимость которых коррелирует с внезапной остановкой потоков капитала (sudden stops). Кабальеро приводит пример таких активов, указывая на средства, вложенные в индекс волатильности S&P 500, что можно увидеть на рис. 3. Если добавить такого рода активы в портфели стран с развивающимся рынком, то это позволит существенно улучшить разработку стратегий регулирования вывоза капитала.

Рис. 3

### Корреляция индексов VIX и S&P 500 в исследовании Кабальеро и Панагеаса



Источник: Caballero, Ricardo J., Panageas, Stavros. A Quantitative Model of Sudden Stops and External Liquidity Management.. June 15, 2005. <http://economics.mit.edu/files/162>

Таким образом, развитие российского долгового рынка может быть подкреплено инновационным регулированием в сфере вывоза капитала. Российская Федерация может снизить масштабы вывоза капитала за счет минимизации международных резервов, что может повлечь за собой и повышение уровня конкурентоспособности экономики, и сокращение оттока капитала из корпоративного сектора.

**Ponomarev A.V., Borisenkov V.A. Essay on the interaction between external debt and capital outflow from Russia.**

**Summary:** The article is devoted to interaction between capital outflow and external debt. We analyze the debt capital market in Russia in 2000s and provide a mechanics of crisis in 2008 – 2009. Based on the theory of R. Caballero and S. Panageas we offer a hypothesis concerning a reform in international reserves management. We believe Russian authorities should pay more attention to the regulation of capital outflow in a short period.

#### Ключевые слова

Вывоз капитала, внешний долг, платежный баланс, международные резервы, кредит, финансы.

#### Keywords

Capital outflow, external debt, balance of payments, international reserves, debt, finance.

#### Примечания

1. Пухов С.Г. Финансовые рынки: взгляд сверху. Институт «Центр развития» НИУ-ВШЭ, июнь 2012 г. С.5. [http://www.dcenter.ru/science/Pukhov\\_Finmarkets\\_280612.pdf](http://www.dcenter.ru/science/Pukhov_Finmarkets_280612.pdf)
2. Там же.
3. Основные направления государственной долговой политики Российской Федерации на 2012 – 2014 годы. [www.minfin.ru](http://www.minfin.ru).
4. Ершов М.В., Татузов В.Ю. О российской долговой политике в современных условиях. Деньги и Кредит. 6/2012. С. 36. [http://www.cbr.ru/publ/MoneyAndCredit/ershov\\_06\\_12.pdf](http://www.cbr.ru/publ/MoneyAndCredit/ershov_06_12.pdf)
5. Caballero, Ricardo J., Panageas, Stavros. A Quantitative Model of Sudden Stops and External Liquidity Management.. June 15, 2005. <http://economics.mit.edu/files/162>