

**ИНСТИТУТ ЭКОНОМИКИ  
ПЕРЕХОДНОГО ПЕРИОДА**

*Научные труды № 94*

**С. Дробышевский, П. Трунин**

**Взаимодействие потоков капитала  
и основных макроэкономических  
показателей в Российской Федерации**

Москва  
2006

УДК 336.7(470+571)(066)"1994/2004"

ББК 65.9(2Рос)-56я54

Д75

С. Дробышевский, П. Трунин. **Взаимодействие потоков капитала и основных макроэкономических показателей в Российской Федерации.** – М.: ИЭПП, 2006. 108 с.

*Агентство СІР РГБ*

В работе анализируется влияние счета движения капитала на макроэкономические показатели в Российской Федерации, в частности, на реальный обменный курс рубля, изменение потребительских цен, темпы экономического роста, динамику инвестиций и индекс фондового рынка. Кроме того, определяются детерминанты потоков капитала как в нашу страну, так и из нее. Сформулирован ряд рекомендаций по проведению экономической политики в РФ в условиях обнаруженных закономерностей взаимодействия счета операций с капиталом и финансовыми инструментами и основных макроэкономических показателей.

S. Drobyshevsky, P. Trunin C. **Interaction between Capital Flows and Basic Macroeconomic Indicators in Russian Federation** – М.: IET, 2006. P. 108.

The paper analyzes the impact of the capital movement account on macroeconomic indicators in RF and real exchange rate of the Ruble, changes in consumer prices, economic growth rates, the investment dynamics, and the stock market index, in particular. In addition, the paper identifies determinants of capital in- and outflows. The authors formulate a number of recommendations on conducting the national economic policy under the exposed regularities of interaction between the account of capital transactions and financial instruments, and basic macroeconomic indicators.

*JEL Classification:* F21, F32, F41.

ISBN 5-93255-181-X

© **Институт экономики переходного периода, 2006**

# Содержание

<b>Введение</b> .....	5
<b>1. Теоретические и эмпирические аспекты оценки взаимосвязи движения потоков капитала и макроэкономических переменных</b> .....	7
1.1. Обзор теоретических работ .....	7
1.2. Эмпирические исследования, посвященные описанию взаимосвязи счета движения капитала и основных макроэкономических показателей .....	13
<b>2. Анализ динамики потоков капитала в РФ в 1994–2004 гг.</b> .....	21
2.1. Счет движения капитала в 1994–2004 гг. ....	21
2.2. Анализ потоков капитала и основных макроэкономических показателей .....	40
<b>3. Эконометрическая оценка взаимодействия потоков капитала и основных макроэкономических показателей</b> .....	54
3.1. Методология и исходные данные для проведения оценок .....	54
3.2. Эконометрические оценки .....	55
3.2.1. Эффект Фельдштейна–Хориоки .....	56
3.2.2. Анализ зависимости потоков капитала от макроэкономических показателей .....	59
3.2.3. Анализ влияния потоков капитала на макроэкономические показатели .....	75
<b>Заключение</b> .....	94
<b>Список литературы</b> .....	98

## Введение

Анализ последствий движения капитала занимает важное место в современной экономической науке. Наиболее распространенная точка зрения заключается в том (см., например, (*Obstfeld K., Rogoff M., 1998*)), что приток иностранного капитала в страну способствует экономическому росту за счет увеличения финансирования инвестиций, что обеспечивает домохозяйствам более высокий уровень потребления вследствие возросшего дохода. Кроме того, потоки капитала могут способствовать лучшей диверсификации портфелей активов развивающихся стран. В то же время значительный приток капитала может иметь и неблагоприятные макроэкономические эффекты, такие как быстрый рост денежного предложения, инфляционное давление, чрезмерное реальное укрепление национальной валюты.

Факторы, определяющие движение капитала, можно разделить на две группы: внешние по отношению к экономике, в которую поступает капитал, и внутренние. К внешним факторам, способствующим притоку капитала, можно отнести, в частности, мировые процентные ставки: низкие процентные ставки в развитых странах делают вложения в экономики развивающихся стран более привлекательными. Этот эффект усиливается в том случае, если развивающаяся страна нуждается во внешних заимствованиях, и низкие мировые процентные ставки обеспечивают ее большую платежеспособность, уменьшая риск дефолта. В периоды рецессии в развитых странах инвесторам выгоднее вкладывать деньги в развивающиеся страны, таким образом, международные бизнесциклы также влияют на направление движения капитала.

К внутренним факторам, влияющим на потоки капитала, можно отнести как кредитно-денежную и бюджетно-налоговую политики, так и состояние экономики в целом. Более точно можно разделить внутренние факторы на постоянные, отражающие наиболее важные структурные характеристики экономики, и переменные, связанные с экономической политикой и поддающиеся воздействию в краткосрочном периоде.

В данном исследовании ставится цель проанализировать влияние счета движения капитала на макроэкономические показатели в

Российской Федерации, в частности, на реальный обменный курс рубля, изменение потребительских цен, темпы экономического роста, динамику инвестиций и индекс фондового рынка. Кроме того, нам представляется важным определить детерминанты потоков капитала как в нашу страну, так и из нее. В качестве метода оценивания будем использовать модели временных рядов. Отметим, что к настоящему времени работ, изучающих поставленные выше вопросы применительно к нашей стране, чрезвычайно мало. К тому же в них рассматриваются лишь отдельные фрагменты счета операций с капиталом на временном отрезке, который заканчивается в конце 1990-х годов (см., например, (*Loungani and Mauro, 2000*)).

В первой части работы проанализированы теоретические и эмпирические подходы к анализу взаимосвязи счета движения капитала и основных макроэкономических показателей. Во второй части приводится анализ совместной динамики счета движения капитала и макроэкономических показателей РФ за 1994–2004 гг. В третьей части исследования выдвигается ряд гипотез относительно взаимосвязи интересующих нас показателей и проводится их эконометрическая верификация.

# **1. Теоретические и эмпирические аспекты оценки взаимосвязи движения потоков капитала и макроэкономических переменных**

В данном разделе приведен обзор литературы, посвященной теоретическим и эмпирическим исследованиям взаимосвязи динамики счета движения капитала и основных макроэкономических показателей.

## **1.1. Обзор теоретических работ**

В литературе обычно различают (см. (*Chuhan, Claessens, Mamingi, 1993*)) два множества факторов, влияющих на потоки капитала. Первая группа включает внутренние по отношению к отдельной стране факторы (*pull factors*), отражающие ее текущее экономическое положение, и соответственно риски, влияющие на капитальные потоки. Так, одним из важных факторов привлечения иностранного капитала является платежеспособность страны. Другим важным фактором, определяющим движение потоков капитала, является норма доходности, которая очень высока на финансовых рынках развивающихся экономик по сравнению с большинством рынков развитых стран, отражая сопутствующие высокие риски. Не менее важными являются и показатели общей экономической ситуации в стране. Государство, экономика которого переживает период бума, скорее всего, окажется более привлекательным для иностранных инвестиций, чем страна, экономика которой находится в рецессии. На размеры потоков капитала из страны должен оказывать влияние и объем национальных сбережений, являющихся источником финансирования инвестиций, направляемых в другие страны. Отметим еще такой фактор, как политические риски в стране, высокий уровень которых, безусловно, сокращает приток капитала и увеличивает его отток.

Ко второму множеству факторов, влияющих на потоки капитала, относятся так называемые глобальные факторы, внешние по отношению к данной конкретной стране (*push factors*). В их число входят, в частности, мировые процентные ставки. Предполагается, что заметное падение процентных ставок (например, в США) мо-

жет служить ключевым фактором, определяющим увеличение притока капитала в развивающиеся страны. Кроме того, в периоды рецессии в экономике развитых стран их привлекательность в глазах международных инвесторов снижается. В результате инвесторы ищут альтернативные направления вложения денег. При этом макроэкономические условия и политика в отношении обменного курса во многих развивающихся странах могут оказаться относительно благоприятными для инвестирования, вызывая приток капитала в эти страны (*Calvo, Leiderman, Reinhart, 1993, 1996*). Таким образом, к числу важных глобальных факторов необходимо отнести и темпы роста в развитых странах.

Отметим, что приток (либо отток) капитала, в свою очередь, оказывает значительное влияние на состояние экономики развивающихся стран. Во-первых, как описывается в работе (*Calvo, Leiderman, Reinhart, 1996*), большая доля притока капитала аккумулируется в виде золотовалютных резервов. Иначе говоря, если дефицит текущего счета не превосходит профицит счета операций с капиталом и финансовыми инструментами, приток капитала должен приводить к росту золотовалютных резервов. Во-вторых, как показали авторы названного исследования, большинство развивающихся стран в результате притока капитала испытывают быстрый рост предложения денег как в реальном, так и в номинальном выражении. С одной стороны, это может быть вызвано увеличением экономической активности страны – получателя иностранных инвестиций, что позволяет наращивать денежную массу без повышения инфляции. С другой стороны, центральный банк увеличивает денежную базу при покупке поступающей в страну валюты для поддержания стабильного обменного курса. В то же время отметим, что центральный банк может препятствовать резкому росту предложения денег, позволив национальной валюте укрепиться, и, таким образом, не наращивать резервы либо проводить мероприятия по стерилизации избыточного денежного предложения. Наконец, влияние притока капитала на реальный обменный курс неоднозначно и определяется в значительной степени желанием центрального банка страны поддерживать стабильный валютный курс.

Описанные выше взаимосвязи движения капитала и других ключевых экономических переменных можно непосредственно получить из стандартных моделей открытой экономики.

Начнем с рассмотрения модели малой открытой экономики с совершенной мобильностью капитала (см., например, (*Barro, Mankiw and Sala-i-Martin, 1995*)). В простейшем варианте такой модели репрезентативный потребитель выбирает такую последовательность потребления торгуемых и неторгуемых товаров, которая максимизирует его приведенную полезность.

В такой модели падение мировых процентных ставок будет вызывать рост реального валютного курса и увеличение дефицита счета текущих операций. Для страны-заемщика падение процентных ставок уменьшает текущую приведенную стоимость долга, что ведет к росту потребления. Эффект замещения выражается в том, что удешевление заимствований ведет к росту потребления. Если ввести в модель эндогенно определяемые инвестиции как функцию от реальной ставки процента, то шоки процентных ставок будут оказывать воздействие и на них, что вместе с уменьшившейся нормой сбережения будет вызывать еще большее увеличение дефицита счета текущих операций. Поскольку происходит увеличение потребления как торгуемых, так и неторгуемых товаров и предложение неторгуемых товаров ограничено в большей степени, чем торгуемых, то увеличение спроса приведет к относительному повышению цен на неторгуемые товары, т.е. к укреплению национальной валюты в реальном выражении.

В рассматриваемой модели на последствия притока капитала при увеличении дефицита счета текущих операций (в условиях равенства нулю общего сальдо платежного баланса) будет влиять режим обменного курса. В малой открытой экономике с плавающим обменным курсом приток капитала будет сопровождаться номинальным укреплением национальной валюты и отсутствием изменений в резервах или в предложении денег. В случае фиксированного обменного курса равновесие на рынке денег будет достигаться за счет увеличения международных резервов центрального банка и увеличения денежного предложения. При промежуточном режиме обменного курса степень денежной экспансии будет опре-

деляться степенью стерилизации избыточной ликвидности либо тем, насколько укрепится национальная валюта.

Таким образом, согласно описанной модели увеличение притока капитала, вероятнее всего, будет сопровождаться ростом потребления и инвестиций, увеличением реальных денежных балансов и иностранных резервов. В свою очередь, увеличение потребления выражается в виде повышения расходов на торгуемые и неторгуемые товары, что приводит к реальному укреплению национальной валюты и увеличивает дефицит счета текущих операций.

Кроме того, из стандартных моделей экономического роста известно, что рост инвестиций приводит к увеличению потенциального выпуска в экономике. Таким образом, предположив, что приток капитала из-за границы, по крайней мере, частично, идет на финансирование национальных инвестиций, мы можем выдвинуть гипотезу о положительной связи между притоком капитала в страну и темпами экономического роста. Конечно, данная гипотеза предполагает выполнение большого числа предпосылок (в частности, эффективные фондовые рынки, значительная доля прямых инвестиций и др.). Необходимо понимать, что приток капитала в некоторых случаях может привести лишь к росту инфляции, но не способствовать развитию реального сектора экономики.

Фернандес-Ариас и Монтель (*Fernandez, Montiel, 1996*) разработали динамическую модель, включающую влияние внутренних и глобальных факторов на потоки капитала. Они разделили потенциальные внутренние факторы на действующие на уровне проектов и на уровне страны. Предполагается, что капитальные потоки распределяются по  $n$  различным активам, имеющим индекс  $s$  ( $s = 1, \dots, n$ ), доходность актива типа  $s$  разделяется на две компоненты: ожидаемая доходность на уровне проекта ( $G_s$ ) и корректирующий фактор, зависящий от платежеспособности страны ( $C_s$ ,  $0 \leq C_s \leq 1$ ). Доходность на уровне проекта, по предположению, является функцией вектора чистых потоков капитала ( $F$ ) по проектам всех типов, в то время как фактор кредитоспособности является функцией вектора обязательств всех типов на конец периода,  $S: S = S_{-1} + F$ , где  $S_{-1}$  обозначает начальные обязательства. Считая, что внешние кредиторы будут диверсифицировать

свои портфели активов, альтернативная стоимость актива  $s$  ( $V_s$ ) является функцией от  $S$ . Фернандес-Ариас и Монтелье описали условие отсутствия арбитража следующим образом:

$$G_s(g, F)C_s(c, S_{-1} + F) = V_s(v, S_{-1} + F), \quad (1)$$

где  $g$ ,  $c$  и  $v$  – факторы, отражающие внутреннюю экономическую конъюнктуру, кредитоспособность (pull factors) и экономическую обстановку в стране-кредиторе (push factor) соответственно.

Условие отсутствия арбитража означает, что ожидаемая доходность по активу типа  $s$  должна равняться альтернативной стоимости данного актива. Предполагается, что  $G_s$ ,  $C_s$  и  $V_s$  являются возрастающими функциями переменных  $g, c$  и  $v$ . Уравнение (1) может быть разрешено относительно переменной  $F$ . Таким образом, равновесное значение вектора чистых потоков капитала ( $F^*$ ) можно представить следующим образом:

$$F^* = F^*(g, c, v, S_{-1}), \quad (2)$$

где  $F^*$  положительно зависит от  $g$  и  $c$ , но отрицательно – от  $v$  и  $S_{-1}$ .

Иными словами, улучшение внутренней конъюнктуры и кредитоспособности страны приводит к росту привлекательности страны в глазах иностранных инвесторов, а следовательно, к притоку капитала в эту страну. Наоборот, улучшение экономической ситуации в стране-кредиторе делает ее внутренние активы более привлекательными, что вызывает сокращение притока капитала в исследуемую страну. Рост объема начальных обязательств также приводит к снижению уровня капитальных потоков в рассматриваемое государство. Принимая  $S_{-1}$  постоянным, беря полную производную равенства (2) и приближенно заменяя дифференциалы переменных их первыми разностями, получаем уравнение:

$$\Delta F^* = F_1^* \Delta g + F_2^* \Delta c + F_3^* \Delta v, \quad (3)$$

где нижний индекс обозначает соответствующую частную производную.

Равенство (3) описывает изменения капитальных потоков, определяемые изменениями во внутренних факторах  $g$  и  $c$  и во внешних факторах  $v$ . Таким образом, увеличение  $g$  и  $c$  и уменьшение  $v$  могут вызвать рост капитальных потоков. Эта простая модель, несомненно, согласуется с точкой зрения о влиянии внешних и внутренних факторов на увеличение капитальных потоков, хотя относительная значимость двух различных факторов будет зависеть от относительного значения частных производных  $F^*$ , равно как и от величины изменения факторов.

Равенство (3) показывает, что разница в краткосрочных и долгосрочных колебаниях капитала может возникнуть в соответствии с изменениями в  $g$ ,  $c$  и  $v$ : постоянные изменения в  $g$ ,  $c$  и  $v$  могут вызвать долгосрочные постоянные изменения в чистых потоках капитала, в то время как краткосрочные изменения этих факторов могут вызвать временные, краткосрочные изменения потоков. К примеру, постепенное устранение контроля над капиталом и снятие ограничений на прямые иностранные инвестиции могут уменьшить издержки приспособления, с которыми сталкиваются инвесторы при диверсификации своих портфелей, и способствовать постепенному увеличению потоков капитала. Такое постепенное приспособление подразумевает сложную динамику чистых потоков по отношению к долгосрочному равновесному значению. Динамическое приспособление может быть формально введено в модель Фернандес-Ариаса и Монтъеля предположением о том, что существуют некоторые издержки этого приспособления. В такой модели различные факторы, ограничивающие движение капитала (такие, как несовершенство рынков, асимметрия информации и издержки входа и выхода на финансовый рынок), реализуются в предположении о том, что кредиторы сталкиваются с издержками приспособления своих инвестиционных портфелей.

Описанные в этом разделе теоретические модели довольно просты. В то же время они позволяют обосновать основные гипотезы по поводу влияния потоков капитала на основные макроэкономические переменные. Приведенные модели демонстрируют,

что изменения в потоках капитала могут определяться как внутренними, так и внешними факторами, но выявить, какие из этих факторов относительно более важны, можно лишь при анализе реальных данных. Таким образом, перейдем к анализу эмпирических исследований по вопросу взаимодействия капитальных потоков и основных макроэкономических переменных.

Отметим, что наш обзор ограничен кругом тех работ, которые исследуют взаимосвязь потоков капитала и макроэкономических показателей. Работы, посвященные анализу открытой экономики, но не включающие в модель явным образом счет движения капитала, мы не рассматривали. Кроме того, большое количество исследований ((*Menzie D. Chinn, Hiro Ito, 2005*); (*S. Edwards, 1998*); (*Richard N. Cooper; Daniel K. Tarullo, John Williamson, 1999*)) посвящено проблемам контроля над движением капитала и макроэкономическим эффектам либерализации счета операций с капиталом и финансовыми инструментами, что также находится вне сферы вопросов, анализируемых в данной работе.

## **1.2. Эмпирические исследования, посвященные описанию взаимосвязи счета движения капитала и основных макроэкономических показателей**

Существует большое число работ, в которых оценивается важность различных экзогенных и эндогенных факторов в определении потоков капитала. К примеру, Кальво, Лейдерман, Рейнхарт (*Calvo, Leiderman, Reinhart, 1993, 1994*) пришли к выводу, что внешние факторы играют ключевую роль в объяснении притока капитала в страны Латинской Америки. Процентные ставки в США были наиболее значимым экзогенным фактором, заставлявшим инвесторов в поисках более высоких доходностей вкладывать деньги в развивающиеся экономики. К другим экзогенным факторам можно отнести условия торговли и международную премию за риск. Чухан, Клэссенс и Маминджи (*Chuhan, Claessens, Mamingi, 1993*) показали, что внутренние переменные также очень важны в определении притока капитала в страны Латинской Америки и играли важную роль в объяснении таких потоков в страны Азии. Хернандес и Рудольф (*Hernandez, Rudolf, 1995*) в своем исследовании продемонстрировали, что только внутренние переменные играют значимую роль в объяснении

долгосрочных тенденций в движении капитала для группы азиатских и латиноамериканских стран. В исследовании Всемирного банка (*World Bank, 1997*) и работе Монтель, Рейнхарт (*Montiel, Reinhart, 1999*) было показано, что внутренняя политика и экономическая ситуация в стране начинают играть все большую роль в определении направления и величины потоков капитала частного сектора. В указанных работах утверждается, что экономические реформы способствуют притоку капитала. Более того, реформы, которые рассматриваются только как временные, также могут способствовать притоку капитала. Иными словами, инвесторы будут осуществлять краткосрочные инвестиции в страну, чтобы получить прибыль, при этом инвестиционные проекты будут заканчиваться до ожидаемого момента изменений в политике.

Причины, вызывающие приток капитала, независимо от того, играют ли основную роль эндогенные или экзогенные факторы, достаточно неоднозначны. В проведенных ранее исследованиях внутренние факторы были разделены на несколько различных типов. К примеру, Ким (*Kim, 2000*) выделил в качестве внутренних факторов шоки совокупного спроса, специфические шоки предложения, инфляционные шоки и монетарные шоки, которые влияют на приток иностранного капитала. Также рассматривались другие факторы – такие, как норма доходности в стране, либерализация счета движения капитала и кредитоспособность страны. Все эти факторы отражают внутренние экономические условия. В то же время к внешним факторам относятся усредненные значения международных экзогенных переменных – такие, как реальный выпуск, процентные ставки, условия торговли в развитых странах (*Calvo, Leiderman, Reinhart, 1993, 1996*). В качестве внешних факторов рассматривались доходность по инвестициям в стране-кредиторе и уровень страновой диверсифицированности портфелей международных инвесторов.

В своей работе Ким использовал структурную модель векторной авторегрессии для исследования роли различных факторов в определении динамики притока капитала и показал, что внешние факторы играют ключевую роль в объяснении динамики сальдо счета движения капитала в развивающихся странах. Кальво, Лейдерман, Рейнхарт использовали только внешние факторы и также

заключили, что они играют значительную роль при объяснении притока капитала в страны Латинской Америки. В работе Фернандеса-Ариаса (*Fernandez-Arias, 1996*) были получены похожие результаты, свидетельствующие в пользу того, что приток капитала в 13 латиноамериканских и азиатских развивающихся стран вызывают прежде всего иностранные факторы, например, изменение международных процентных ставок.

Агенор и Хофмайстер (*Agenor, Hoffmaister, 1996*) исследовали теоретические и эмпирические аспекты взаимозависимости капитальных потоков и реального обменного курса. Одним из выводов их работы стало то, что снижение мировых процентных ставок ведет к притоку капитала в страны Азии.

Чухан, Клэссенс и Маминджи (*Chuhan, Claessens и Mamingi, 1998*) утверждают, что не только глобальные факторы, но также специфические для отдельной страны факторы играют важную роль в определении различных компонент счета движения капитала, особенно для азиатских стран. Они показали, что специфические факторы относительно более важны, чем глобальные. Эдвардс (*Edwards, 1991*) провел межстрановой эмпирический анализ для оценки влияния некоторых внутренних переменных на прямые иностранные инвестиции для 59 стран и пришел к выводу, что повышение степени открытости экономики, усиление международной конкуренции оказывают положительный эффект на иностранные инвестиции. Кроме того, автор сделал вывод: чем меньше государство, тем при прочих равных условиях оно более привлекательно для иностранного капитала.

Среди работ, изучающих движение капитала в странах с переходной экономикой, следует отметить работу Клэссенса, Окса, Поластри (*Claessens, Oks, Polastri, 1998*). В исследовании были рассмотрены 25 стран Центральной и Восточной Европы и бывшего Советского Союза, при этом рассматривались такие характеристики потоков капитала, как их величина, тип и источник. Приведены оценки эконометрических зависимостей между различными видами потоков капитала, с одной стороны, и индексом качества реформ, фундаментальными макроэкономическими переменными и внешними факторами – с другой. Показано, что индексы качества реформ и показатель золотовалютных резервов являются значи-

мыми объясняющими переменными для всех категорий потоков. Далее в рассмотрение последовательно вводились следующие объясняющие переменные: профицит бюджета, лагированные значения потоков капитала, процентные ставки, а также темпы роста экономики и процентные ставки в странах ОЭСР. При этом наряду с предсказанными теорией взаимозависимостями были получены в некоторой степени противоречивые результаты о влиянии описанных переменных на различные категории капитальных потоков. Так, оценки показали, что позитивные изменения внешних факторов играют положительную роль в увеличении капитальных потоков. Авторы предлагают этому такое объяснение: повышение темпов роста развитых стран увеличивает предложение иностранных сбережений.

Далее следует отметить работу Гарибальди и др. (*Garibaldi, Mora, Sahay, Zettelmeyer, 2001*). Авторы рассматривают потоки капитала в 26 странах с переходной экономикой на временном интервале с 1992 по 1999 г. В результате регрессионного анализа было показано, что именно прямые инвестиции (в отличие от рассматриваемого в других работах совокупного притока капитала) в страны с переходной экономикой хорошо объясняются стандартным набором фундаментальных экономических переменных, включающим переменные, отражающие макроэкономическую стабильность, проведение структурных экономических реформ, степень либерализации торговли, наделенность природными ресурсами и наличие барьеров для прямых инвестиций. Что касается портфельных инвестиций, то они довольно плохо описываются фундаментальными переменными. Единственными характеристиками, которые, по-видимому, являются «хорошими» объясняющими переменными для портфельных инвестиций, выступают наличие инфраструктуры финансового рынка (измеренной как индекс развитости рынка ценных бумаг) и индикатор защиты прав собственности. При включении в модель указанных переменных никакие другие фундаментальные переменные не имеют статистической значимости. Отметим, что в данной работе рассматривалась только часть общих потоков капитала.

Одной из работ, изучающей бегство капитала из России, является исследование Лунгани и Мауро (*Loungani, Mauro, 2000*). В ка-

честве главных причин бегства капитала авторы рассматривают неустойчивую политическую ситуацию, макроэкономическую нестабильность, конфискационный характер налогообложения, неустойчивость банковского сектора и ненадежное обеспечение прав собственности. Также был проведен регрессионный анализ влияния переменных инфляции, бюджетного дефицита и показателя качества реформ на интенсивность оттока капитала. Было показано, что большая интенсивность оттока капитала вызывается повышением темпов инфляции, большим размером бюджетного дефицита и низким качеством реформ.

Таким образом, мы рассмотрели эмпирические исследования, посвященные анализу взаимодействия различных статей счета движения капитала и основных макроэкономических показателей. Полученные в этих работах результаты обобщены в *табл. 1*.

*Таблица 1*

**Основные результаты, полученные в эмпирических исследованиях взаимосвязи счета движения капитала и основных макроэкономических показателей**

<b>Авторы исследования и год публикации работы</b>	<b>Страны</b>	<b>Эндогенная переменная</b>	<b>Экзогенные переменные</b>	<b>Основные результаты</b>
1	2	3	4	5
<i>(Calvo, Leiderman, Reinhart, 1993, 1994)</i>	Страны Латинской Америки	Различные потоки капитала	В основном внешние факторы (наиболее значимый фактор – процентные ставки в США, а также международная премия за риск и условия торговли)	Рост процентных ставок в США уменьшает приток капитала, а улучшение условий торговли и увеличение премии за риск приводит к росту притока капитала
<i>(Chuhan, Claessens, Mamingi, 1993)</i>	Страны Азии и Латинской Америки	Различные потоки капитала	В основном внутренние факторы	Внутренние факторы играют большую роль в объяснении потоков капитала, чем внешние. Кроме того, значительную роль могут играть специфические для страны факторы

1	2	3	4	5
<i>(Hernandez, Rudolf, 1995)</i>	Страны Азии и Латинской Америки	Различные потоки капитала	Только внутренние факторы	Только внутренние факторы объясняют долгосрочные тенденции движения капитала
<i>(World Bank, 1997), (Montiel, Reinhart, 1999)</i>	Страны Азии и Латинской Америки	Потоки капитала частного сектора	В основном внутренние факторы	Ведущую роль играют экономические реформы. Даже временные изменения могут вызвать снижение или увеличение притока капитала
<i>(Kim, 2000)</i>	Развивающиеся страны	Сальдо операций с капиталом и финансовыми инструментами	Внутренние факторы (шоки совокупного спроса, специфические шоки предложения, инфляционные шоки, монетарные шоки, норма доходности в стране, либерализация счета движения капитала и кредитоспособность страны) и внешние (доходность по инвестициям в стране-кредиторе и уровень страновой диверсифицированности портфелей международных инвесторов)	Связи между переменными соответствуют тем, которые предсказывает теория, при этом ключевую роль играют все же внешние факторы
<i>(Fernandez-Arias, 1996)</i>	Развивающиеся страны Азии и Латинской Америки	Сальдо операций с капиталом и финансовыми инструментами	Внутренние и внешние факторы	Ключевую роль играют внешние факторы

1	2	3	4	5
<i>(Agenor, Hoffmaister, 1996)</i>	Страны Азии	Различные потоки капитала	Внутренние и внешние факторы	Уменьшение мировых процентных ставок вызывает рост притока капитала  Повышение степени открытости экономики и усиление международной конкуренции оказывают положительный эффект на прямые инвестиции. Чем меньше государство, тем оно более привлекательно для иностранного капитала
<i>(Edwards, 1991)</i>	59 стран	Прямые иностранные инвестиции	Внутренние факторы	
<i>(Claessens, Oks, Polas-tri, 1998)</i>	25 стран Центральной и Восточной Европы и бывшего Советского Союза	Различные потоки капитала	Внутренние и внешние факторы	Наряду с предсказанными теорией взаимозависимостями в работе были получены и противоречивые результаты: позитивные изменения внешних факторов играют положительную роль в увеличении притока капитала  Динамика прямых инвестиций хорошо описывается фундаментальными переменными, тогда как «хорошими» объясняющими переменными для портфельных инвестиций оказались лишь наличие инфраструктуры финансового рынка и индикатор защиты прав собственности
<i>(Garibaldi, Mora, Sahay, Zettelmeyer, 2001)</i>	26 стран с переходной экономикой	Приток прямых и портфельных инвестиций	Внутренние и внешние факторы	

1	2	3	4	5
<i>(Loungani, Mauro, 2000)</i>	Россия	Бегство капитала	Внутренние факторы	Большая интенсивность оттока капитала вызывается повышением темпов инфляции, большим размером бюджетного дефицита и низким качеством реформ

На базе полученных результатов ниже мы проведем регрессионный анализ зависимостей между движением капитала и макроэкономическими показателями. К сожалению, по платежному балансу РФ доступны данные только с 1994 г., поэтому построение векторной авторегрессии на основе имеющихся данных нецелесообразно. В связи с этим для анализа будем использовать многофакторные регрессионные модели временных рядов.

Но сначала рассмотрим динамику движения капитала в РФ на протяжении 1994–2004 гг.

## **2. Анализ динамики потоков капитала в РФ в 1994–2004 гг.**

В данном разделе мы, во-первых, проанализируем изменение различных компонент счета движения капитала платежного баланса РФ в 1994–2004 гг. При этом изучаются как годовая динамика в соответствующем периоде, так и квартальные данные за 1999–2004 гг. Выбор первого года указанного интервала времени объясняется наличием наиболее полных данных Банка России о состоянии платежного баланса страны начиная именно с 1994 г. Выбор последнего года исследуемого периода определен тем, что на момент написания данной работы были доступны окончательные данные о платежном балансе лишь за 2004 г. Рассмотрение более короткого временного ряда при анализе квартальных данных объясняется как выбором периода, в течение которого движение капитала определялось стабильными фундаментальными факторами (после кризиса 1998 г.), так и соображениями удобства графического представления потоков движения капитала.

Во-вторых, на аналогичном временном отрезке рассмотрим одновременную динамику компонент счета движения капитала и основных макроэкономических показателей.

### **2.1. Счет движения капитала в 1994–2004 гг.**

Потоки капитала отражаются в платежном балансе страны в счете операций с капиталом и финансовыми инструментами<sup>1</sup>. Указанный счет подразделяется на два подсчета: счет операций с капиталом и финансовый счет. Отметим, что отрицательное значение счета операций с капиталом и финансовыми инструментами означает отток капитала из страны, а положительное – приток капитала. Что касается статьи «изменение валютных резервов», то отрицательные значения свидетельствуют о накоплении резервов, а положительные – об их снижении.

В данном случае мы рассматриваем счет операций с капиталом и финансовыми инструментами без золотовалютных резервов,

---

<sup>1</sup> См.: Учебник по платежному балансу. МВФ, 1996.

выделяя их в отдельную балансирующую статью. В силу же принципов составления платежного баланса страны сумма текущего счета, счета операций с капиталом и финансовыми инструментами и сальдо золотовалютных резервов равняется нулю. Иными словами, принимая во внимание величину изменения золотовалютных резервов, страна с положительным сальдо текущего счета кредитует остальной мир за счет доходов от торговли. Однако если возникает дефицит текущего счета, то для поддержания равновесия платежного баланса страна вынуждена занимать на международных рынках, что ведет к формированию положительного сальдо счета операций с капиталом и финансовыми инструментами. Отметим, что на практике возникают погрешности при расчетах, и формально для балансирования платежного баланса используется статья «чистые ошибки и пропуски», равная сумме текущего счета, счета операций с капиталом и финансовыми инструментами и резервных активов, взятой с противоположным знаком. Таким образом, возможно выделить 4 основных вида состояния платежного баланса в зависимости от знака счета операций с капиталом и текущего счета.

В *первую группу* входят страны, где и текущий счет, и счет операций с капиталом положительны. Иными словами, в данном случае наблюдается как чистое поступление средств в страну в результате торговых операций, так и покупка иностранцами национальных активов. Очевидно, что равновесие платежного баланса в этой ситуации достигается за счет накопления золотовалютных резервов. Типичным представителем стран этой группы является Китай.

Во *вторую группу* входят страны, имеющие положительное сальдо текущего счета и отрицательное сальдо счета операций с капиталом и финансовыми инструментами. В таком случае страна испытывает чистый приток валюты в результате торговых операций, однако наблюдается чистая продажа национальных финансовых активов. Если положительное сальдо платежного баланса превосходит по абсолютной величине отрицательное сальдо счета операций с капиталом и финансовыми инструментами, то происходит накопление золотовалютных резервов. Если же чистые продажи национальных финансовых активов превышают сальдо теку-

щего счета, то для поддержания равновесия платежного баланса центральный банк вынужден продавать резервы для финансирования дефицита текущего счета. В рассматриваемую группу входят такие страны, как Япония (до 2003 г.) и Германия в последние годы. В эту группу в настоящее время попадает и Российская Федерация.

К *третьей группе* следует отнести страны, в которых наблюдается дефицит текущего счета платежного баланса, финансируемый за счет положительного сальдо счета операций с капиталом и финансовыми инструментами. В случае если величины профицита счета операций с капиталом недостаточно для покрытия дефицита текущего счета, стране приходится расходовать свои резервные активы для поддержания равновесия платежного баланса. Наиболее известной страной, входящей в данную группу, являются США, где в последние годы отмечается рекордный дефицит текущего счета. Однако вплоть до последнего времени значительные покупки иностранцами финансовых активов США позволяли этой стране финансировать огромный дефицит текущего счета за счет профицита счета операций с капиталом и финансовыми инструментами.

Наконец, в *четвертую группу* входят государства, в которых прослеживается дефицит как текущего счета, так и счета операций с капиталом и финансовыми инструментами. В этом случае равновесие платежного баланса страны может быть достигнуто лишь за счет продажи резервных активов страны. Очевидно, что такая ситуация не может продолжаться длительное время. Поэтому такой платежный баланс наблюдается лишь в отдельные небольшие периоды времени в некоторых странах, например, в Германии в 1999 г., в Италии в 2001 г. и др.

Счет операций с капиталом отражает операции экономики с нерезидентами<sup>2</sup>, охватывающие нематериальные нефинансовые активы (например, патенты, права и лицензии) и капитальные трансферты (безвозмездное предоставление капитальных активов либо финансовых активов, связанных с приобретением, продажей, передачей или использованием капитальных активов). Операции, проводимые по данному счету, не связаны напрямую с процессами

---

<sup>2</sup> См.: Учебник по платежному балансу. МВФ, 1996.

производства и потребления, поэтому этот счет отделяется от счета текущих операций.

В России на протяжении 1994–2004 гг. практически постоянно сальдо счета операций с капиталом и финансовыми инструментами принимало отрицательные значения (см. *рис. 1, 2*), что свидетельствует об устойчивой тенденции оттока капитала из страны. Сальдо счета операций с капиталом незначительно колебалось вокруг нуля, отражая незначительный уровень капитальных трансфертов. Более-менее значительные отклонения происходили при реструктуризации внешнего долга страны. Так, в 2000 г. произошло списание части внешнего долга в результате реструктуризации задолженности бывшего СССР перед Лондонским клубом кредиторов. В 2001 г. была прощена задолженность беднейших стран перед Россией в рамках Парижского клуба кредиторов (на сумму 10,6 млрд долл.) и осуществлена реструктуризация обязательств перед Чехией и Словакией, одним из результатов которой стало частичное списание (прощение) долга в размере 1,7 млрд долл. Наконец, большое отрицательное сальдо счета операций с капиталом в 2002 г. также в значительной мере определялось операциями, связанными с урегулированием долговых отношений по обязательствам и активам бывшего СССР.

Что касается золотовалютных резервов, то начиная с 1999 г. наблюдалось постоянное их увеличение. До 1999 г. тренда в изменении резервов не прослеживается, т.е. они попеременно то росли, то снижались. В силу незначительных колебаний счета операций с капиталом сальдо финансового счета практически полностью повторяет динамику счета операций с капиталом и финансовыми инструментами в целом (отток капитала начиная с 1999 г.).

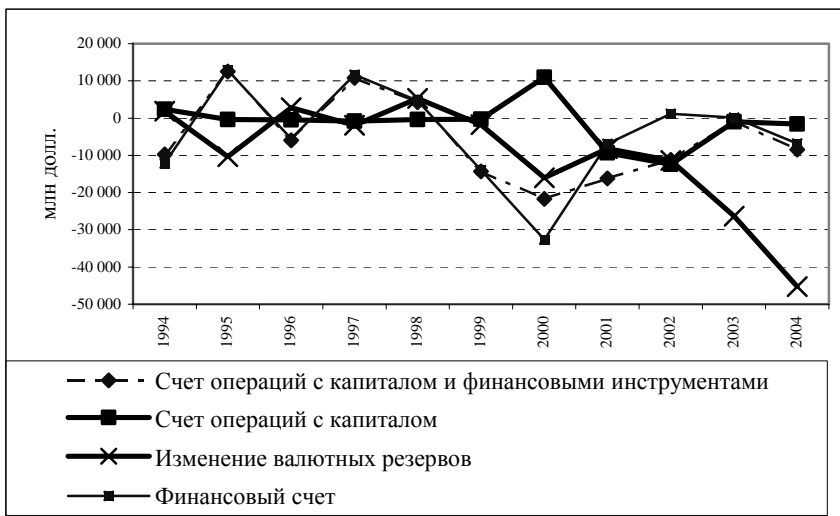


Рис. 1. Динамика счета операций с капиталом и финансовыми инструментами в России в 1994–2004 гг.

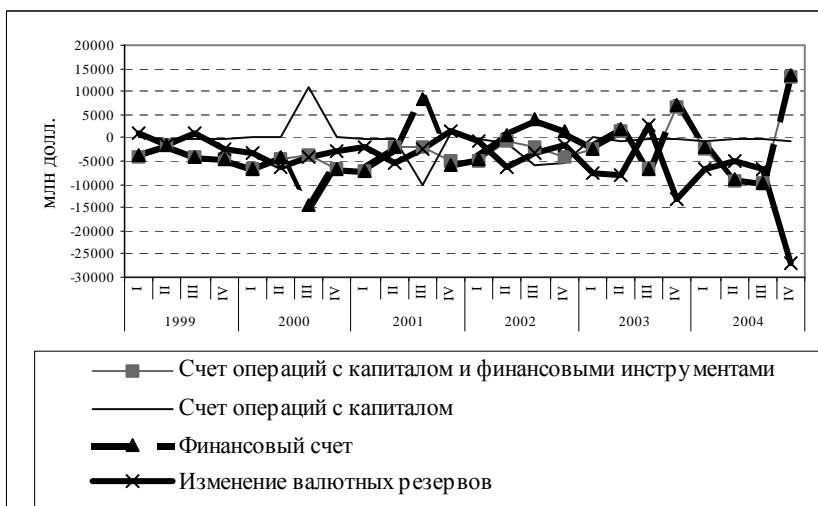


Рис. 2. Динамика счета движения капитала в России в 1999–2004 гг. (поквартально)

Таким образом, при анализе динамики счета операций с капиталом и финансовыми инструментами можно ограничиться рассмотрением финансового счета. По данному счету отражаются операции с финансовыми активами и обязательствами экономики. Финансовый счет показывает способы, применяемые экономикой для финансирования своих внешнеэкономических операций. Если сбережения в экономике превышают объем инвестиций, то это превышение должно выражаться в чистом оттоке финансовых средств или в чистом инвестировании средств в активы остального мира. Если же сбережения в экономике меньше ее инвестиций, то она становится импортером нефинансовых активов у остального мира. Чистый импорт в этом случае должен финансироваться за счет чистого притока финансовых ресурсов из-за рубежа. Кроме того, центральный банк страны для поддержания стабильности валютного курса и платежного баланса совершает операции с золотовалютными резервами, наращивая их при значительном притоке валюты в страну и уменьшая в противном случае.

Операции финансового счета классифицируются следующим образом:

- 1) по функциональному типу инвестиций (прямые инвестиции, портфельные инвестиции, прочие инвестиции);
- 2) по направленности инвестиций (из России и в Россию соответственно), т.е. на активы и обязательства;
- 3) по секторам экономики (банки, нефинансовые предприятия и домохозяйства, федеральные органы управления);
- 4) по виду финансового инструмента (например, акционерный капитал, долговые ценные бумаги и ссуды);
- 5) по первоначальному сроку погашения инструмента, установленному в договоре (краткосрочные и долгосрочные).

Нас будут интересовать прежде всего первые три классификации инвестиций.

Как можно заметить (см. *рис. 3, 4*), на протяжении 1994–2004 гг. происходило постоянное наращивание зарубежных активов, принадлежащих резидентам РФ. С одной стороны, это можно рассматривать как положительное явление, свидетельствующее о росте влияния национальных экономических агентов на зарубежных рынках. С другой стороны, такая ситуация говорит об оттоке

капитала из страны. Например, в 2001–2002 гг. наращивание зарубежных активов происходило достаточно медленно, а в 2003–2004 гг. значительно ускорилось, что согласуется с данными об усилении оттока капитала в это время.

Что касается обязательств резидентов РФ перед иностранными экономическими агентами, то они сокращались лишь в 2000–2001 гг. Впоследствии обязательства возобновили рост, однако иностранные активы увеличивались быстрее, что приводило в итоге к отрицательному сальдо финансового счета (т.е. к оттоку капитала из страны). Далее мы подробнее проанализируем состав активов и обязательств по принадлежности к институциональному сектору (сектор государственного управления, банки и нефинансовый сектор). Пока лишь заметим, что сам по себе рост обязательств нельзя характеризовать как «положительное» или «отрицательное» явление для экономики страны, так как важно рассматривать их состав и причины увеличения.

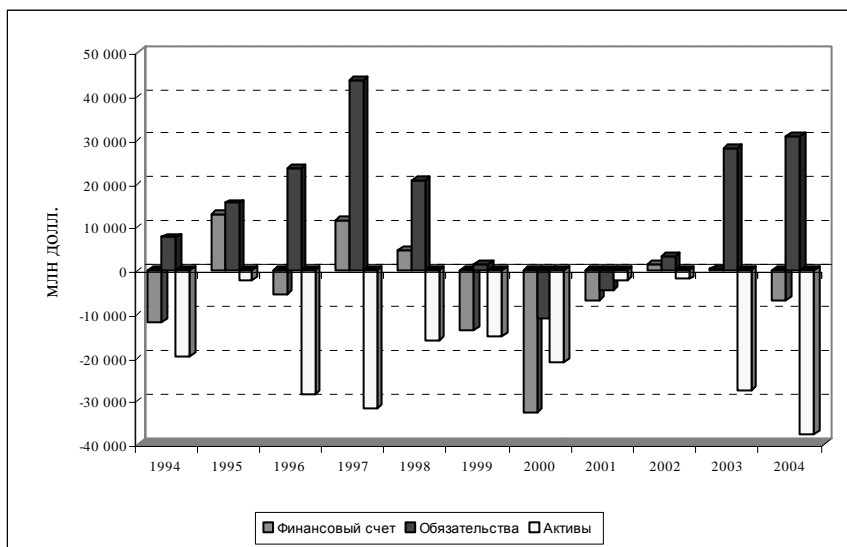


Рис. 3. Динамика финансового счета платежного баланса РФ в 1994–2004 гг.

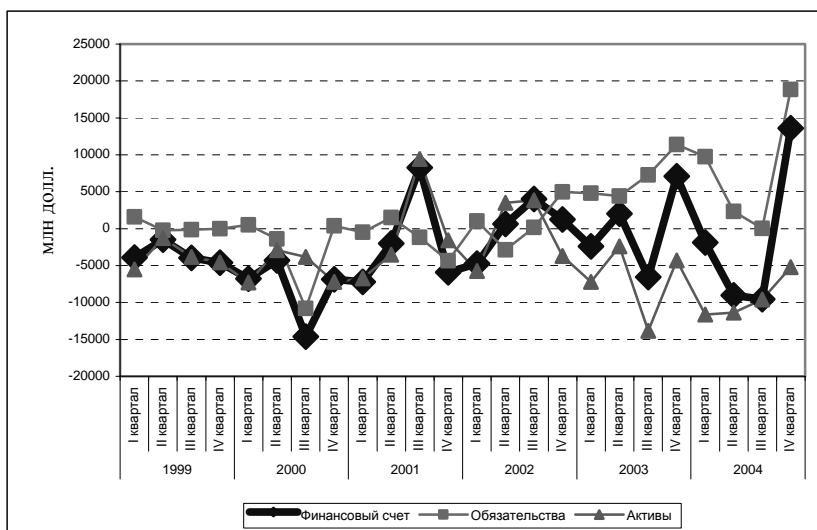


Рис. 4. Динамика финансового счета платежного баланса в 1999–2004 гг. (поквартально)

Рассмотрим теперь изменение иностранных обязательств и зарубежных активов резидентов РФ по секторам экономики. Фактически рост иностранных обязательств означает приток капитала в РФ, а увеличение зарубежных активов – отток капитала. Напомним, что об увеличении обязательств свидетельствуют соответствующие положительные значения потоков капитала, а об увеличении активов – отрицательные.

Мы рассмотрим динамику активов и обязательств в разрезе секторов экономики. Тип институционального сектора, к которому принадлежит внутренний инвестор, нередко является фактором, оказывающим воздействие на финансовые операции с активами и обязательствами. В рамках стандартных составляющих платежного баланса выделяется несколько секторов: сектор государственного управления, органы денежно-кредитного регулирования, банковский сектор и др.

На рис. 5, 6 видно, что наибольшее влияние на динамику иностранных обязательств оказывает изменение обязательств орга-

нов государственного управления и нефинансовых предприятий. Обязательства органов денежно-кредитного регулирования и субъектов РФ практически не меняются. В то же время период 1994–1998 гг. характеризовался значительным ростом обязательств госсектора (накопление внешней задолженности), а период 1999–2004 гг. – сокращением обязательств (выплаты внешнего долга). В последние годы после резкого спада в 1998 г. возобновилось и наращивание обязательств нефинансовых предприятий (приток инвестиций).

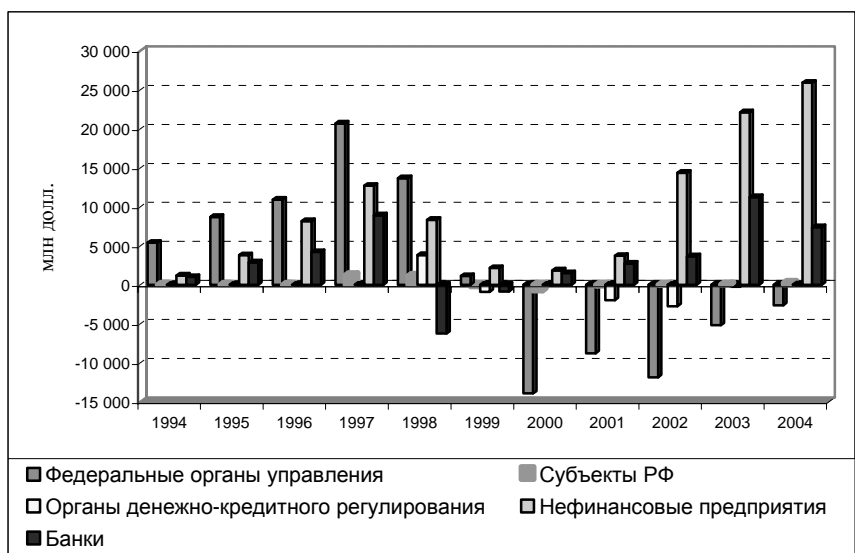


Рис. 5. Динамика иностранных обязательств экономики РФ в 1994–2004 гг.

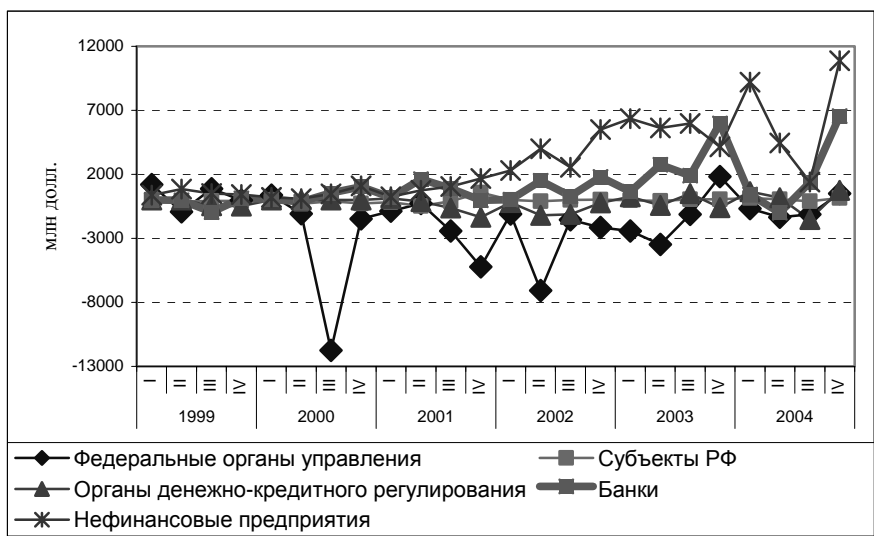


Рис. 6. Динамика иностранных обязательств экономики РФ в 1999–2004 гг. (поквартально)

Что касается зарубежных активов резидентов РФ, то, как видно из рис. 7, 8, на протяжении 1994–2004 гг. они постоянно росли. При этом основной вклад в прирост зарубежных активов вносили нефинансовые предприятия и домашние хозяйства. Как уже отмечалось выше, такая ситуация может отражать достаточно высокий темп оттока капитала из нашей страны. По банковскому сектору на протяжении почти всего рассматриваемого периода происходил незначительный рост зарубежных активов. Сальдо счета зарубежных активов сектора государственного управления было практически нулевым, за исключением 2001–2002 гг., когда происходило погашение внешней задолженности органов государственного управления.

Квартальная динамика демонстрирует наращивание темпов роста зарубежных активов нефинансовых предприятий и домашних хозяйств в 2002–2004 гг.

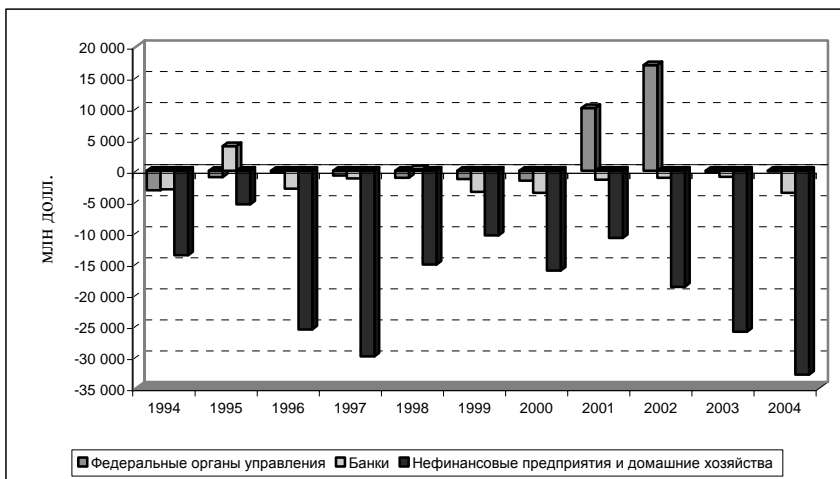


Рис. 7. Динамика иностранных активов резидентов РФ в 1994–2004 гг.

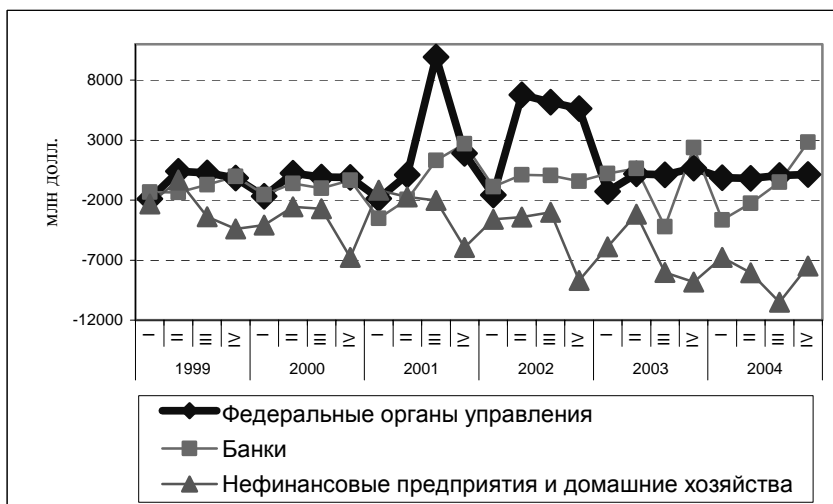


Рис. 8. Динамика иностранных активов резидентов РФ в 1999–2004 гг. (поквартально)

Рассмотрим теперь изменение финансового счета платежного баланса в другой классификации: прямые, портфельные и прочие инвестиции.

Прямой инвестор обычно отличается от других типов инвесторов, поскольку он стремится приобрести право голоса в вопросах стратегического управления предприятием, в капитал которого он вкладывает свои средства. Для достижения этой цели инвестор, как правило, приобретает значительную долю акций подобного предприятия (в соответствии с методологией МВФ<sup>3</sup>, к прямым инвесторам относятся нерезиденты, приобретающие не менее 10% акций). Помимо этого, прямой инвестор может предоставить этому предприятию другие виды капитала (например, ссуды и торговые кредиты) и оказывать ему техническое содействие. В силу особого характера отношений между прямым иностранным инвестором и предприятием прямого инвестирования потоки капитала в форме прямых иностранных инвестиций нередко обнаруживают черты поведения, отличные от потоков в форме портфельных и прочих инвестиций.

Категория портфельных инвестиций охватывает инвестиции, не вошедшие в категорию прямых инвестиций. Они представляют собой вложения в обыкновенные акции, другие ценные бумаги, не связанные с участием в капитале, и производные финансовые инструменты. К ценным бумагам, не связанным с участием в капитале, относятся облигации, векселя, обращающиеся депозитные сертификаты, привилегированные акции (за исключением привилегированных акций, по которым выплачиваются дивиденды), банковские акцепты, простые векселя, или долговые расписки, обращающиеся на рынке. Производные финансовые инструменты являются инструментами вторичного рынка, которые дают их обладателю право на получение экономических выгод в денежной форме или в виде других первичных финансовых инструментов в определенный момент времени в будущем.

Портфельные инвесторы озабочены в первую очередь ликвидностью своих инвестиций, а также вероятностью изменения их стоимости и размерами доходов, которые они рассчитывают получить. При изменении обстоятельств портфельные инвесторы в от-

---

<sup>3</sup> См. (МВФ, 1996).

личие от прямых инвесторов могут без каких-либо затруднений перевести свои средства в другие активы. В нашем случае категория портфельных инвестиций представляется весьма важной, так как именно в ней отражаются кредиты и займы, привлеченные предприятиями РФ из-за границы, которые зачастую составляют значительную часть внешнего финансирования крупных компаний.

Прочие инвестиции представляют собой остаточную категорию, включающую все другие виды финансовых операций – ссуды, торговые кредиты и банковские депозиты. Данная категория охватывает весьма разнообразные операции, по этой причине дальнейшая разбивка ее компонентов по функциональному признаку весьма затруднена и не представляется оправданной.

Что касается динамики прямых, портфельных и прочих инвестиций в РФ, то более-менее значительным изменениям были подвержены лишь прочие инвестиции (см. *рис. 9, 10*), прежде всего в силу их большой разнородности. Отметим, что именно в данную статью попадают «торговые кредиты и авансы» и «своевременно не полученная экспортная выручка и не поступившие товары и услуги в счет переводов денежных средств по импортным контрактам», которые составляют значительную часть бегства капитала из страны. Кроме того, в прочих инвестициях учитывается движение наличной валюты, а также просроченная задолженность. При этом в разные периоды определяющими для категории прочих инвестиций являлись разные статьи. Так, большое отрицательное значение прочих инвестиций в 1997 г. объясняется прежде всего резким сокращением просроченной задолженности резидентов РФ перед нерезидентами, что было вызвано реструктуризацией внешнего долга РФ перед Лондонским клубом кредиторов. По итогам 1998–1999 гг. задолженность выросла, а затем с 2000 г. начала сокращаться и перестала определять динамику прочих инвестиций, уступив эту роль показателям бегства капитала, а также привлеченным кредитам и займам.

Характерным моментом являются чрезвычайно низкие объемы прямых инвестиций. На протяжении всего анализируемого периода сальдо прямых инвестиций было незначительным по сравнению с портфельными и прочими инвестициями. Что касается портфельных инвестиций, то они сильно выросли лишь в 1997 г. в ре-

зультате значительного притока капитала, инвестированного в государственные ценные бумаги (ГКО).

Анализ квартальной динамики инвестиций в 1999–2004 гг. еще раз демонстрирует волатильность прочих инвестиций, а также незначительные колебания около нуля прямых и портфельных инвестиций на этом промежутке времени.

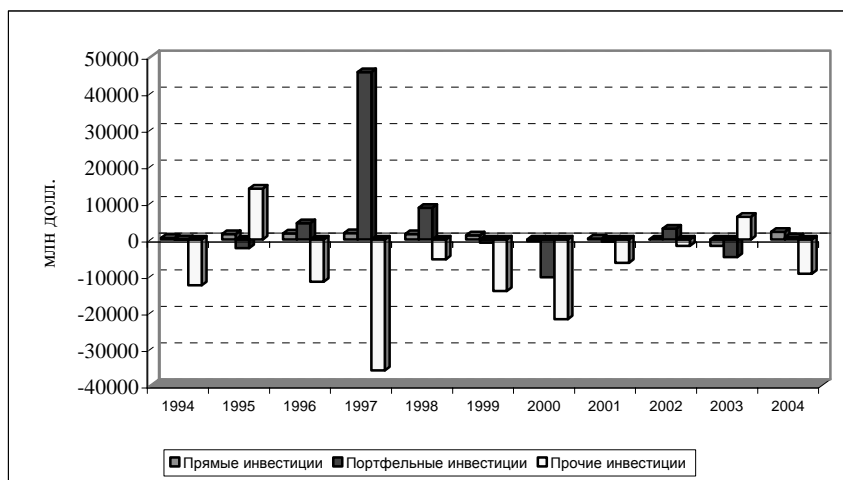


Рис. 9. Динамика прямых, портфельных и прочих инвестиций в России в 1994–2004 гг.

Проанализируем динамику инвестиций в РФ и из РФ отдельно. Выделим из всех прочих инвестиций самую интересную для нас в силу ее величины и значимости для компаний РФ составляющую часть – ссуды и займы привлеченные. Объем привлеченных кредитов и займов рос в 1994–1998 гг., на протяжении четырех последующих лет сокращался, а в 2003–2004 гг. достигал максимальных значений за весь рассматриваемый период. Как можно заметить из рис. 11, 12, с 1994 по 2004 г. все-таки наблюдался некоторый прогресс в привлечении прямых иностранных инвестиций в РФ. Но все же в 2004 г. они оставались на достаточно низком уровне (не более 12 млрд долл.). Наиболее значительный приток портфельных инвестиций отмечался в 1997 г. (инвестиции в ГКО), затем они колебались вокруг нуля.

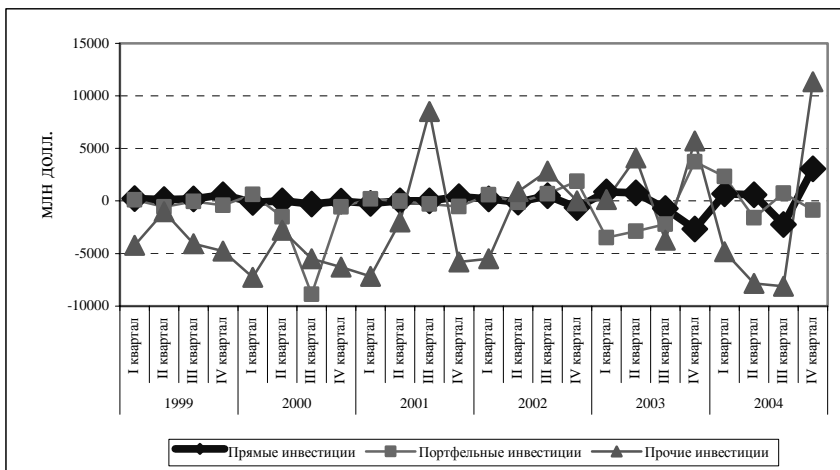


Рис. 10. Динамика прямых, портфельных и прочих инвестиций в России в 1999–2004 гг. (поквартально)

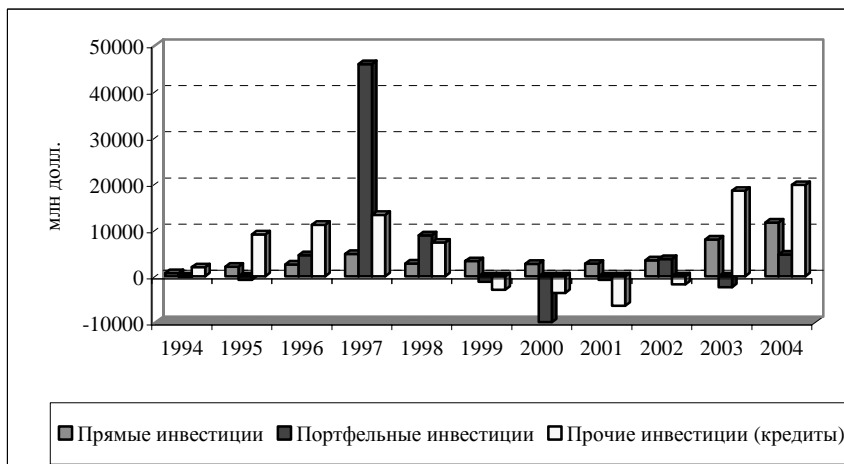


Рис. 11. Динамика прямых, портфельных и прочих инвестиций в РФ в 1999–2004 гг.

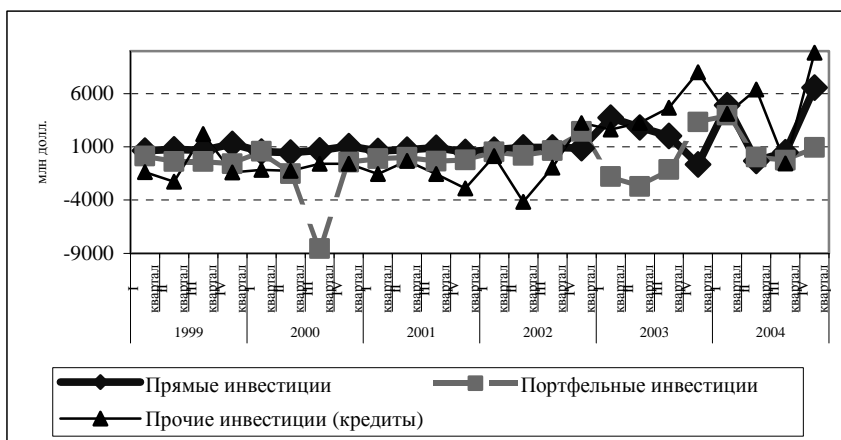


Рис. 12. Динамика прямых, портфельных и прочих инвестиций в РФ в 1999–2004 гг. (поквартально)

Динамика потоков инвестиций из РФ во многом определялась бегством капитала. Так, портфельные инвестиции на протяжении всего рассматриваемого периода увеличивались с незначительным темпом, который, однако, вырос в 2003–2004 гг. Этот же период времени характеризуется резким ростом прямых инвестиций из РФ. Такую динамику инвестиций из РФ можно объяснить большими объемами оттока капитала из страны в связи с ростом политических и экономических рисков (дело «ЮКОСа»).

Что касается предоставленных ссуд и займов, то их объем определяется операциями органов государственной власти по управлению внешним долгом. По данной статье платежного баланса отражается в основном погашение долга других государств перед РФ. В 1994–2001 гг. наблюдалось последовательное погашение кредитов и займов, предоставленных нерезидентам. В 2001–2003 гг. произошел рост предоставленных кредитов, однако при этом сильно сократилась просроченная задолженность. Это произошло в результате реструктуризации долга иностранных государств перед РФ. В 2004 г. отмечалось сокращение зарубежных активов в результате увеличения выплат по предоставленным ссудам на фоне незначительного роста просроченной задолженности.



Рис. 13. Динамика прямых, портфельных и прочих инвестиций из РФ в 1999–2004 гг.

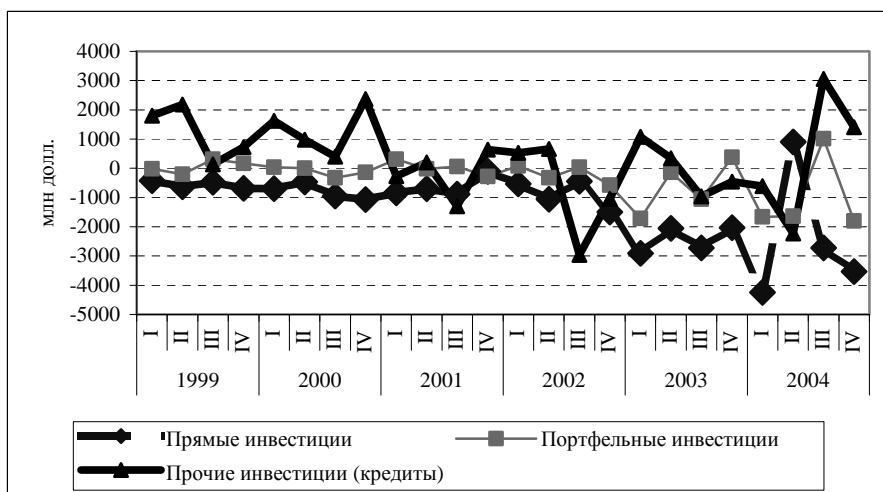


Рис. 14. Динамика прямых, портфельных и прочих инвестиций из РФ в 1999–2004 гг. (поквартально)

Отток капитала из страны (особенно бегство капитала) является одним из самых важных индикаторов, рассчитываемых на основе данных платежного баланса, так как он сопряжен с серьезными макроэкономическими эффектами. Значительный отток капитала способен сильно сократить эффект увеличения торгового баланса страны и уменьшить поступление в страну валютной выручки. А это, в свою очередь, может при определенных условиях привести к ослаблению национальной валюты.

На *рис. 15, 16* представлены две характеристики оттока капитала, рассчитанные в соответствии с методологией МВФ по данным платежного баланса. Чистый отток капитала представляет собой сальдо по счету движения капитала для банков и нефинансовых предприятий, а также чистые ошибки и пропуски. Бегство капитала, согласно наиболее распространенному подходу, включает торговые кредиты и авансы, своевременно не возвращенную экспортную выручку и чистые ошибки и пропуски.

Как можно легко заметить, на протяжении всего анализируемого периода наша страна характеризовалась постоянным и устойчивым оттоком капитала. При этом в 2000–2003 гг. отток капитала из страны постепенно сокращался, что было положительной тенденцией, которая, однако, оказалась прервана в 2004 г., когда отток капитала ускорился, а бегство капитала достигло максимального значения за весь анализируемый период.

Аналогичная ситуация наблюдается и при анализе квартальной динамики в 1999–2004 гг. При этом сильный приток капитала в IV квартале 2004 г. не внушает оптимизм, так как, во-первых, за этот же период было зарегистрировано существенное бегство капитала, а во-вторых, в этом квартале в страну были привлечены значительные внешние займы для финансирования сделки по покупке «Юганскнефтегаза» (обстоятельства, связанные с этой покупкой, стали одной из причин ухудшения инвестиционного климата в стране).

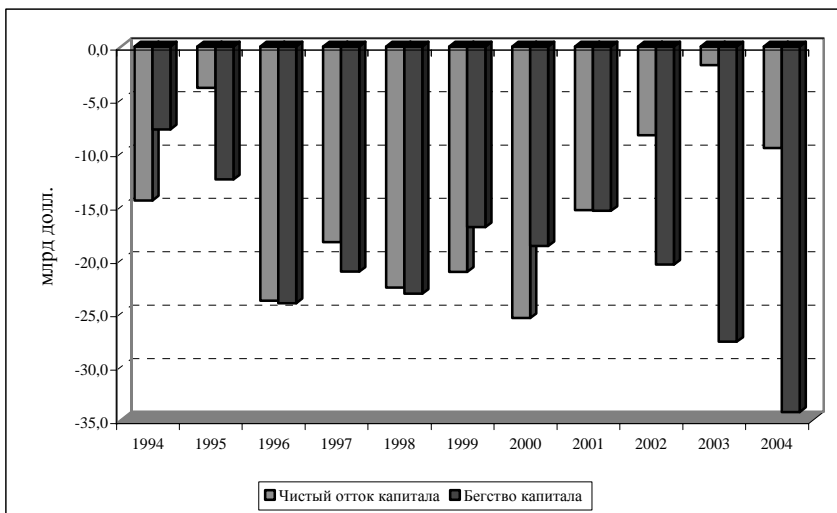


Рис. 15. Чистый отток капитала и бегство капитала из РФ в 1994–2004 гг.

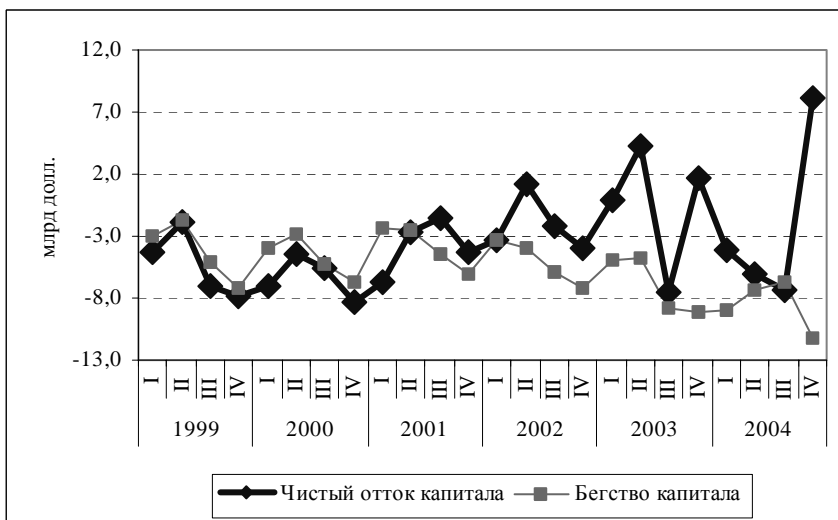


Рис. 16. Чистый отток капитала и бегство капитала из РФ в 1999–2004 гг. (поквартально)

\* \* \*

Таким образом, анализ движения потоков капитала на основе данных платежного баланса в РФ в 1994–2004 гг. позволил выявить следующие основные тенденции.

Во-первых, РФ присущ устойчивый дефицит счета операций с капиталом и финансовыми инструментами. Положительное сальдо этого счета наблюдалось лишь во II и IV кварталах 2003 г. и в IV квартале 2004 г.

Во-вторых, наша страна характеризуется очень высокими значениями бегства капитала. Причем эта тенденция в 2004 г. лишь усилилась. Так, в IV квартале 2004 г. бегство капитала достигло максимального значения с 1999 г.: 11,2 млрд долл.

В-третьих, основными секторами экономики, обеспечивающими большую часть потоков капитала, являются сектор государственного управления и нефинансовые предприятия и домашние хозяйства. Впрочем, в последние годы роль сектора государственного управления снижается. Отметим, что во многих развитых странах, например, в США, во Франции и в Великобритании, значительную роль играет банковский сектор.

В-четвертых, потоки капитала в нашу страну очень нестабильны на фоне устойчивого оттока капитала из страны.

Наконец, основную долю инвестиций в РФ составляют портфельные и прочие инвестиции при незначительных прямых инвестициях. Лишь в IV квартале 2004 г. прямые инвестиции в РФ превысили 5 млрд долл.

Перейдем теперь к рассмотрению совместной динамики компонентов счета движения капитала и важнейших макроэкономических показателей нашей страны.

## **2.2. Анализ потоков капитала и основных макроэкономических показателей**

В данном разделе мы рассмотрим совместную динамику важнейших макроэкономических показателей, которые предположительно взаимосвязаны с потоками капитала. Для такого анализа нами были отобраны 5 показателей, в отношении которых впоследствии будут сформулированы гипотезы для проведения эконометрических расчетов:

- темп изменения физического объема ВВП (1994–2004 гг.);
- темп изменения денежного агрегата М2 (I квартал 1994 г. – IV квартал 2004 г.);
- темп изменения реального эффективного курса рубля (I квартал 1994 г. – IV квартал 2004 г.);
- цена на нефть марки «Брент» (I квартал 1994 г. – IV квартал 2004 г.);
- темп изменения индекса фондового рынка РТС (IV квартал<sup>4</sup> 1995 г. – IV квартал 2004 г.).

Начнем с анализа темпов прироста физического объема ВВП и компонент счета движения капитала.

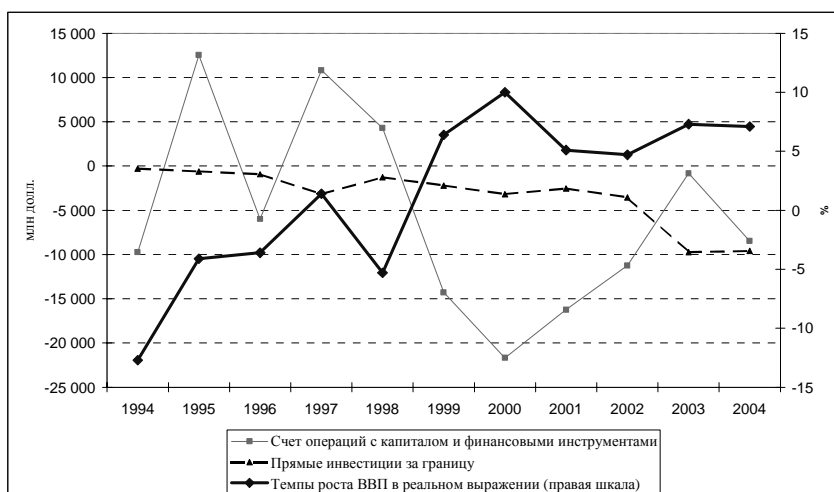


Рис. 17. Сальдо счета операций с капиталом и финансовыми инструментами платежного баланса РФ и темпы роста ВВП в реальном выражении в 1994–2004 гг.

Можно заметить (см. рис. 17), что на протяжении 1994–1998 гг. сальдо счета операций с капиталом и финансовыми инструментами и темпы роста ВВП в реальном выражении изменялись синхронно, а затем (после кризиса 1998 г.) этой синхронности не на-

<sup>4</sup> Индекс РТС начал рассчитываться лишь с сентября 1995 г.

блюдается. Что касается прямых инвестиций резидентов РФ за границу, то их связь с темпами роста физического объема ВВП представляется совсем слабой. С нашей точки зрения, это можно объяснить довольно незначительными объемами прямых инвестиций.

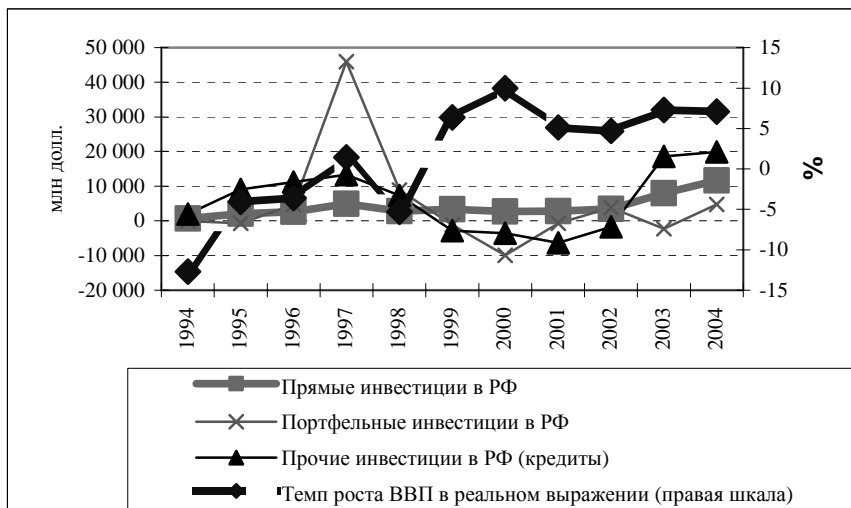


Рис. 18. Прямые, портфельные и прочие инвестиции в РФ и темпы роста ВВП в реальном выражении в 1994–2004 гг.

Что касается остальных показателей движения капитала (рис. 18, 19), то между ними и темпами роста ВВП в реальном выражении также не наблюдается очевидной связи.

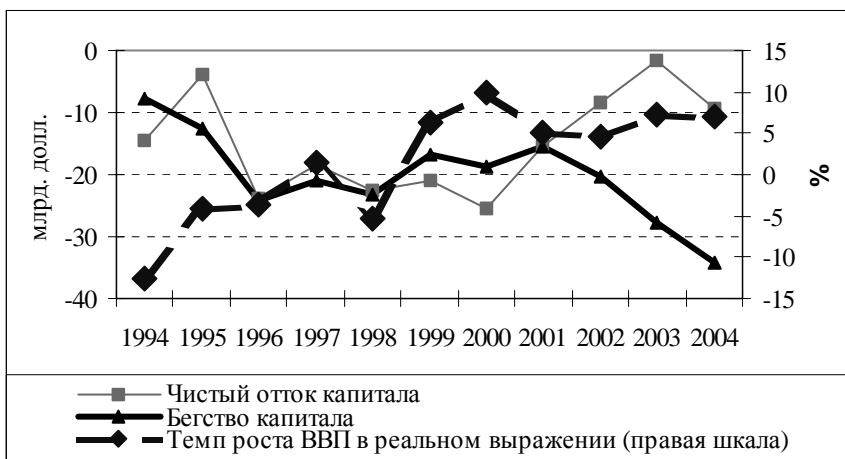


Рис. 19. Чистый отток капитала, бегство капитала и темпы роста ВВП в реальном выражении в 1994–2004 гг.

Перейдем теперь к рассмотрению показателя темпа прироста денежной массы.

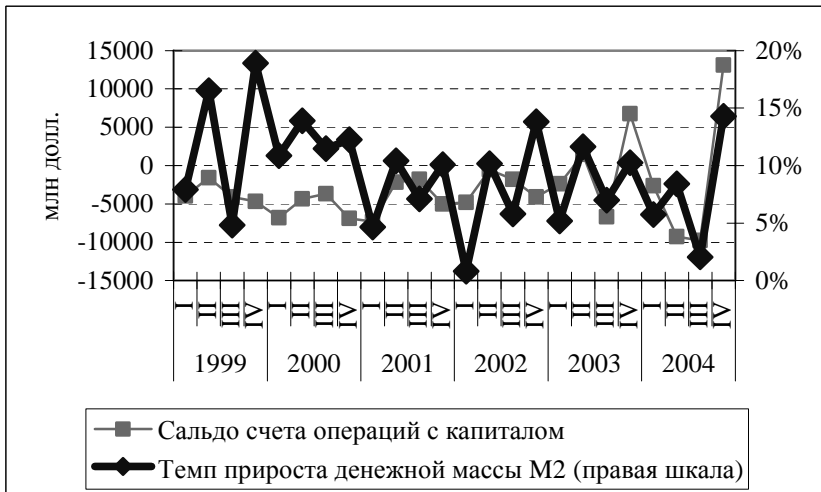
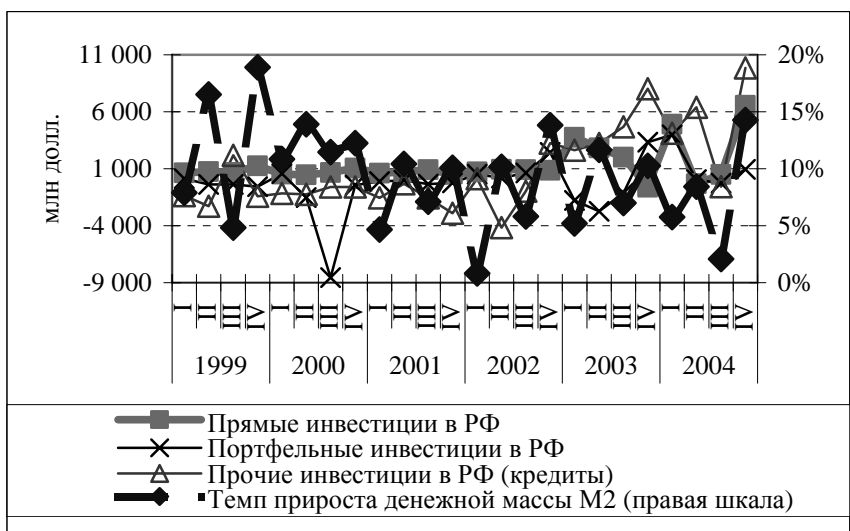


Рис. 20. Динамика счета операций с капиталом и финансовыми инструментами и темп прироста денежной массы в 1999–2004 гг.

Если проанализировать совместную динамику сальдо счета операций с капиталом и финансовыми инструментами и темпов изменения денежной массы M2, то можно заметить (см. *рис. 20*) определенную однонаправленность их движения. Иначе говоря, можно предположить, что приток капитала в страну приводит к увеличению денежной массы, что может вызвать усиление инфляции.

Что касается иностранных инвестиций в РФ (см. *рис. 21*), то с 2002 г. наблюдается некоторая положительная корреляция лишь между прочими инвестициями в РФ и темпами прироста денежной массы.



*Рис. 21.* Динамика прямых, портфельных и прочих инвестиций в РФ и темп прироста денежной массы в 1999–2004 гг.

Одновременно можно заметить (см. *рис. 22*), что ослабление чистого оттока капитала из страны ведет к увеличению темпов роста денежной массы M2. По всей видимости, такая ситуация возникает из-за того, что быстрый отток капитала приводит к сокращению предложения валюты в РФ. В результате ЦБ РФ для поддержания стабильного курса рубля приходится скупать меньший объ-

ем иностранной валюты и, следовательно, меньше увеличивать предложение денег.



Рис. 22. Динамика оттока капитала из РФ и темп прироста денежной массы в 1999–2004 гг.

Проведем теперь анализ изменения реального эффективного валютного курса и потоков капитала. Как и следовало ожидать, можно заметить (см. рис. 23), что приток капитала в страну вызывает укрепление национальной валюты в реальном выражении. Как и в случае с показателями, рассмотренными выше, объемы прямых инвестиций за границу очень малы, поэтому сложно сделать однозначный вывод о связи между этим показателем и сальдо счета операций с капиталом и финансовыми инструментами. Однако с 2003 г. все же прослеживается тенденция их движения в противоположных направлениях, что вполне согласуется с теорией: отток капитала из страны (который фактически и представляют собой прямые инвестиции резидентов РФ за границу) приводит к уменьшению темпов укрепления национальной валюты.

Если проанализировать приток инвестиций в РФ (см. рис. 24), то наибольшая синхронность наблюдается в изменении прочих ин-

вестиций и реального эффективного валютного курса. Прямые инвестиции движутся в одном направлении с реальным курсом (в отличие от того, что предсказывает теория) начиная с 2003 г., а изменения портфельных инвестиций, по-видимому, не связаны с усилением или ослаблением национальной валюты.

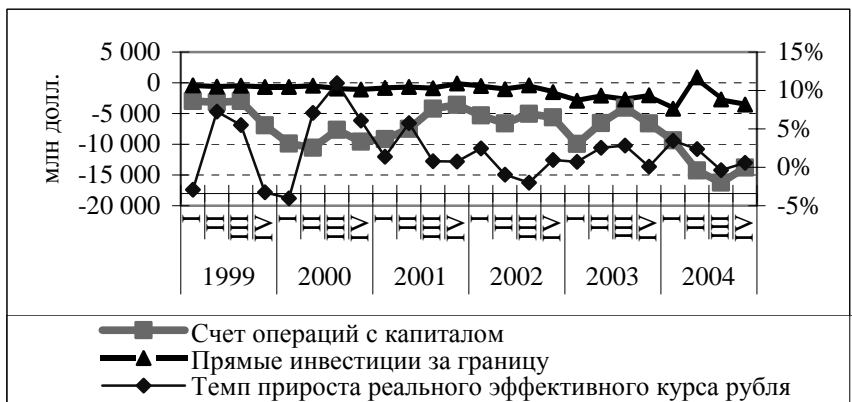


Рис. 23. Динамика счета операций с капиталом и финансовыми инструментами, прямых инвестиций за границу и темпа прироста реального эффективного курса рубля в 1999–2004 гг.

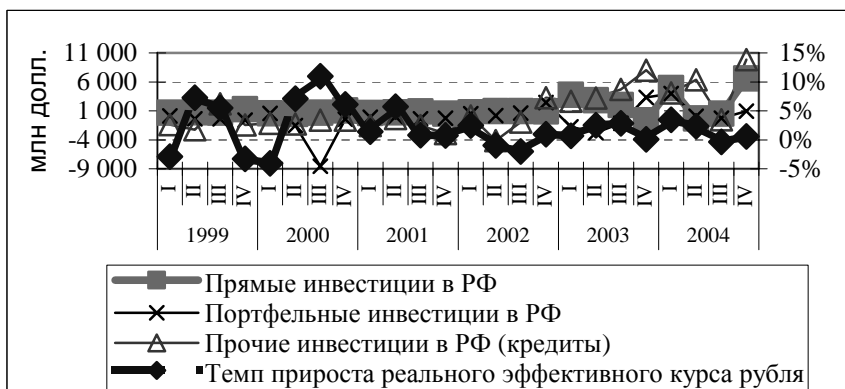
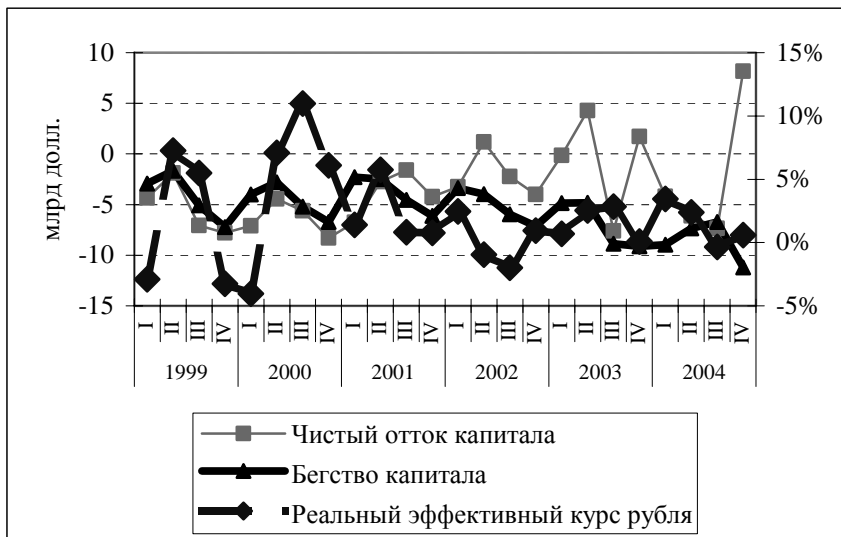


Рис. 24. Динамика прямых, портфельных и прочих инвестиций в РФ и темпа прироста реального эффективного курса рубля в 1999–2004 гг.

Что касается оттока капитала из страны, то можно заметить (см. *рис. 25*), что какая-либо систематическая связь между изменениями чистого оттока, бегства капитала и реального эффективного валютного курса отсутствует.



*Рис. 25.* Динамика оттока капитала из РФ и темпа прироста реального эффективного курса рубля в 1999–2004 гг.

Проанализируем взаимодействие изменений цены на нефть и потоков капитала. Как видно из *рис. 26*, цена на нефть слабо коррелирована как с сальдо притока капитала в РФ в целом, так и с прямыми инвестициями резидентов РФ за границу (далее мы рассмотрим совместную динамику цены на нефть и прямых, портфельных и прочих инвестиций в РФ и из нее). По всей видимости, отток капитала из страны в краткосрочном периоде обусловлен в большей степени такими внутренними факторами, как нестабильность инвестиционного климата и плохая защищенность прав собственности. В то же время в долгосрочном периоде цена на нефть может оказывать влияние на динамику оттока капитала.

Что касается потоков инвестиций в РФ, то некоторая положительная корреляция наблюдается в изменениях портфельных и

прочих инвестиций в РФ и цен на нефть марки «Брент». Можно предположить, что с ростом цены на нефть предприятия топливно-энергетического комплекса страны становятся более привлекательными для портфельных инвесторов. Кроме того, рост цен на нефть стимулирует расширение производства, для которого требуются кредиты, привлекаемые из-за границы. Вообще говоря, рост цен на нефть приводит к снижению макроэкономических рисков для экономики РФ, что не может не сказаться на привлекательности страны в глазах инвесторов.

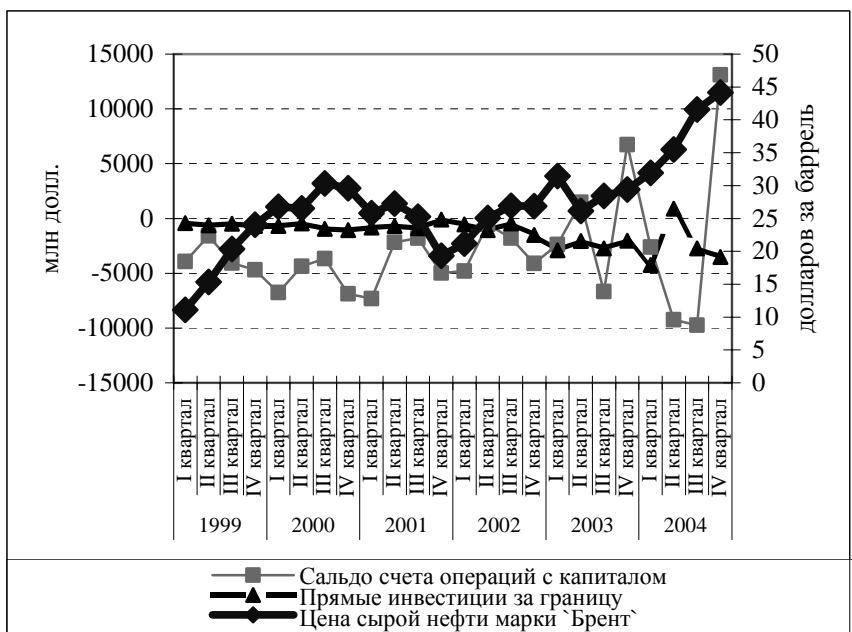


Рис. 26. Динамика счета операций с капиталом и финансовыми инструментами, прямых инвестиций за границу и цен на сырую нефть марки «Брент» в 1999–2004 гг.

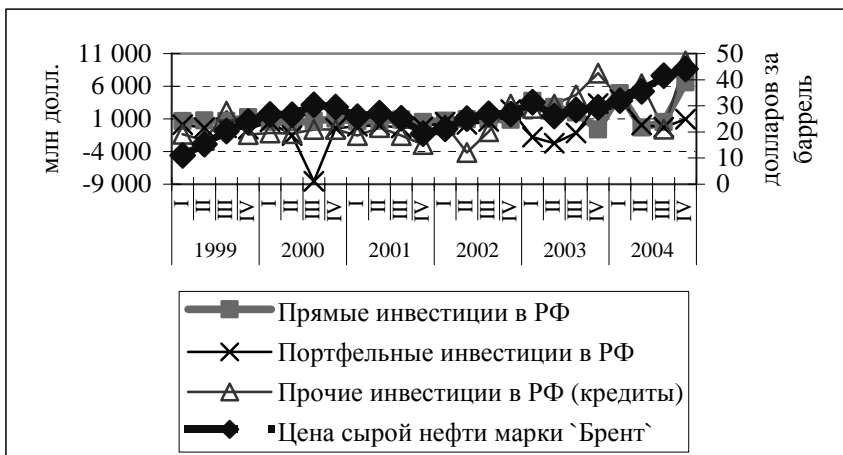


Рис. 27. Динамика прямых, портфельных и прочих инвестиций в РФ и цен на сырую нефть марки «Брент» в 1999–2004 гг.

В то же время систематической связи между оттоком капитала из страны и ценой на нефть марки «Брент» не прослеживается (см. рис. 28).

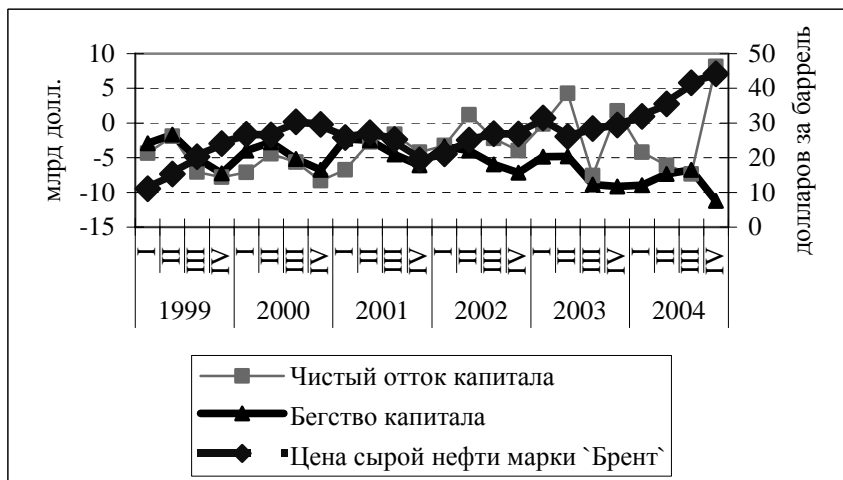


Рис. 28. Динамика оттока капитала из РФ и цен на нефть марки «Брент» в 1999–2004 гг.

Рассмотрим, наконец, совместную динамику потоков капитала и индекса фондового рынка (индекс РТС). При анализе совместной динамики сальдо счета операций с капиталом и финансовыми инструментами и индекса РТС (см. *рис. 29*) можно заметить, что до начала 2003 г. усиление притока капитала сопровождалось ростом фондового рынка, но впоследствии указанная тенденция прервалась.

Если рассматривать инвестиции в РФ (см. *рис. 30*), то наблюдается однонаправленное движение индекса РТС – прежде всего прочих и портфельных инвестиций в РФ. Связи между прямыми инвестициями и индексом РТС не прослеживается.



*Рис. 29.* Динамика сальдо счета операций с капиталом и финансовыми инструментами и индекса РТС в 1999–2004 гг.

Что касается оттока капитала из страны и динамики фондового рынка (см. *рис. 31*), то до середины 2003 г. ослабление оттока капитала сопутствовало росту индекса РТС. Динамика бегства капитала имела мало общего с динамикой фондового индекса. Таким образом, отток капитала обусловлен в основном фундаментальными факторами. Как мы уже заметили ранее, в краткосрочном и среднесрочном периодах отток капитала из РФ вызван высокими рисками в стране.

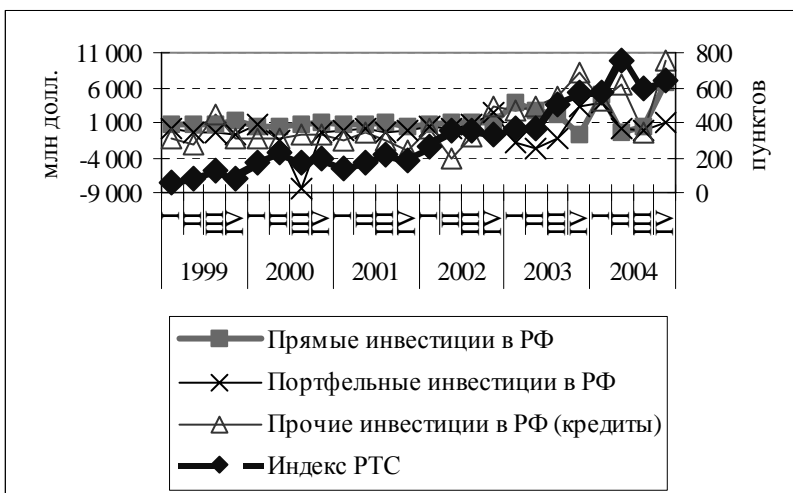


Рис. 30. Динамика прямых, портфельных и прочих инвестиций в РФ и индекса РТС в 1999–2004 гг.

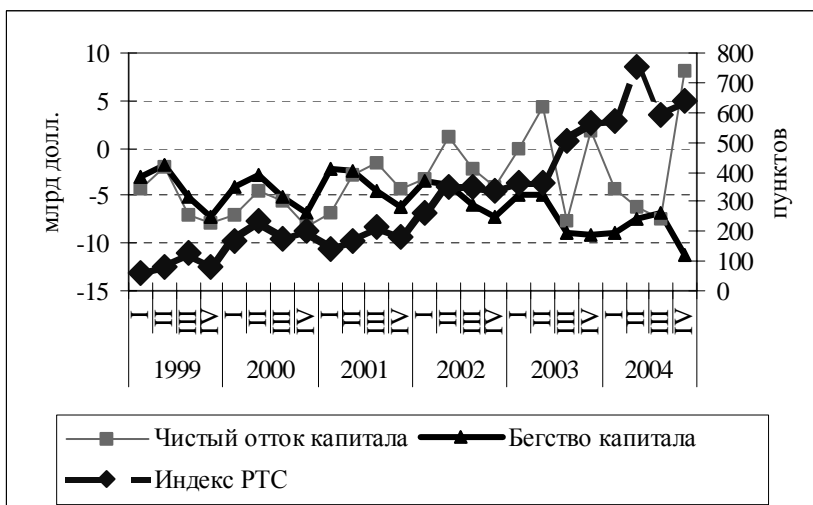


Рис. 31. Динамика оттока капитала из РФ и индекса РТС в 1999–2004 гг.

\* \* \*

Таким образом, мы проанализировали совместную динамику потоков капитала и основных интересующих нас макроэкономических показателей. На основе этого предварительного анализа были выявлены следующие зависимости.

Во-первых, обнаруживается положительная связь между сальдо счета операций с капиталом и финансовыми инструментами и денежной массой  $M2$ , а также прочими инвестициями в РФ и денежной массой  $M2$ . Иными словами, приток капитала в страну сопровождается увеличением денежного предложения.

Во-вторых, ослабление чистого оттока капитала сопровождается увеличением денежной массы. Предположительно, отток капитала из страны является в некотором смысле средством стерилизации избыточной валютной выручки, поступающей в РФ в период благоприятной внешнеторговой конъюнктуры.

В-третьих, приток капитала в страну сопряжен с укреплением национальной валюты, равно как и приток прочих инвестиций в РФ.

В-четвертых, в одном направлении изменяются прочие, портфельные инвестиции в РФ и мировые цены на нефть марки «Брент». Иначе говоря, в последнее десятилетие движение капитала в страну зависит от цен на основной товар российского экспорта. В период высоких цен страна становится привлекательной для инвестиций, а при снижении цен происходит отток средств международных инвесторов из РФ.

Наконец, рост прочих инвестиций в РФ сопровождается ростом фондового рынка страны. Можно предположить, что рост фондового рынка увеличивает привлекательность страны в глазах инвесторов и облегчает доступ отечественных предприятий к внешнему финансированию. Кроме того, такая динамика индекса РТС и прочих инвестиций может быть вызвана тем, что оба показателя положительно коррелированы с ценами на нефть.

В некоторых случаях была выявлена связь между показателями лишь на каком-то подпериоде всего анализируемого периода. Но в связи с тем, что проведенный анализ необходим нам для выдвижения обоснованных гипотез с целью их последующей эконометрической проверки, а временной промежуток достаточно мал, мы такие ситуации далее не исследуем.

В следующем разделе будут сформулированы гипотезы о взаимодействии потоков капитала и основных макроэкономических показателей, дано их экономическое обоснование и осуществлена эконометрическая проверка.

### **3. Эконометрическая оценка взаимодействия потоков капитала и основных макроэкономических показателей**

Представления, которые сложились у нас после анализа литературы и статистических данных, приведенных в предыдущем разделе, позволили выдвинуть ряд гипотез, которые будут подробно изложены (с описанием механизмов, привязанных к российским условиям) и проверены далее.

#### **3.1. Методология и исходные данные для проведения оценок**

При проведении расчетов мы будем принимать за основу методологию, аналогичную использованной в работах (*Kim, 2000*) и (*Calvo, Leiderman, Reinhart, 1993*), т.е. строить модель векторной авторегрессии вида

$$X_t = A_0 + \sum_{i=1}^k A_i X_{t-i} + \varepsilon_t, \quad (4)$$

где  $X_t$  – вектор интересующих нас показателей;  $A_0$  представляет  $m \times 1$  вектор свободных членов;  $A_i$  –  $m \times m$  матрица коэффициентов;  $\varepsilon_t$  –  $m \times 1$  вектор ошибок, где  $m$  равняется числу строк вектора  $X_t$ ;  $k$  – количество лагов.

Но в нашем случае, к сожалению, ряды данных слишком короткие для применения такого подхода. Поэтому нами были построены многофакторные регрессионные модели временных рядов, отражающие поведение различных потоков капитала, а также зависимости макроэкономических показателей от потоков капитала.

Основным источником исходных данных служит информация Банка России о платежном балансе РФ за 1995–2004 гг. Все ряды данных были проверены на стационарность. В случае необходимости осуществлялось либо выделение тренда, либо взятие первых

разностей<sup>5</sup>. Для получения стационарных рядов потоков капитала они рассматривались в процентах ВВП. Сезонность была устранена путем перехода к рассмотрению остатков от регрессии рядов на фиктивные переменные, отражающие сезонный фактор.

Кроме того, поскольку мы рассматриваем взаимное влияние потоков капитала и основных макроэкономических показателей, в ряде случаев возможно возникновение явления эндогенности, т.е. зависимости экзогенной переменной от эндогенной переменной. Однако мы абстрагируемся от данной проблемы, потому что в оцениваемых моделях обратное (относительно предполагаемого) направление связи между экзогенной и эндогенной переменными неочевидно. Естественно, всегда есть некоторые прочие факторы, позволяющие предположить существование такой обратной связи, однако мы будем предполагать, что их влияние незначительно.

### **3.2. Эконометрические оценки**

В данном разделе приведено описание построенных многофакторных моделей временных рядов, описывающих зависимости потоков капитала от макроэкономических показателей. Кроме того, моделируется влияние самих потоков капитала на основные макроэкономические показатели<sup>6</sup>. В случае высокой доли объясненной дисперсии в оцененном уравнении мы приводим разложение изменения объясняющей переменной по факторам.

Но сначала строится зависимость нормы инвестирования в экономике от нормы сбережений с целью проверки для Российской Федерации эффекта Фельдштайна–Хориоки.

---

<sup>5</sup> Отметим, что коинтеграции между рядами, входящими в оцениваемые уравнения, обнаружено не было.

<sup>6</sup> В нашем случае тест Грейнджера на причинно-следственную зависимость между макроэкономическими показателями и потоками капитала, как правило, не дает однозначного ответа о направлении связи, в том числе из-за малого числа точек. Следовательно, необходимо помнить об условности выдвигаемых гипотез. В то же время макроэкономическая теория и проведенный качественный анализ совместной динамики потоков капитала и макроэкономических показателей, по-видимому, позволяют сформулировать гипотезы, которые приведены в работе.

### 3.2.1. Эффект Фельдштайна–Хориоки

Как известно, в закрытой экономике национальные сбережения равны инвестициям, и любое наблюдаемое увеличение национальных инвестиций может быть вызвано лишь ростом национальных сбережений. Но если экономика является открытой, национальные сбережения могут не равняться национальным инвестициям, так как страны, получающие выгоды от внешнеторговых отношений, имеют ненулевые сальдо текущего счета платежного баланса. Однако в своей работе<sup>7</sup> Фельдштайн и Хориока выяснили, что даже в развитых странах, несмотря на кажущуюся высокую мобильность капитала, изменение национальной нормы сбережений приводит к изменению нормы инвестирования практически на ту же самую величину.

Фельдштайн и Хориока утверждали: в том случае, если бы фактическая мобильность капитала действительно была высокой, такого эффекта бы не наблюдалось, так как национальные сбережения могли идти на финансирование наиболее выгодных инвестиционных проектов по всему миру. Поскольку такой результат противоречил наблюдениям, говорящим о высокой мобильности капитала, по крайней мере, в развитых странах, сразу же появилась критика исследования. В частности, утверждалось, что существуют факторы, влияющие одновременно и на норму инвестиций, и на норму сбережений. Тем не менее ни одно из направлений критики не позволило полностью объяснить эффект Фельдштайна–Хориоки. Поэтому интересно проверить, насколько он справедлив и для Российской Федерации.

Для этого оценивалась модель, в целом аналогичная<sup>8</sup> использованной в работе Фельдштайна и Хориоки (в уравнение добавлен член скользящего среднего 5-го порядка для устранения автокорреляции остатков):

$$IRATE_t = a_0 + a_1 \cdot SRATE_t + a_2 \cdot \varepsilon_{t-5} + \varepsilon_t. \quad (5)$$

---

<sup>7</sup> (Feldstein M., Horioka C., 1980).

<sup>8</sup> Заметим, что в исследовании Фельдштайна и Хориоки использовалась пространственная выборка по странам. Но так как нас интересует ситуация в одной стране на определенном временном промежутке, мы используем временные ряды.

В модели (5) используются следующие обозначения:

$IRATE_t$  – норма инвестирования в основной капитал в период  $t$  (% ВВП за период  $t$ );

$SRATE_t$  – норма сбережений<sup>9</sup> в период  $t$  (% ВВП за период  $t$ ).

Таблица 2

**Результаты оценки уравнения для эффекта Фельдштайна–Хориоки**

Эндогенная переменная	Норма инвестиций	
Период оценивания	1995:2-2004:4	
Количество наблюдений	39	
	Коэффициент	Probability
Свободный член	-0,0019	
Норма сбережений	0,103	0,071
Член скользящего среднего 5-го порядка	0,92	0,000
<b>Adjusted R<sup>2</sup></b>		<b>0,28</b>
<b>DW-statistics</b>		<b>1,89</b>
<b>F-statistics (probability)</b>		<b>0,001</b>

Как видно из *табл. 2* и *рис. 32*, норма инвестиций в РФ слабо зависит от нормы сбережений. Так, согласно результатам работы Фельдштайна–Хориоки, увеличение нормы сбережений на 1 п.п. ВВП вызывало рост нормы инвестиций не менее чем на 0,6 п.п. ВВП. В нашем же случае эта величина не превосходит 0,11 п.п. ВВП. Таким образом, в РФ норма инвестиций не сильно зависит от национальной нормы сбережений. В соответствии с логикой Фельдштайна и Хориоки это означает, что в формировании национальных инвестиций большую роль играют инвестиции из-за границы (либо национальные инвестиции за границу). Следовательно, можно выдвинуть гипотезу о том, что в нашей стране потоки капитала должны оказывать значительное влияние на реальные экономические процессы.

<sup>9</sup> К сожалению, для РФ отсутствует адекватная статистика национальных сбережений, поэтому в качестве аппроксимирующего показателя использовались депозиты в национальной и иностранной валюте (по данным Банка России) в сумме с государственными сбережениями (бюджетный профицит/дефицит).

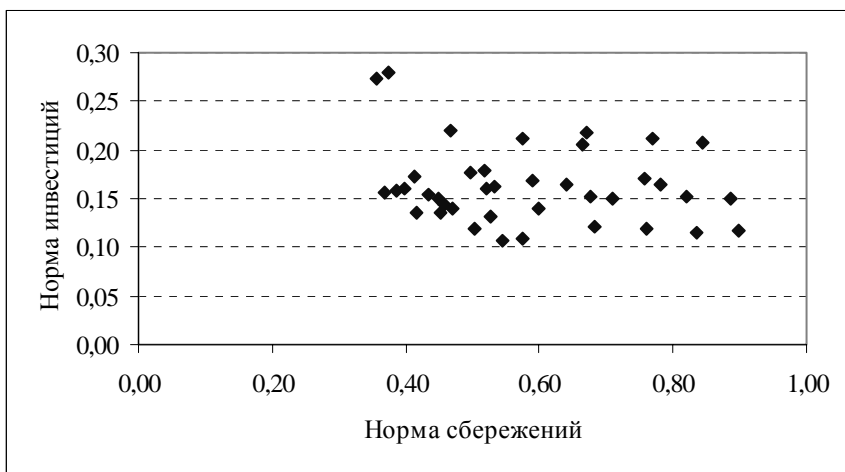


Рис. 32. Нормы сбережений и инвестиций в РФ во II квартале 1995 г. – IV квартале 2004 г.

Однако из *рис. 32* можно заметить, что на анализируемом временном промежутке национальная норма сбережений превосходила норму инвестиций. Иными словами, для инвестирования не использовались все те средства, которые доступны на отечественном рынке капитала. В таких условиях привлечение иностранных инвестиций оправдано лишь в случае невозможности мобилизации внутренних ресурсов.

В то же время сразу же стоит оговориться, что мы аппроксимировали национальные сбережения депозитами в национальной и иностранной валюте. Естественно, такое приближение является весьма условным. Не слишком точна и статистика платежного баланса страны. По этой причине альтернативным объяснением полученного результата является плохое качество используемых статистических данных. Какое из объяснений является верным, покажет в дальнейшем анализ взаимодействия потоков капитала и основных макроэкономических показателей.

### 3.2.2. Анализ зависимости потоков капитала от макроэкономических показателей

#### Прямые иностранные инвестиции в РФ

Прямые иностранные инвестиции теоретически представляют собой один из важнейших для экономики любой страны компонентов иностранных инвестиций. К сожалению, как мы отмечали, их приток в нашу страну находится на чрезвычайно низком уровне.

Предполагается, что увеличение цен на нефть должно приводить к увеличению притока прямых иностранных инвестиций в нашу страну, так как привлекательность проектов в топливно-энергетическом комплексе растет в силу расширения доходов и повышения рентабельности компаний. Кроме того, мы полагаем, что рост реального эффективного курса рубля должен приводить к снижению притока прямых иностранных инвестиций в РФ из-за того, что стоимость отечественных активов для иностранных инвесторов растет. Отметим, что здесь и далее по тексту из-за нестационарности многих рядов макроэкономических показателей мы перешли от их уровней к темпам прироста.

В модель также было добавлено лагированное значение эндогенной переменной (как это сделано и в аналогичных исследованиях<sup>10</sup>), так как иностранные инвестиции представляют собой, как правило, некоторый инерционный процесс. Иными словами, их рост в прошлом периоде с большой вероятностью продолжится и в текущем периоде, а их снижение в прошлом периоде, скорее всего, также будет происходить и в текущем периоде.

При добавлении в модель члена скользящего среднего 2-го порядка с целью устранения автокорреляции остатков имеем следующее уравнение:

$$FDIRF_t = a_0 + a_1 \cdot FDIRF_{t-2} + a_2 \cdot DREER_t + a_3 \cdot DOIL_t + a_4 \cdot \varepsilon_{t-2} + \varepsilon_t \quad (6)$$

В данном уравнении использованы следующие переменные:

---

<sup>10</sup> См., например: (Claessens, Oks, Polastri, 1998) и (Garibaldi, Mora, Sahay, Zettelmeyer, 2001).

$FDIRF_t$  – прямые инвестиции в РФ за квартал  $t$  (% ВВП);

$DREER_t$  – темп прироста реального эффективного курса рубля за квартал  $t$  (%);

$DOIL_t$  – темп прироста цены на нефть марки «Брент» за квартал  $t$  (%).

Таблица 3

**Результаты оценки уравнения для прямых иностранных инвестиций в РФ**

Эндогенная переменная	Прямые инвестиции в РФ	
Период оценивания	1995:4–2004:4	
Количество наблюдений	37	
	Коэффициент	Probability
Свободный член	–0,0007	
Прямые инвестиции в РФ с лагом 2 квартала	0,3939	0,004
Темп прироста реального эффективного курса рубля	–0,0515	0,008
Темп прироста цены нефти марки «Брент»	0,023	0,027
Член скользящего среднего 2-го порядка	–0,9507	0,000
<b>Adjusted R<sup>2</sup></b>	<b>0,23</b>	
<b>LM-statistics (probability)</b>	<b>0,351</b>	
<b>F-statistics (probability)</b>	<b>0,01</b>	

Как видно из табл. 3, оцененные коэффициенты являются статистически значимыми, и гипотезы об отсутствии влияния реального эффективного курса рубля и цены на нефть на прямые иностранные инвестиции в РФ отвергаются. Так, модель говорит о том, что увеличение темпов прироста реального эффективного курса рубля на 1 п.п. ВВП приводит к сокращению прямых инвестиций в РФ на 0,052 п.п. ВВП. Кроме того, увеличение темпов прироста цен на нефть марки «Брент» на 1 п.п. вызывает расширение прямых иностранных инвестиций в РФ на 0,023 п.п. ВВП.

## Прямые инвестиции из РФ за границу

Прямые инвестиции из РФ за границу, как и прямые инвестиции в РФ, на протяжении анализируемого периода были довольно малы (см. *раздел 2*).

Мы выдвинули гипотезу о том, что увеличение цен на нефть должно способствовать оттоку прямых инвестиций из РФ за границу, так как у компаний могут появиться дополнительные средства, определенную часть которых они могут инвестировать за рубежом. Кроме того, предполагаем, что повышение реального эффективного курса национальной валюты вызывает отток прямых инвестиций за границу из-за того, что иностранные активы становятся для отечественных компаний дешевле. Для проверки данных гипотез были построены две эконометрические модели, так как проверить обе гипотезы в рамках одной модели не удалось. Как и ранее, из-за нестационарности рядов при оценке модели мы перешли к темпам прироста (коинтеграции выявлено не было).

В первую модель, помимо цен на нефть марки «Брент», были добавлены переменная, равная бюджетному профициту (дефициту), а также лагированная эндогенная переменная и член скользящего среднего 1-го порядка для устранения автокорреляции остатков. Предполагается, что рост профицита бюджета вызывает сокращение прямых инвестиций за границу, так как увеличение профицита может отражать улучшение ситуации внутри страны; т.е. национальным компаниям становится выгоднее осуществлять инвестиции в РФ, а не за границей.

$$FDIABR_t = a_0 + a_1 \cdot FDIABR_{t-1} + a_2 \cdot BD_t + a_3 \cdot DOIL_t + a_4 \cdot \varepsilon_{t-1} + \varepsilon_t \quad (7.1)$$

В уравнении (7.1) используются следующие обозначения переменных:

$FDIABR_t$  – прямые инвестиции из РФ за границу за квартал  $t$  (% ВВП);

$BD_t$  – бюджетный профицит (дефицит) в квартале  $t$  (% ВВП);

$DOIL_t$  – темп прироста цен на нефть марки «Брент» за квартал  $t$ .

Таблица 4.1

**Результаты оценки первого уравнения для прямых  
иностранных инвестиций за границу**

Эндогенная переменная	Прямые инвестиции за границу	
Период оценивания	1995:3–2004:4	
Количество наблюдений	38	
	Коэффициент	Probability
Свободный член	–0,0003	
Прямые инвестиции за границу с лагом 1 квартал	0,6011	0,000
Профицит (дефицит) бюджета	–0,0334	0,035
Темп прироста цены нефти марки «Брент»	0,0095	0,041
Член скользящего среднего 1-го порядка	–0,9972	0,000
<b>Adjusted R<sup>2</sup></b>		<b>0,22</b>
<b>LM-statistics (probability)</b>		<b>0,499</b>
<b>F-statistics (probability)</b>		<b>0,017</b>

Все коэффициенты данной модели являются статистически значимыми. Как мы и ожидали, прямые инвестиции за границу положительно зависят от цены на нефть: увеличение темпов прироста цены на нефть на 1 п.п. вызывает расширение прямых инвестиций за границу на 0,01 п.п. ВВП.

В данной модели также использовался такой значимый фактор, как профицит (дефицит) федерального бюджета. При этом рост профицита бюджета на 1 п.п. ведет к сокращению прямых инвестиций за границу на 0,03 п.п. ВВП, так как повышается привлекательность вложений внутри страны.

Рассмотрим вторую модель, в которую добавлены переменные, отражающие темп роста в странах ОЭСР (улучшение экономической ситуации за границей предположительно должно вести к росту прямых инвестиций за границу), а также национальные сбережения в виде депозитов (рост национальных сбережений увеличивает объем доступных для инвестиций средств в экономике):

$$FDIABR_t = a_0 + a_1 \cdot FDIABR_{t-1} + a_2 \cdot OECD_t + a_3 \cdot SAV_t + a_4 \cdot DREER_t + a_5 \cdot \varepsilon_{t-5} + \varepsilon_t \quad (7.2)$$

В модели (7.2) используются следующие обозначения:

$FDIABR_t$  – прямые инвестиции из РФ за границу за квартал  $t$  (% ВВП);

$OECD_t$  – темп роста физического объема ВВП в странах ОЭСР (в среднем) за квартал  $t$  (%);

$SAV_t$  – темп прироста сбережений в виде депозитов в национальной валюте за квартал  $t$  (%);

$DREER_t$  – темп прироста реального эффективного курса рубля за квартал  $t$  (%).

Таблица 4.2

**Результаты оценки второго уравнения для прямых иностранных инвестиций за границу**

Эндогенная переменная	Прямые инвестиции за границу	
Период оценивания	1995:3–2004:4	
Количество наблюдений	38	
	Коэффициент	Probability
Свободный член	0,0003	
Прямые инвестиции за границу с лагом 1 квартал	–0,4243	0,01
Темп роста ВВП в странах ОЭСР	0,8843	0,002
Темп роста сбережений в виде депозитов в национальной валюте	0,0283	0,038
Темп прироста реального эффективного курса рубля	0,0176	0,065
Член скользящего среднего 5-го порядка	–0,8677	0,000
<b>Adjusted R<sup>2</sup></b>		<b>0,47</b>
<b>LM-statistics (probability)</b>		<b>0,679</b>
<b>F-statistics (probability)</b>		<b>0,000</b>

<sup>11</sup> Как мы отмечали ранее, при оценке данного уравнения возможно появление эндогенности объясняющей переменной, от которого мы абстрагируемся.

Как и в модели (7.1), все коэффициенты являются статистически значимыми. Гипотеза об отсутствии связи между прямыми инвестициями за границу и реальным курсом рубля отвергается: увеличение темпов прироста реального курса рубля на 1 п.п. приводит к росту прямых инвестиций за границу на 0,02 п.п. ВВП.

Отметим отрицательный знак при лагированном значении прямых инвестиций из РФ за границу. Вообще говоря, такой коэффициент является плохо интерпретируемым, однако в данном случае отрицательный знак не противоречит данным. Во-первых, при построении ARMA модели для прямых инвестиций за границу коэффициент при авторегрессионном члене 1-го порядка также оказывается значимым и отрицательным, а во-вторых, на анализируемом промежутке времени за увеличением оттока прямых инвестиций за границу зачастую следовало его уменьшение. По всей видимости, отток прямых инвестиций из РФ имеет некоторую сезонность, не устранимую стандартными методами, которая и обуславливает такую динамику показателя.

Далее, во второй модели мы использовали такие факторы, как темп роста ВВП в странах ОЭСР и темп прироста сбережений в виде депозитов в национальной валюте. Предполагалось, что экономический рост в развитых странах делает их активы более привлекательными, что ведет к притоку прямых инвестиций. Что касается сбережений в виде депозитов, то они отражают величину национальных сбережений, увеличение которых расширяет инвестиционные возможности отечественных компаний.

Повышение темпов экономического роста в странах ОЭСР на 1 п.п. вызывает подъем прямых инвестиций за границу на 0,88 п.п. ВВП. Однако повышение темпов прироста сбережений в виде депозитов в национальной валюте на 1 п.п. приводит к росту анализируемого показателя на 0,03 п.п. ВВП.

### **Портфельные инвестиции в РФ**

Портфельные инвестиции носят, как правило, спекулятивный характер. Основной целью инвестора в этом случае обычно является получение прибыли за счет конъюнктурного изменения стоимости активов, в которые он вкладывает средства. Поэтому портфельные инвестиции, как правило, осуществляются на короткий

срок и зависят от факторов, отражающих текущую экономическую конъюнктуру.

Мы предполагаем, что для России одним из важных факторов, влияющих на приток портфельных инвестиций, являются цены на нефть, рост которых повышает привлекательность ценных бумаг компаний топливно-энергетического комплекса (ТЭК) в глазах портфельных инвесторов. Также выдвигается гипотеза о том, что рост реального курса национальной валюты вызывает приток портфельных инвестиций, так как доходность портфельных инвесторов, выраженная в иностранной валюте, увеличивается. При оценке модели из-за нестационарности некоторых рядов и отсутствия коинтеграции мы перешли к темпам прироста. Кроме того, отметим, что при оценке данной модели возможно возникновение эндогенности. Как и ранее, мы абстрагируемся от этого, рассматривая только интересующее нас направление связи.

Помимо указанных экзогенных переменных, в модель были включены такие показатели, как бюджетный дефицит (значительная часть портфельных инвестиций в РФ вкладывалась в государственные облигации, эмиссия которых может сокращаться по мере роста доходов бюджета), темпы роста физического объема ВВП в реальном выражении (улучшение экономической ситуации в стране приводит к притоку портфельных инвестиций), процентная ставка по кредитам на рынке МБК (показатель отражает отдачу от инвестиций в РФ), а также лагированная эндогенная переменная и член скользящего среднего 1-го порядка для устранения автокорреляции остатков:

$$\begin{aligned} PIRF_t = a_0 + a_1 \cdot PIRF_{t-1} + a_2 \cdot DREER_t + a_3 \cdot DOIL_t + \\ a_4 \cdot MBK_t + a_5 \cdot BD_t + a_6 \cdot DGDP_t + a_7 \cdot \varepsilon_{t-1} + \varepsilon_t \end{aligned} \quad (8)$$

В данной модели используются следующие обозначения переменных:

$PIRF_t$  – портфельные инвестиции в РФ за квартал  $t$  (% ВВП);

$DREER_t$  – темп прироста реального эффективного курса рубля за квартал  $t$  (%);

$DOIL_t$  – темп прироста цены на нефть марки «Брент» за квартал  $t$  (%);

$MBK_t$  – процентная ставка на рынке МБК в среднем за квартал  $t$  (%);

$BD_t$  – бюджетный профицит (дефицит) за квартал  $t$  (% ВВП);

$DGDP_t$  – темп прироста физического объема ВВП за квартал  $t$  (%).

Таблица 5.1

**Результаты оценки уравнения для портфельных инвестиций в РФ**

Эндогенная переменная	Портфельные инвестиции в РФ	
Период оценивания	1995:4–2004:4	
Количество наблюдений	38	
	Коэффициент	Probability
Свободный член	-0,0078	
Портфельные инвестиции в РФ с лагом 1 квартал	0,7154	0,000
Темп прироста реального эффективного курса рубля	0,1377	0,059
Темп прироста цены нефти марки «Брент»	-0,1145	0,034
Процентная ставка на рынке МБК	0,1039	0,041
Бюджетный профицит (дефицит)	-0,4655	0,003
Рост ВВП в реальном выражении	1,1147	0,095
Член скользящего среднего 1-го порядка	-0,9973	0,000
<b>Adjusted R<sup>2</sup></b>		<b>0,35</b>
<b>LM-statistics (probability)</b>		<b>0,263</b>
<b>F-statistics (probability)</b>		<b>0,004</b>

Все переменные модели являются статистически значимыми, при этом гипотеза об отсутствии автокорреляции остатков не отвергается. Увеличение темпов роста курса на 1 п.п. приводит к расширению портфельных инвестиций на 0,14 п.п. ВВП. Однако предположение о том, что рост цен на нефть вызывает рост портфельных инвестиций в РФ, подтвердить не удалось. Более того, согласно модели (8) увеличение темпов роста цены на нефть на 1 п.п. ведет к снижению портфельных инвестиций на 0,11 п.п. ВВП.

Для объяснения такого результата рассмотрим еще раз динамику портфельных инвестиций в РФ в 1995–2004 гг.

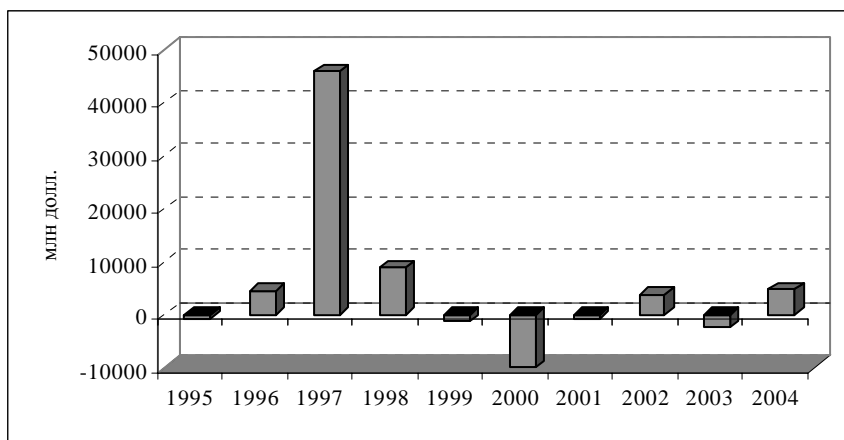


Рис. 33. Динамика портфельных инвестиций в РФ в 1995–2004 гг.

Как можно заметить из рис. 33, в 1997–1998 гг. наблюдался значительный приток портфельных инвестиций в РФ, а в 2000 г. произошел их отток. В остальные годы рассматриваемого периода объем портфельных инвестиций в РФ был мал, поэтому анализировать их корреляцию с макроэкономическими показателями нет смысла со статистической точки зрения.

Таблица 5.2

**Портфельные инвестиции в РФ с выделением сектора государственного управления**

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Портфельные инвестиции в РФ	-738	4583	45931	8876	-1199	-9923	-730	3756	-2337	4698
Портфельные инвестиции в РФ в сектор госуправления (долговые ценные бумаги)	-820	2270	43577	7740	-693	-10333	-1788	168	-1617	2846
Портфельные инвестиции в РФ без сектора госуправления	82	2313	2354	1136	-506	410	1058	3588	-720	1852

Кроме того, *табл. 5.2* демонстрирует, что значительная часть портфельных инвестиций в РФ связана с сектором государственного управления. Иными словами, погашение долга по государственным облигациям уменьшает показатель притока портфельных инвестиций в нашу страну, а привлечение новых заимствований – увеличивает его. В этом случае отрицательная корреляция между ценами на нефть и притоком портфельных инвестиций в РФ легко объяснима, так как в период роста цен на нефть увеличиваются доходы бюджета, и государство выплачивает свои долги, обеспечивая тем самым отток портфельных инвестиций из РФ. В то же время оценка зависимости портфельных инвестиций без сектора государственного управления от макроэкономических переменных оказалась невозможной, так как все переменные и уравнение в целом в этом случае являются статистически незначимыми. Возможно, дело в том, что при исключении из общего показателя портфельных инвестиций операций сектора государственного управления объем инвестиций в отдельные годы становится незначительным по сравнению с общим объемом портфельных инвестиций в РФ.

Включение в модель переменной, отражающей темпы экономического роста, объясняется тем, что экономический подъем вызывает увеличение рентабельности компаний, расширение потребительского спроса, что повышает привлекательность отечественных компаний для портфельных инвесторов (в данном случае речь идет о той части портфельных инвестиций, которая идет не в государственный, а в частный сектор – см. *табл. 5.2*). Действительно, увеличение темпов роста ВВП в реальном выражении на 1 п.п. приводит к расширению портфельных инвестиций на 1,11 п.п. ВВП. Отметим, что в данном случае речь идет именно о стимулах для международных инвесторов вкладывать деньги в РФ. Снижение потребности в привлечении заимствований в результате экономического роста и увеличения цен на нефть отражается в уменьшении привлеченных кредитов и займов, а не портфельных инвестиций.

Еще одним значимым фактором для портфельных инвестиций являются отечественные краткосрочные процентные ставки, которые в нашей модели (в силу отсутствия более адекватного показателя) аппроксимируются ставкой по межбанковским кредитам. Рост процентных ставок в экономике является в нашем случае по-

казателем, отражающим выгодность вложений в нашу страну. Согласно построенной модели для России увеличение процентной ставки на рынке МБК на 1 п.п. вызывает рост портфельных инвестиций в РФ на 0,1 п.п. ВВП.

Наконец, оценка модели (8) говорит об отрицательной зависимости между притоком портфельных инвестиций и бюджетным профицитом: рост профицита федерального бюджета на 1 п.п. ВВП ведет к снижению удельного веса портфельных инвестиций в РФ в ВВП на 0,47 п.п. По-видимому, увеличение профицита бюджета связано с уменьшением объема эмиссии государственных облигаций, в которые в основном и направлялись портфельные инвестиции в РФ.

### **Привлеченные кредиты и займы**

Зачастую финансовые ресурсы, необходимые для развития, недоступны компаниям на национальном рынке капитала. В этом случае одним из выходов может стать привлечение кредитов из-за границы.

Мы предполагаем, что в условиях ускорения экономического роста потребности в финансировании расширяются, что ведет к увеличению объемов привлечения кредитов из-за границы. Далее, выдвигается гипотеза о том, что рост реального курса национальной валюты вызывает рост объема кредитов и займов, так как иностранные заимствования становятся дешевле. Наконец, возможно, что рост цен на нефть увеличивает приток кредитов и займов, потому что компании-экспортеры получают больший доступ к финансированию из-за границы. Как и в ряде предыдущих случаев, при оценке данной модели возможно возникновение эндогенности, однако мы от него абстрагируемся, акцентируя внимание на приведенном в уравнении (9) направлении связи.

При добавлении к перечисленным факторам дефицита (профицита) бюджета (увеличение профицита бюджета «оттягивает» средства из частного сектора, вызывает рост потребности компаний в финансировании) лагированной эндогенной переменной и члена скользящего среднего 1-го порядка имеем модель:

$$\begin{aligned}
 LOAN_t = & a_0 + a_1 \cdot LOAN_{t-1} + a_2 \cdot DREER_t + \\
 & + a_3 \cdot DOIL_t + a_4 \cdot BD_t + a_5 \cdot DGDP_t + a_6 \cdot \varepsilon_{t-1} + \varepsilon_t
 \end{aligned}
 \tag{9}$$

В модели (9) используются следующие обозначения переменных:

$LOAN_t$  – объем привлеченных кредитов и займов за квартал  $t$  (% ВВП);

$DREER_t$  – темп прироста реального эффективного курса рубля за квартал  $t$  (%);

$DOIL_t$  – темп прироста цены нефти марки «Брент» за квартал  $t$  (%);

$DGDP_t$  – темп прироста физического объема ВВП за квартал  $t$  (%);

$BD_t$  – бюджетный профицит (дефицит) за квартал  $t$  (% ВВП).

Таблица 6

**Результаты оценки уравнения для привлеченных из-за границы кредитов и займов**

Эндогенная переменная	Привлеченные кредиты и займы	
Период оценивания	1995:3–2004:4	
Количество наблюдений	38	
	Коэффициент	Probability
Свободный член	0,0013	
Привлеченные кредиты и займы с лагом 1 квартал	0,6668	0,000
Профицит (дефицит) бюджета	-0,6221	0,000
Темп прироста цены нефти марки «Брент»	-0,0044	0,817
Темп прироста реального эффективного курса рубля	0,176	0,000
Рост ВВП в реальном выражении	0,211	0,097
Член скользящего среднего 1-го порядка	-0,9478	0,000
<b>Adjusted R<sup>2</sup></b>		<b>0,65</b>
<b>LM-statistics (probability)</b>		<b>0,177</b>
<b>F-statistics</b>		<b>0,000</b>

Как видно из *табл. 6*, все переменные, за исключением темпа прироста цен на нефть марки «Брент», являются значимыми. Таким образом, в отличие от наших ожиданий, цена на нефть является незначимым фактором, то есть не оказывает существенного влияния на привлечение кредитов и займов. В то же время увеличение темпов роста реального эффективного курса на 1 п.п. вызывает расширение привлеченных кредитов и займов на 0,18 п.п. ВВП. Кроме того, увеличение темпов роста ВВП на 1 п.п. приводит к расширению кредитов и займов на 0,21 п.п. ВВП.

В нашей модели присутствует такой фактор, как профицит (дефицит) федерального бюджета, оказывающий, вопреки выдвинутой гипотезе, отрицательное влияние на привлеченные кредиты и займы: увеличение профицита на 1% ВВП вызывает сокращение кредитов и займов на 0,62 п.п. ВВП. По всей видимости, рост профицита бюджета косвенно отражает улучшение внешних условий для страны в целом и для компаний в частности, что снижает их потребность во внешнем финансировании.

### **Бегство капитала**

Для РФ проблема бегства капитала является весьма актуальной. Как было продемонстрировано в *разделе 2* работы, этот показатель оставался на всем анализируемом периоде на высоком уровне. При этом бегство капитала как отражает отток из страны средств, необходимых для роста национальной экономики, так и сигнализирует о плохом инвестиционном климате. Ранее было показано, что после снижения бегства капитала в 2003 г., в 2004 г. оно опять выросло, что свидетельствовало прежде всего об ухудшении инвестиционного климата страны.

Мы предполагаем, что экономический рост должен сокращать утечку капитала, потому что подъем экономики расширяет возможности для инвестирования внутри страны. Кроме того, может увеличиваться рентабельность инвестиций, равно как и потребность в них. Также мы проверяем утверждение о том, что увеличение политических рисков и нестабильности внутри страны приводит к бегству капитала. При этом предполагается, что изменения ожиданий экономических агентов отражаются на индексе фондового рынка, особенно в условиях недиверсифицированного портфеля акций инвесторов. Соответственно, изменения фондового

индекса являются индикатором политических рисков и экономической нестабильности.

Кроме того, в модель были включены темп экономического роста в странах ОЭСР и динамика национальных сбережений в виде рублевых депозитов. Логично предположить, что улучшение экономической динамики за границей вызовет ускорение бегства капитала, так как повышается привлекательность инвестиций за границей. В свою очередь, рост национальных сбережений также может увеличить объемы бегства капитала, потому что расширяется объем средств резидентов, доступных для инвестирования, и какая-то их часть неизбежно «убегает» за границу. При оценке уравнения из-за нестационарности (и отсутствия коинтеграции) некоторые ряды рассматриваются в темпах прироста. Кроме того, мы абстрагируемся от возможной эндогенности объясняющих переменных. При добавлении лагированной эндогенной переменной и члена скользящего среднего 2-го порядка для устранения автокорреляции остатков получаем модель:

$$CF_t = a_0 + a_1 \cdot CF_{t-1} + a_2 \cdot DGDP_t + a_3 \cdot SAV_t + a_4 \cdot OECD_t + a_5 \cdot DRTS_t + a_6 \cdot \varepsilon_{t-2} + \varepsilon_t \quad (10)$$

В модели (10) используются следующие обозначения переменных:

$CF_t$  – объем бегства капитала из РФ за квартал  $t$  (% ВВП);

$DGDP_t$  – темп прироста физического объема ВВП за квартал  $t$  (%);

$SAV_t$  – темп прироста сбережений в виде депозитов в национальной валюте за квартал  $t$  (%);

$OECD_t$  – темп прироста физического объема ВВП в странах ОЭСР (в среднем) за квартал  $t$  (%);

$DRTS_t$  – темп прироста индекса фондового рынка РТС за квартал  $t$  (%).

Таблица 7

## Результаты оценки уравнения для бегства капитала

Эндогенная переменная	Бегство капитала	
Период оценивания	1996:1–2004:4	
Количество наблюдений	36	
	Коэффициент	Probability
Свободный член	0,0061	
Бегство капитала с лагом 1 квартал	0,5192	0,001
Темп роста сбережений в виде депозитов в национальной валюте	0,1552	0,023
Темп роста ВВП в странах ОЭСР	1,2888	0,043
Темп прироста индекса фондового рынка РТС	–0,012	0,033
Рост ВВП в реальном выражении	–0,3924	0,003
Член скользящего среднего 2-го порядка	–0,9472	0,000
<b>Adjusted R<sup>2</sup></b>	<b>0,5</b>	
<b>LM-statistics (probability)</b>	<b>0,576</b>	
<b>F-statistics (probability)</b>	<b>0,000</b>	

Все переменные модели являются статистически значимыми. Как мы и предполагали, увеличение темпов прироста фондового индекса РТС на 1 п.п. вызывает снижение бегства капитала на 0,01 п.п. ВВП, а увеличение темпов экономического роста на 1 п.п. приводит к уменьшению бегства капитала на 0,39 п.п. ВВП.

Кроме того, оценка модели (10) показала, что увеличение темпа роста сбережений на 1 п.п. ведет к расширению бегства капитала на 0,16 п.п. ВВП, а ускорение темпов экономического роста в странах ОЭСР на 1 п.п. вызывает повышение бегства капитала на 1,29 п.п. ВВП.

\* \* \*

Мы рассмотрели гипотезы, касающиеся зависимости потоков капитала от макроэкономических переменных. В результате проведенного анализа большинство выдвинутых нами гипотез отвергнуты не были. Кроме того, мы выявили дополнительные факторы, определяющие движение капитала.

Во-первых, большую роль в объяснении потоков капитала играет реальный валютный курс. Рост реального курса ведет к снижению прямых инвестиций в РФ и их оттоку из РФ. Увеличение темпов прироста реального эффективного курса рубля на 1 п.п. приводит к сокращению прямых инвестиций в РФ на 0,052 п.п. ВВП, а также к росту прямых инвестиций за границу на 0,02 п.п. ВВП. Кроме того, повышение реального курса способствует увеличению объема привлеченных кредитов и займов, а также портфельных инвестиций. Увеличение темпов роста реального эффективного курса на 1 п.п. вызывает расширение привлеченных кредитов и займов на 0,18 п.п. ВВП и приводит к расширению портфельных инвестиций на 0,14 п.п. ВВП. Так, за I квартал 2005 г. объем привлеченных ссуд и займов составил 8,2 млрд долл. Из них в результате роста реального эффективного курса рубля в РФ поступило около 1,6 млрд долл.

Во-вторых, для притока капитала в нашу страну важное значение имеет динамика цены на нефть, рост которой приводит к увеличению притока прямых инвестиций как в РФ, так и за границу. Увеличение темпов прироста цены на нефть марки «Брент» на 1 п.п. вызывает расширение прямых иностранных инвестиций в РФ на 0,023 п.п. ВВП, а также увеличение прямых инвестиций за границу на 0,01 п.п. ВВП.

В-третьих, экономический рост в РФ вызывает увеличение объема привлеченных кредитов и займов, а также уменьшает отток капитала. Увеличение темпов роста ВВП на 1 п.п. приводит к расширению кредитов и займов на 0,21 п.п. ВВП, а также к уменьшению бегства капитала на 0,39 п.п. ВВП. К примеру, замедлением экономического роста в РФ в начале 2005 г. объясняется около 10% общего объема бегства капитала из страны, достигшего в январе – марте 11,1 млрд долл.

В-четвертых, важную роль в объяснении движения капитала играет дефицит бюджета. Увеличение профицита ведет к сокращению прямых инвестиций за границу, а также привлеченных РФ ссуд и займов. В частности, рост профицита бюджета на 1 п.п. ведет к сокращению прямых инвестиций за границу на 0,03 п.п. ВВП, а привлеченных кредитов и займов – на 0,62 п.п. ВВП.

В-пятых, темп роста ВВП в развитых странах приводит к увеличению бегства капитала из РФ и оттоку прямых инвестиций за границу. Ускорение темпов экономического роста в странах ОЭСР на 1 п.п. вызывает повышение бегства капитала на 1,29 п.п. ВВП, а также рост прямых инвестиций за границу на 0,88 п.п. ВВП. В частности, из-за влияния этого фактора бегство капитала из РФ в I квартале 2005 г. составило 0,5 млрд долл.

В-шестых, внутренняя процентная ставка влияет лишь на портфельные инвестиции в РФ: увеличение процентной ставки на рынке МБК на 1 п.п. вызывает рост портфельных инвестиций в РФ на 0,1 п.п. ВВП. Что касается международной процентной ставки, то она не оказывает влияния на потоки капитала в нашу страну и из нее.

В-седьмых, увеличение национальных сбережений вызывает ускорение бегства капитала из страны, а также отток прямых инвестиций из РФ. А именно, увеличение темпов прироста сбережений в виде депозитов в национальной валюте на 1 п.п. приводит к росту бегства капитала на 0,03 п.п. ВВП. Так, только в результате роста внутренних сбережений бегство капитала из РФ в I квартале 2005 г. превысило 6 млрд долл.

Наконец, отметим, что рост индекса РТС, используемого для аппроксимации политических рисков в стране, приводит к снижению бегства капитала из РФ. В частности, увеличение темпа прироста фондового индекса РТС на 1 п.п. вызывает снижение бегства капитала на 0,01 п.п. ВВП.

Перейдем теперь к анализу влияния потоков капитала на основные макроэкономические показатели.

### *3.2.3. Анализ влияния потоков капитала на макроэкономические показатели*

При построении уравнений регрессии в данном разделе работы были использованы модели прогнозирования некоторых макроэкономических показателей из исследования Пономаренко и др.<sup>12</sup>. В уравнения для прогнозирования макроэкономических показателей, полученные в указанной работе, добавлялись потоки капитала в соответствии с выдвинутыми гипотезами и определялась значи-

---

<sup>12</sup> См. (Пономаренко С.С., Трунин П.В., Турунцева М.Ю., Юдин А.Д., 2004).

мость добавленных факторов. В случае необходимости (для устранения автокорреляции и мультиколлинеарности) уравнения модифицировались.

При анализе моделей, которые используются в данном разделе, также необходимо помнить о возможном существовании эндогенности в оцениваемых уравнениях. Вообще говоря, для оценки одновременного влияния потоков капитала на макроэкономические показатели и этих показателей на потоки капитала более корректно было бы использовать системы одновременных уравнений. Возможно, это станет предметом дальнейших исследований. На данном этапе мы рассматриваем изучаемые зависимости отдельно, как если бы другого направления связи не существовало.

### **Темп экономического роста**

Моделирование среднесрочной динамики валового внутреннего продукта осуществлялось исходя из предпосылок положительного влияния на экономическую активность в России роста цен на нефть и реальных инвестиций в основной капитал. При этом предполагалось также, что увеличение притока капитала положительно влияет на экономический рост, так как служит источником инвестиций в основной капитал (с некоторым лагом). Естественно, при оценке модели предполагается, что происходит влияние притока капитала на темп экономического роста, хотя, вообще говоря, иностранный капитал может использоваться и в других целях, в частности, на финансирование дефицита бюджета. Кроме того, возможно отдельное рассмотрение воздействия прямых, портфельных и прочих инвестиций в РФ на темп роста ВВП. Для проверки гипотезы о положительном влиянии притока капитала на ВВП строилась отдельная модель, так как при одновременном включении в уравнение регрессии сальдо счета операций с капиталом и финансовыми инструментами и отдельных статей этого счета возникает явление мультиколлинеарности.

Представленная ниже спецификация модели отражает краткосрочное влияние инвестиций и цен на нефть на динамику ВВП. Вместе с тем в уравнение был добавлен член скользящего среднего 1-го порядка для устранения автокорреляции остатков:

$$DGDP_t = a_0 + a_1 \cdot INV_t + a_2 \cdot DOIL_t + a_3 \cdot CA_t + a_4 \cdot \varepsilon_{t-3} + \varepsilon_t \quad (11.1)$$

В модели (11.1) применяются следующие обозначения переменных:

$DGDP_t$  – темп прироста физического объема ВВП за период  $t$ <sup>13</sup> (%);

$INV_t$  – темп роста инвестиций в основной капитал за период  $t$  (%);

$DOIL_t$  – темп прироста цены на нефть марки «Брент» за период  $t$  (%);

$CA_t$  – сальдо счета операций с капиталом и финансовыми инструментами за период  $t$  (% ВВП).

Таблица 8.1

**Результаты оценки первого уравнения для темпов экономического роста**

Эндогенная переменная	Темп роста ВВП в реальном выражении	
Период оценивания	1996:1–2004:4	
Количество наблюдений	36	
	Коэффициент	Probability
Свободный член	–0,0284	
Темп роста инвестиций в основной капитал	0,3674	0,000
Темп роста цены нефти марки «Брент»	0,0249	0,008
Сальдо счета операций с капиталом и финансовыми инструментами	–0,0143	0,844
Член скользящего среднего 3-го порядка	–0,9028	0,000
<b>Adjusted R<sup>2</sup></b>	<b>0,85</b>	
<b>DW-statistics</b>	<b>1,7</b>	
<b>F-statistics (probability)</b>	<b>0,000</b>	

<sup>13</sup> В связи с тем что по инвестициям в основной капитал доступны только относительные данные (темп роста к аналогичному периоду предыдущего года), все показатели в моделях (11.1) и (11.2) переведены в такой же формат.

Как можно заметить из *табл. 8.1*, гипотеза об отсутствии связи между сальдо счета операций с капиталом и финансовыми инструментами и темпом экономического роста не отвергается. Мы уже указывали во второй части работы, что размеры притока капитала были и остаются незначительными, а более-менее значительные потоки капитала объясняются, как правило, операциями по управлению внешним долгом сектора государственного управления. Таким образом, мы еще раз получили аргумент в пользу тезиса об отсутствии влияния притока капитала в РФ на экономическую динамику.

Рассмотрим теперь вторую модель, отражающую приток капитала в РФ покомпонентно<sup>14</sup> (в модель добавлен член скользящего среднего 3-го порядка для устранения автокорреляции остатков)<sup>15</sup>:

$$DGDP_t = a_0 + a_1 \cdot INV_t + a_2 \cdot DOIL_t + a_3 \cdot FDIRF_t + a_4 \cdot PIRF_t + a_5 \cdot LOAN_t + a_6 \cdot \varepsilon_{t-3} + \varepsilon_t \quad (11.2)$$

В модели (11.2) используются следующие обозначения:

$DGDP_t$  – темп прироста физического объема ВВП за квартал  $t$  (%);

$INV_t$  – темп прироста инвестиций в основной капитал за квартал  $t$  (%);

$DOIL_t$  – темп прироста цены на нефть марки «Брент» за квартал  $t$  (%);

$PIRF_t$  – портфельные инвестиции в РФ за квартал  $t$  (% ВВП);

$FDIRF_t$  – прямые инвестиции в РФ за квартал  $t$  (% ВВП);

$LOAN_t$  – объем привлеченных кредитов и займов за квартал  $t$  (% ВВП).

<sup>14</sup> Потоки капитала в РФ входят в уравнение регрессии без лагов, так как это наилучшая полученная спецификация уравнения.

<sup>15</sup> Как и в предыдущем разделе, мы переходили к приростам в том случае, если ряды были нестационарны, а коинтеграции обнаружено не было.

Таблица 8.2

**Результаты оценки второго уравнения для темпов  
экономического роста**

Эндогенная переменная	Темп роста ВВП в реальном выражении	
Период оценивания	1996:1–2004:4	
Количество наблюдений	36	
	Коэффициент	Probability
Свободный член	–0,0297	
Темп роста инвестиций в основной капитал	0,3461	0,000
Темп роста цены нефти марки «Брент»	0,0259	0,005
Прямые инвестиции в РФ	0,7004	0,326
Портфельные инвестиции в РФ	0,0534	0,427
Привлеченные в РФ кредиты и займы <sup>16</sup>	–0,1909	0,171
Член скользящего среднего 3-го порядка	–0,9633	0,000
<b>Adjusted R<sup>2</sup></b>		<b>0,85</b>
<b>DW-statistics</b>		<b>1,84</b>
<b>F-statistics</b>		<b>0,000</b>

Как видно из табл. 8.2, оценка второго уравнения для темпов роста ВВП также говорит о том, что на анализируемом промежутке времени приток иностранных инвестиций в РФ не оказывает статистически значимого влияния на темпы экономического роста. По всей видимости, объем прямых инвестиций слишком мал, портфельные инвестиции носят в основном спекулятивный характер (не поступают в реальный сектор экономики), а привлеченные кредиты и займы идут на финансирование инвестиций в основной капитал лишь в последние годы.

Отметим, что при включении в уравнение показателя прямых инвестиций за границу данная переменная также оказывается незначимой. Таким образом, мы продемонстрировали, что потоки капитала оказывают слабое влияние на экономическую динамику в РФ. В то же время, как мы показывали ранее, обратное неверно, т.е. темпы экономического роста являются значимым фактором

<sup>16</sup> Незначимость всех потоков капитала в РФ в данном уравнении не объясняется их мультиколлинеарностью, так как корреляция между этими потоками низка.

для объяснения потоков капитала. Это означает, что в данном случае явление эндогенности не оказывает искажающего влияния на оценки параметров наших моделей.

### **Инвестиции в основной капитал**

В качестве факторов, влияющих на динамику инвестиций в основной капитал, мы рассмотрели сбережения в виде депозитов в национальной и иностранной валюте плюс дефицит бюджета, а также сальдо счета операций с капиталом и финансовыми инструментами. Предполагается, что увеличение обоих указанных показателей расширяет объем доступных для инвестирования средств. Следовательно, наша гипотеза состоит в том, что приток капитала должен вызывать увеличение инвестиций в основной капитал. Кроме того, при проверке эффекта Фельдштайна–Хориоки для РФ мы обнаружили, что в нашей стране норма инвестиций слабо зависит от нормы сбережений. Соответственно, можно предположить, что значительная часть прироста инвестиций в основной капитал может финансироваться за счет увеличения притока капитала из-за рубежа. Однако нужно учитывать, что в РФ значительная часть притока капитала идет на наращивание золотовалютных резервов страны.

После добавления в уравнение регрессии лагированной эндогенной переменной и скользящего среднего 2-го порядка для устранения автокорреляции остатков получаем модель:

$$DINV_t = a_0 + a_1 \cdot DINV_{t-1} + a_2 \cdot CUR_t + a_3 \cdot CA_t + a_4 \cdot \varepsilon_{t-4} + \varepsilon_t \quad (12.1)$$

В модели (12.1) используются следующие обозначения:

$DINV_t$  – темп прироста инвестиций в основной капитал в реальном выражении за период  $t$ <sup>17</sup> (%);

$CUR_t$  – темп прироста сбережений в виде депозитов в национальной и иностранной валюте за период  $t$  (%);

---

<sup>17</sup> Напомним, что при использовании в модели показателя инвестиций в основной капитал периодом времени является квартал текущего года по отношению к аналогичному кварталу предыдущего года.

$CA_t$  – сальдо счета операций с капиталом и финансовыми инструментами за период  $t$  (% ВВП).

Таблица 9.1

**Результаты оценки первого уравнения для инвестиций в основной капитал**

Эндогенная переменная	Темп прироста инвестиций в основной капитал	
Период оценивания	1996:1–2004:4	
Количество наблюдений	36	
	Коэффициент	Probability
Свободный член	-0,0058	
Темп прироста инвестиций в основной капитал с лагом 1 квартал	0,399	0,004
Темп роста сбережений в виде депозитов в национальной и иностранной валюте в сумме с государственными сбережениями	0,2802	0,000
Сальдо счета операций с капиталом и финансовыми инструментами	-0,2673	0,277
Член скользящего среднего 4-го порядка	-0,8808	0,000
<b>Adjusted R<sup>2</sup></b>	<b>0,71</b>	
<b>LM-statistics (probability)</b>	<b>0,755</b>	
<b>F-statistics (probability)</b>	<b>0,000</b>	

Как демонстрирует табл. 9.1, динамика темпа прироста инвестиций в основной капитал статистически значимо зависит от темпа прироста сбережений в виде депозитов в национальной и иностранной валюте в сумме с государственными сбережениями: увеличение темпа роста таких сбережений на 1 п.п. приводит к повышению темпа роста инвестиций на 0,28 п.п. В то же время гипотеза об отсутствии статистически значимой связи между динамикой инвестиций и притоком капитала из-за границы не отвергается. По всей видимости, как и во многих других ранее рассмотренных моделях, объемы таких инвестиций остаются крайне незначительными и не оказывают практически никакого влияния на реальные процессы в экономике РФ. Кроме того, причиной такого результата могли стать некачественные статистические данные.

Оценим модель с включением отдельных компонент притока капитала в РФ:

$$DINV_t = a_0 + a_1 \cdot DINV_{t-1} + a_2 \cdot CUR_t + a_3 \cdot FDIRF_t + a_4 \cdot PIRF_t + a_5 \cdot LOAN_t + a_6 \cdot \varepsilon_{t-3} + \varepsilon_t \quad (12.2)$$

В модели (12.2) используются следующие обозначения:

$DINV_t$  – темп прироста инвестиций в основной капитал в реальном выражении за квартал  $t$  (%);

$CUR_t$  – темп прироста сбережений в виде депозитов в национальной и иностранной валюте за квартал  $t$  (%);

$PIRF_t$  – портфельные инвестиции в РФ за квартал  $t$  (% ВВП);

$FDIRF_t$  – прямые инвестиции в РФ за квартал  $t$  (% ВВП);

$LOAN_t$  – объем привлеченных кредитов и займов за квартал  $t$  (% ВВП).

Таблица 9.2

**Результаты оценки второго уравнения для инвестиций в основной капитал**

Эндогенная переменная	Темп прироста инвестиций в основной капитал	
Период оценивания	1996:1–2004:4	
Количество наблюдений	36	
	Коэффициент	Probability
Свободный член	0,0046	
Темп прироста инвестиций в основной капитал с лагом 1 квартал	0,292	0,01
Темп роста сбережений в виде депозитов в национальной и иностранной валюте в сумме с государственными сбережениями	0,4383	0,000
Прямые инвестиции в РФ	1,8636	0,363
Портфельные инвестиции в РФ	0,1048	0,559
Привлеченные в РФ кредиты и займы	–0,384	0,328
Член скользящего среднего 4-го порядка	–0,8808	0,000
<b>Adjusted R<sup>2</sup></b>	<b>0,72</b>	
<b>LM-statistics (probability)</b>	<b>0,448</b>	
<b>F-statistics (probability)</b>	<b>0,000</b>	

Таким образом, табл. 9.2 демонстрирует, что и при рассмотрении притока капитала покомпонентно его статистически значимое влияние на инвестиции в основной капитал не обнаруживается. Следовательно, мы еще раз (как и в случае с темпом роста ВВП) обнаружили отсутствие значимого влияния притока капитала на реальные экономические процессы в стране, а следовательно, и отсутствие эндогенности в данных моделях.

### **Реальный эффективный курс рубля**

В качестве основных факторов, характеризующих среднесрочную динамику реального эффективного обменного курса, при построении модели используются темпы роста российского экспорта и валового внутреннего продукта. Данные показатели позволяют наряду с изменением внешнеэкономической конъюнктуры учесть влияние производительности в секторе торгуемых товаров и по экономике в целом на динамику реального эффективного обменного курса. Кроме того, для проверки гипотезы о том, что увеличение притока капитала положительно влияет на рост реального эффективного курса, в модель включается сальдо счета операций с капиталом и финансовыми инструментами. Предполагается, что приток капитала вызывает увеличение предложения валюты на валютном рынке, что ведет к росту реального курса рубля. Однако приток капитала может способствовать увеличению инфляции, что также приводит к укреплению рубля в реальном выражении.

Далее рассмотрим влияние по отдельности прямых, портфельных и прочих инвестиций в РФ (как основных составляющих притока капитала) на темп роста реального эффективного курса. Для проверки гипотезы о влиянии сальдо притока капитала на рост реального курса строилась отдельная модель, так как при одновременном включении в уравнение регрессии сальдо счета операций с капиталом и финансовыми инструментами и отдельных статей этого счета возникает явление мультиколлинеарности.

Ниже представлена спецификация уравнения регрессии, которая позволяет получить наилучшие оценки. Помимо показателей темпов роста экспорта и ВВП в уравнении присутствуют лагированная эндогенная переменная и член скользящего среднего 4-го порядка для устранения автокорреляции остатков.

$$DREER_t = a_0 + a_1 \cdot DREER_{t-1} + a_2 \cdot DGDP_t + a_3 \cdot CA_t + a_4 \cdot \varepsilon_{t-4} + \varepsilon_t \quad (13.1)$$

В модели (13.1) используются следующие обозначения:

$DREER_t$  – темп прироста реального эффективного курса рубля за квартал  $t$  (%);

$DGDP_t$  – темп прироста физического объема ВВП за квартал  $t$  (%);

$CA_t$  – сальдо счета операций с капиталом и финансовыми инструментами за квартал  $t$  (% ВВП).

Таблица 10.1

**Результаты оценки первого уравнения для темпов роста реального эффективного курса рубля**

Эндогенная переменная	Темп роста реального эффективного курса рубля	
Период оценивания	1995:3–2004:4	
Количество наблюдений	38	
	Коэффициент	Probability
Свободный член	0,02	
Темп роста реального эффективного курс рубля с лагом 1 квартал	0,3656	0,001
Темп роста ВВП в реальном выражении	1,7474	0,000
Сальдо счета операций с капиталом и финансовыми инструментами	0,679	0,000
Член скользящего среднего 4-го порядка	0,98	0,000
<b>Adjusted R<sup>2</sup></b>		<b>0,7</b>
<b>LM-statistics (probability)</b>		<b>0,742</b>
<b>F-statistics (probability)</b>		<b>0,000</b>

Таким образом, как мы и предполагали, обнаруживается значимая связь между притоком капитала и реальным курсом рубля. Коэффициент при показателе сальдо счета операций с капиталом и финансовыми инструментами является статистически значимым и положительным: при расширении сальдо счета на 1 п.п. ВВП темп прироста реального эффективного курса растет на 0,68 п.п. как

результат укрепления рубля в номинальном выражении и повышения цен.

Рассмотрим теперь вторую модель зависимости динамики реального эффективного курса рубля от различных видов потоков капитала<sup>18</sup>:

$$DREER_t = a_0 + a_1 \cdot DREER_{t-1} + a_2 \cdot DGDP_t + a_3 \cdot FDIRF_t + a_4 \cdot PIRF_t + a_5 \cdot LOAN_t + a_6 \cdot \varepsilon_{t-4} + \varepsilon_t \quad (13.2)$$

В модели (13.2) используются следующие обозначения:

$DREER_t$  – темп прироста реального эффективного курса рубля за квартал  $t$  (%);

$DGDP_t$  – темп прироста физического объема ВВП за квартал  $t$  (%);

$PIRF_t$  – портфельные инвестиции в РФ за квартал  $t$  (% ВВП);

$FDIRF_t$  – прямые инвестиции в РФ за квартал  $t$  (% ВВП);

$LOAN_t$  – объем привлеченных кредитов и займов за квартал  $t$  (% ВВП).

Таким образом, статистически значимое влияние на динамику реального эффективного курса рубля оказывает лишь приток портфельных инвестиций в РФ: расширение портфельных инвестиций в РФ на 1 п.п. ВВП вызывает увеличение темпов прироста реального эффективного курса рубля на 0,58 п.п. По-видимому, дело в том, что объем прямых инвестиций невелик, а объем привлеченных кредитов был более-менее значительным лишь в 1996–1997 гг. и 2003–2004 гг. (см. *раздел 2* работы).

По всей видимости, приток капитала в РФ влияет на укрепление рубля в реальном выражении как через рост номинального курса рубля из-за увеличения предложения валюты на рынке, так и через повышение темпов роста цен в стране из-за роста денежной массы (следовательно, – инфляции, см. оценку следующего уравнения).

---

<sup>18</sup> Нестационарные ряды рассматривались в приростах.

Таблица 10.2

### Результаты оценки второго уравнения для темпов роста реального эффективного курса рубля

Эндогенная переменная	Темп роста реального эффективного курса рубля	
Период оценивания	1995:3–2004:4	
Количество наблюдений	38	
	Коэффициент	Probability
Свободный член	-0,0174	
Темп роста реального эффективного курса рубля с лагом 1 квартал	0,3416	0,031
Темп роста ВВП в реальном выражении	1,2804	0,000
Прямые инвестиции в РФ	0,6678	0,203
Портфельные инвестиции в РФ	0,5792	0,001
Привлеченные в РФ кредиты и займы	-0,012	0,972
Член скользящего среднего 4-го порядка	0,99	0,000
<b>Adjusted R<sup>2</sup></b>		<b>0,64</b>
<b>LM-statistics (probability)</b>		<b>0,478</b>
<b>F-statistics (probability)</b>		<b>0,000</b>

### Индекс потребительских цен

Построение модели индекса потребительских цен основывалось на традиционном подходе к определению спроса на деньги, в соответствии с которым рост денежной массы и скорости обращения денег приводит к росту цен, с расширением же реального выпуска (что приводит к росту транзакционного спроса на деньги) при прочих равных цены падают. Кроме того, в нашем исследовании мы предполагали, что приток капитала (при одновременном увеличении профицита текущего счета) приводит к тому, что ЦБ РФ для поддержания курса скупает иностранную валюту, увеличивая тем самым денежную массу, что также вызывает рост цен.

Кроме того, возможно отдельное рассмотрение влияния прямых, портфельных и прочих инвестиций в РФ (кредитов и займов) на темп роста потребительских цен.

Помимо показателей темпов роста денежной массы и ВВП (с лагом 1 квартал) в уравнении присутствуют лагированная эндоген-

ная переменная и член скользящего среднего 1-го порядка для устранения автокорреляции остатков<sup>19</sup>:

$$CPI_t = a_0 + a_1 \cdot CPI_{t-1} + a_2 \cdot DGDP_{t-1} + a_3 \cdot DM2_t + a_4 \cdot CA_{t-1} + a_5 \cdot \varepsilon_{t-1} + \varepsilon_t \quad (14.1)$$

В модели (14.1) используются следующие обозначения:

$CPI_t$  – индекс потребительских цен (ИПЦ) за период  $t$  (%);

$DGDP_t$  – темп прироста физического объема ВВП за период  $t$  (%);

$DM2_t$  – темп прироста денежной массы М2 за период  $t$  (%);

$CA_{t-1}$  – сальдо счета операций с капиталом и финансовыми инструментами за период  $t - 1$  (% ВВП за период  $t - 1$ ).

Таблица 11.1

### Результаты оценки первого уравнения для ИПЦ

Эндогенная переменная	ИПЦ	
Период оценивания	1995:3–2004:4	
Количество наблюдений	38	
	Коэффициент	Probability
Свободный член	0,0005	
ИПЦ с лагом 1 квартал	0,449	0,002
Темп роста ВВП в реальном выражении с лагом 1 квартал	-0,7768	0,006
Темп роста денежной массы М2	0,2007	0,000
Сальдо счета операций с капиталом и финансовыми инструментами с лагом 1 квартал	0,3125	0,012
Член скользящего среднего 1-го порядка	0,9572	0,000
<b>Adjusted R<sup>2</sup></b>		<b>0,77</b>
<b>LM-statistics (probability)</b>		<b>0,667</b>
<b>F-statistics</b>		<b>0,000</b>

<sup>19</sup> Наилучшая спецификация уравнения была получена при включении в правую часть прироста денежной массы без лагов и сальдо счета операций с капиталом и финансовыми инструментами с лагом в один квартал. Иначе говоря, включение прироста денежной массы и сальдо притока капитала в разные моменты времени позволяет учесть влияние притока капитала за прошлые периоды на текущий уровень инфляции.

Как можно увидеть из *табл. 11.1*, увеличение притока капитала вызывает рост потребительских цен, но с лагом 1 квартал: расширение сальдо счета операций с капиталом и финансовыми инструментами на 1 п.п. ВВП приводит к увеличению темпа роста потребительских цен на 0,31 п.п. в результате влияния притока капитала на рост денежной массы с лагом 1 квартал.

Проанализируем влияние притока капитала на ИПЦ покомпонентно (в модель добавлен член скользящего среднего 4-го порядка для устранения автокорреляции остатков):

$$\begin{aligned}
 CPI_t = & a_0 + a_1 \cdot CPI_{t-1} + a_2 \cdot DGDP_{t-1} + \\
 & + a_3 \cdot FDIRF_t + a_4 \cdot PIRF_t + a_5 \cdot LOAN_t + \\
 & + a_6 \cdot DM2_t + a_7 \cdot \varepsilon_{t-4} + \varepsilon_t
 \end{aligned}
 \tag{14.2}$$

В модели (14.2) используются следующие обозначения переменных:

$CPI_t$  – ИПЦ за квартал  $t$  (%);

$DGDP_t$  – темп прироста физического объема ВВП за квартал  $t$  (%);

$DM2_t$  – темп прироста денежной массы М2 за квартал  $t$  (%);

$PIRF_t$  – портфельные инвестиции в РФ за квартал  $t$  (% ВВП);

$FDIRF_t$  – прямые инвестиции в РФ за квартал  $t$  (% ВВП);

$LOAN_t$  – объем привлеченных кредитов и займов за квартал  $t$  (% ВВП).

Как демонстрирует *табл. 11.2*, отдельные компоненты счета операций с капиталом и финансовыми инструментами не оказывают сами по себе влияния на ИПЦ. Скорее всего, как и ранее, это вызвано тем, что ни один из компонентов не доминирует в общем притоке капитала, а корреляция динамики отдельных компонентов (прямые, портфельные и прочие инвестиции) и суммы (сальдо счета операций с капиталом и финансовыми инструментами) низка. Таким образом, лишь сальдированный приток капитала оказывает статистически значимое влияние на динамику потребительских цен в нашей стране.

Таблица 11.2

### Результаты оценки второго уравнения для ИПЦ

Эндогенная переменная	ИПЦ	
Период оценивания	1995:3–2004:4	
Количество наблюдений	38	
	Коэффициент	Probability
Свободный член	–0,0052	
ИПЦ с лагом 1 квартал	0,4161	0,000
Темп роста ВВП в реальном выражении с лагом 1 квартал	–2,1275	0,000
Темп роста денежной массы M2	0,4544	0,012
Прямые инвестиции в РФ	–0,2145	0,767
Портфельные инвестиции в РФ	0,0301	0,863
Привлеченные в РФ кредиты и займы	–0,2284	0,34
Член скользящего среднего 4-го порядка		
<b>Adjusted R<sup>2</sup></b>		<b>0,69</b>
<b>LM-statistics (probability)</b>		<b>0,888</b>
<b>F-statistics</b>		<b>0,000</b>

### Индекс фондового рынка РТС

В качестве фактора, оказывающего влияние на динамику фондового рынка РФ, мы рассмотрели портфельные инвестиции. Кроме того, в модель включен такой фактор, как сбережения в виде депозитов, который позволяет учесть зависимость индекса фондового рынка от фундаментальных экономических характеристик.

Отметим, что наша модель призвана отразить лишь взаимодействие потоков капитала и индекса фондового рынка с учетом только одного дополнительного фактора. Мы предполагаем, что приток портфельных инвестиций должен приводить к росту фондового индекса РТС. При этом ранее было показано, что динамика фондового рынка не оказывает статистически значимого влияния на приток портфельных инвестиций.

При добавлении в уравнение скользящего среднего 3-го порядка для устранения автокорреляции получаем модель:

$$DRTS_t = a_0 + a_1 \cdot PIRF_{t-1} + a_2 \cdot SAV_t + a_3 \cdot \varepsilon_{t-3} + \varepsilon_t. \quad (15)$$

В модели (15) используются следующие обозначения:

$DRTS_t$  – темп прироста индекса фондового рынка РТС за квартал  $t$ ;

$SAV_t$  – темп прироста сбережений в виде депозитов в национальной валюте за квартал  $t$  (%);

$PIRF_t$  – портфельные инвестиции в РФ за квартал  $t$  (% ВВП).

Таблица 12

**Результаты оценки уравнения для индекса РТС**

Эндогенная переменная	Темп прироста индекса РТС	
Период оценивания	1996:1–2004:4	
Количество наблюдений	36	
	Коэффициент	Probability
Свободный член	0,0675	
Темп роста сбережений в виде депозитов	3,6375	0,000
Портфельные инвестиции в РФ с лагом 1 квартал	2,3345	0,045
Член скользящего среднего 3-го порядка	0,938	0,000
<b>Adjusted R<sup>2</sup></b>	<b>0,3</b>	
<b>DW-statistics</b>	<b>2,11</b>	
<b>F-statistics</b>	<b>0,002</b>	

Как можно заметить из табл. 12, рост портфельных инвестиций в РФ на 1 п.п. ВВП вызывает увеличение темпов роста фондового индекса РТС на 2,33 п.п. с лагом 1 квартал. Далее, как и следовало ожидать, увеличение темпа роста депозитов на 1 п.п. ведет к повышению темпа роста индекса фондового рынка на 3,64 п.п. Иными словами, часть прироста доступных для инвестирования средств попадает на фондовый рынок, вызывая рост спроса на активы.

\* \* \*

Таким образом, мы проверили все выдвинутые в данном разделе гипотезы и получили следующие результаты.

---

**Сальдо счета операций с капиталом и финансовыми инструментами:**

Приток капитала положительно влияет на экономический рост.	–
Приток капитала вызывает укрепление национальной валюты в реальном выражении.	+
Приток капитала вызывает увеличение инфляции.	+
Приток капитала ведет к росту инвестиций в основной капитал.	+

**Прямые иностранные инвестиции в РФ:**

Рост цен на нефть увеличивает приток прямых иностранных инвестиций.	+
Рост реального курса национальной валюты снижает приток прямых иностранных инвестиций.	+
Рост прямых иностранных инвестиций в РФ приводит к увеличению темпов роста ВВП.	–

**Прямые инвестиции за границу:**

Рост цен на нефть приводит к увеличению прямых инвестиций за границу.	+
Рост реального курса национальной валюты приводит к росту прямых инвестиций за границу.	+
Рост прямых инвестиций за границу замедляет темпы экономического роста.	–

**Портфельные инвестиции в РФ:**

Рост цен на нефть увеличивает приток портфельных инвестиций.	+ (но с противоположным знаком)
Рост реального курса национальной валюты приводит к росту портфельных инвестиций в страну.	+
Рост портфельных инвестиций приводит к росту индекса фондового рынка (РТС).	+
Рост портфельных инвестиций в РФ вызывает увеличение реального эффективного курса национальной валюты.	+

**Прочие инвестиции (ссуды и займы):**

Экономический рост вызывает увеличение объема прочих инвестиций.	+
Рост реального курса национальной валюты вызывает рост объема прочих инвестиций.	+
Рост цен на нефть увеличивает приток прочих инвестиций.	–

**Отток капитала из РФ:**

Увеличение темпов роста ВВП снижает утечку капитала.	+
Снижение фондового индекса РТС приводит к усилению бегства капитала.	+

---

**Примечание.** Гипотезы, в пользу которых свидетельствуют эмпирические данные (гипотеза об отсутствии зависимости между переменными модели отвергается на 10%-м уровне значимости), отмечены знаком «+». Гипотезы, в пользу которых не было получено эмпирических свидетельств (гипотеза об отсутствии зависимости между переменными модели не отвергается на 10%-м уровне значимости), отмечены знаком «–».

Таким образом, большинство гипотез о влиянии макроэкономических переменных на потоки капитала подтвердилось. Иначе говоря, потоки капитала в нашу страну и из нее ведут себя именно так, как и предсказывает нам экономическая теория.

В то же время выяснилось, что потоки капитала практически не оказывают влияния на реальные макроэкономические показатели. Еще во второй части работы мы убедились, что сальдированные финансовые потоки в РФ, равно как и прямые инвестиции, остаются на крайне невысоком уровне. Эконометрический анализ подтвердил, что такие незначительные объемы потоков капитала не влияют на темпы роста ВВП и инвестиции в основной капитал. Тем не менее приток капитала все же приводит к росту реального эффективного валютного курса (в результате роста предложения валюты) и потребительских цен (как следствие увеличения денежной массы), а приток портфельных инвестиций вызывает увеличение индекса фондового рынка РТС.

Так, за I квартал 2005 г. реальный эффективный курс рубля вырос на 4,1%. В то же время если бы в указанный период не наблюдался дефицит счета операций с капиталом и финансовыми инструментами в размере 2,8 млрд долл., то реальный эффективный курс вырос бы более чем на 6%.

Кроме того, наши результаты противоречат выводам, полученным при анализе эффекта Фельдштайна–Хориоки, потому что обнаруженная слабая зависимость нормы инвестиций от нормы сбережений предполагает сильное влияние сальдо притока капитала на инвестиционные процессы, а статистически значимой зависимости инвестиций в основной капитал от сальдо притока капитала выявлено не было. Таким образом, как было указано ранее, возникшее противоречие может являться подтверждением низкого качества доступной статистики.

В заключение интересно сравнить полученные в нашем исследовании результаты с выводами, полученными другими авторами при анализе движения капитала в странах с переходной экономикой (см. *раздел 1.2* работы). Во-первых, в отличие от работы Клэссенса, Окса и Поластри (*Claessens, Oks, Polastri, 1998*) переменная золотовалютных резервов не была статистически значимым фактором, объясняющим движение капитала, так как, по всей видимо-

сти, происходит монетизация текущего счета платежного баланса, а не счета операций с капиталом и финансовыми инструментами. Кроме того, мы показали, что увеличение темпов экономического роста в развитых странах приводит к усилению бегства капитала и оттоку прямых инвестиций за границу, как и предсказывает экономическая теория. А в работе Клэссенса и др. обосновывалась обратная зависимость. Во-вторых, мы продемонстрировали, что динамика как прямых, так и портфельных инвестиций достаточно хорошо описывается такими фундаментальными экономическими показателями, как цены на нефть, реальный эффективный курс, дефицит бюджета, процентная ставка и национальные сбережения. В работе Гарибальди и др. (*Garibaldi, Mora, Sahay, Zettelmeyer, 2001*) указывалось, что такой набор переменных позволяет хорошо объяснить лишь динамику прямых инвестиций. Наконец, в отличие от исследования Лунгани и Мауро (*Loungani, Mauro, 2000*), которые обнаружили сильную зависимость бегства капитала из РФ от темпов инфляции и бюджетного дефицита, мы показали, что динамика бегства капитала достаточно хорошо описывается темпом экономического роста, национальными сбережениями, индексом фондового рынка, а также темпом роста ВВП в странах ОЭСР.

## **Заключение**

В рамках исследования взаимосвязи компонент счета операций с капиталом и финансовыми инструментами и основных макроэкономических показателей и показателей денежной сферы были осуществлены анализ динамики потоков капитала в РФ за 1995–2004 гг. и проверка стандартного набора гипотез. В числе полученных основных результатов следует отметить следующие.

- Большинство гипотез о зависимости потоков капитала от макроэкономических показателей при их проверке на российских данных не отвергаются. Поскольку большая часть гипотез выдвигалась на основе макроэкономической теории, такой результат означает, что движение капитала в РФ достаточно хорошо описывается фундаментальными экономическими показателями.
- Приток капитала в РФ практически не оказывает влияния на темпы роста национальной экономики: мы не обнаружили статистически значимой зависимости темпов роста отечественного ВВП и инвестиций в основной капитал от притока инвестиций в нашу страну. Это объясняется прежде всего крайне незначительными объемами прямых инвестиций в РФ, которые и приводят непосредственно к росту производства. Тем не менее с ростом объема прямых иностранных инвестиций можно ожидать, что данная взаимосвязь станет заметнее. Ключевым условием для стимулирования притока прямых иностранных инвестиций является улучшение инвестиционного климата в РФ, и в этой связи правительству РФ необходимо ускорить проведение институциональных реформ, направленных на ослабление административного давления на экономику, формирование вызывающих доверие правоохранительной и судебной систем, обеспечение прав собственности и исполнение контрактных обязательств.
- Ведущую роль в движении капитала продолжает играть сектор государственного управления. До начала 2000-х годов этот институциональный сектор определял большую часть движения капитала, причем подавляющая часть операций была связана с управлением государственным внешним долгом страны. Воз-

можно, именно поэтому приток капитала не вызывал ускорения роста экономики. Очевидно, что в условиях высоких цен на нефть и устойчивого профицита федерального бюджета объем государственного внешнего долга будет продолжать сокращаться. Тем не менее уже сейчас стоит обратить внимание на рост внешней задолженности квазигосударственных компаний («Газпром», «Роснефть» и др.). Демонстрируемые этими компаниями показатели экономической и финансовой эффективности отстают от показателей компаний частного сектора экономики. Таким образом, вызывает сомнение возможность положительного влияния на темпы роста ВВП внешних заимствований формально негосударственного сектора, если в нем будут продолжать доминировать долги указанных компаний.

- Наибольшее влияние на ситуацию в денежной сфере оказывают потоки портфельных инвестиций в РФ. Вообще говоря, приток капитала в нашу страну вызывает увеличение темпов роста потребительских цен. В этой связи очень важным является вопрос о регулировании движения капитала в условиях высокой инфляции и значительного притока в страну экспортной выручки. Очевидно, что в условиях высоких цен на нефть приток «коротких» денег на финансовые рынки будет только возрастать. Таким образом, перед Центральным банком и правительством РФ встает задача разработки системы мер, защищающих финансовую систему и экономику РФ не только от дополнительного притока валюты и ускорения инфляции, но и от возможного резкого оттока капитала в случае заметного снижения цен на нефть (в том числе в случае дальнейшего повышения процентных ставок на развитых рынках). Решение данной задачи еще более осложняется в условиях фактически полной либерализации валютного регулирования и операций по счету движения капитала с 2007 г.
- Направление движения прямых инвестиций (в страну/из страны), а также объемы привлечений иностранных займов и кредитов в значительной степени зависят от изменения реального курса рубля. При этом приток капитала в РФ вызывает укрепление национальной валюты в реальном выражении как за счет укрепления рубля в номинальном выражении, так и вследствие

увеличения инфляции. Таким образом, необходимо понимать, что планируемое снятие ограничений на проведение капитальных операций может усложнить поддержание стабильного номинального курса национальной валюты. В этих условиях Центральному банку РФ необходимо расширить набор инструментов стерилизации рублевой эмиссии на валютном рынке и активизировать их использование, чтобы обеспечить снижение темпов роста денежных агрегатов и, таким образом, темпов инфляции в стране при сохранении или даже увеличении объема покупки валюты в целях недопущения сильной номинальной ревальвации рубля.

- Неоднозначность результатов относительно наличия в российской экономике эффекта Фельдштайна–Хориоки (совместное движение сбережений и инвестиций в стране), по-видимому, является (в случае, если построенная модель адекватна реальности) в значительной степени следствием низкого качества статистики сбережений и инвестиций.
- Динамика притока капитала в РФ определяется прежде всего внутренними факторами. Внешние факторы играют роль лишь в объяснении бегства капитала из страны, что свидетельствует о недостаточной интеграции России в мировую финансовую систему. При этом объем и формы иностранных вложений в российскую экономику, очевидно, слабо зависят от колебаний основных мировых валют и перспектив развития отдельных центров мировой экономики. Следовательно, политика Центрального банка РФ и правительства РФ должна быть максимально понятна и прозрачна для иностранных инвесторов.
- Следовательно, счет операций с капиталом и финансовыми инструментами на текущий момент в целом слабо влияет на реальный сектор экономики России. При этом приток капитала вызывает укрепление национальной валюты и ускорение инфляции. В такой ситуации необходимо осторожно подходить к либерализации движения капитала, так как при сохранении зависимостей, действующих в настоящий момент, значительный приток капитала может негативно сказаться на темпах роста цен и не повлиять на динамику инвестиций и ВВП. Ранее было показано, что расширение сальдо счета операций с капиталом

и финансовыми инструментами на 1 п.п. ВВП приводит к увеличению темпа роста потребительских цен на 0,31 п.п. При этом значимой статистической связи между притоком капитала и динамикой инвестиций в основной капитал, а также темпов экономического роста обнаружено не было.

В такой ситуации особое внимание необходимо уделять созданию механизмов перетока средств из финансового сектора в реальный. Иными словами, ключевым моментом является развитие эффективных финансовых рынков и адекватной институциональной структуры экономики. Причем в случае успешной реализации таких мер РФ имеет все шансы обеспечить устойчивое положительное сальдо счета операций с капиталом и финансовыми инструментами и, следовательно, попасть в группу стран с «двойным профицитом» платежного баланса (как, например, Китай), когда и сальдо текущего счета, и сальдо счета операций с капиталом и финансовыми инструментами положительны. В результате нулевое общее сальдо платежного баланса обеспечивается за счет накопления золотовалютных резервов, что позволяет значительно усилить запас прочности национальной экономики. Однако такая ситуация требует проведения тщательно продуманной комбинации мер курсовой политики, обеспечивающей стабильность номинального курса рубля, и денежной политики, направленной на стерилизацию соответствующих валютных интервенций, не допускающей чрезмерно быстрого реального укрепления рубля. В частности, к числу таких мер относятся недопущение роста бюджетных расходов, сохранение действующих принципов формирования и использования Стабилизационного фонда РФ, развитие рынка облигаций Банка России, введение ограничений на объем внешних заимствований российских коммерческих банков и государственных компаний и т.д.

## Список литературы

1. Agenor Pierre-Richard, Hoffmaister Alexander W. (1996). Capital Inflows and the Real Exchange Rate: Analytical Framework and Econometric Evidence // IMF Working Papers 96/137. International Monetary Fund.
2. Barro R.J., Mankiw N. Gregory, Sala-i-Martin X. (1995). Capital Mobility in Neoclassical Models of Growth // American Economic Review. Vol. 85. P. 103–115.
3. Calvo G.A., Leiderman L., Reinhart C. (1993). Capital Inflows and Real Exchange rate Appreciation in Latin America // IMF Staff Papers. 40(1). P. 108–152.
4. Calvo G.A., Leiderman L., Reinhart C. (1996). Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s. // Journal of Economic Perspectives 10(2). P. 123–139.
5. Calvo G.A., Leiderman L., Reinhart C. (1994). The Capital Inflows Problem: Concepts and Issues // Contemporary Economic Policy. 12(3). P. 54–66.
6. Chinn Menzie D., Hiro Ito (2005). What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions // NBER Working Paper 11370. May 2005.
7. Chuhan Punam, Stijn Claessens, Nlandu Mamingi (1998). Equity and Bond Flows to Latin America and Asia: The Role of Global and Country Factors // Journal of Development Economics. 55. P. 439–463.
8. Claessens Stijn, Daniel Oks, Rossans Polastri (1998). Capital Flows to Central and Eastern Europe and Former Soviet Union // World Bank Policy Research Working Paper No. 1976 (Washington: World Bank).
9. Cohen D. (1993). Low investment and large LDC debt in the 1980s // American Economic Review. 83. P. 437–449. June 1993.
10. Cooper Richard N., Tarullo Daniel K., Williamson John (1999). Should Capital Controls be Banished? // Brookings Papers on Economic Activity. Vol. 1999. No. 1. P. 89–141.
11. Corbo V., Hernandez L. (1996). Macroeconomic Adjustment to Capital Flows: Lessons from Recent Latin America and East Asian

- Experiences // World Bank Research Observer. Vol. 11:1. February. P. 61–84.
12. Dooley Michael, Fernandez-Arias Eduardo, Kletzer Kenneth (1996). Is the Debt Crisis History? Recent Private Capital Inflows to Developing Countries // The World Bank Economic Review. 10(1). P. 27–50.
  13. Edwards S. (1998). Capital Flows, Real Exchange Rates and Capital Controls: Some Latin American Experiences // NBER Working Paper 6800. November 1998.
  14. Edwards Sebastian (1991). Capital Flows, Foreign Direct Investment and Debt-Equity Swaps in Developing Countries // In: Siebert, Horst (ed.). Capital Flows in the World Economy. Tubingen: Mohr. P. 3–28.
  15. Feldstein M., Horioka C. (1980). Domestic Savings and International Capital Flows // Economic Journal. 90 (June). P. 314–329.
  16. Fernandez-Arias Eduardo (1996). The New Wave of Private capital inflows: Push or Pull? // Journal of Development Economics. 48(2). P. 389–418.
  17. Fernandez-Arias E., Montiel P.J. (1996). The surge in capital inflows to developing countries: an analytical overview // World Bank Economic Review. Vol. 10. No. 1. P. 51–77.
  18. Garibaldi Pietro, Nada Mora, Ratna Sahay, Jeromin Zettelmeyer (2001). What Moves Capital to Transition Economies? // IMF Staff Papers. Vol. 48. P. 109–145.
  19. Kim Yoonbai (2000). Causes of Capital Flows in Developing Countries // Journal of International Money and Finance. 19. P. 235–253.
  20. Loungani P., Paolo Mauro (2000). Capital Flight from Russia // IMF Policy Discussion Paper 00/6.
  21. Montiel Peter, Carmen M. Reinhart (1999). Do Capital Controls and Macroeconomic Policies Influence the Volume and Composition of Capital Flows? Evidence from the 1990s // Journal of International Money and Finance. 18. P. 619–635.
  22. Obstfeld K., Rogoff M. (1998). Foundations of International Macroeconomics // The MIT Press.
  23. World Bank (1997). World Development Report.

24. Ежегодный обзор «Российская экономика. Тенденции и перспективы». ИЭПП, 1994–2004.
25. Пономаренко С.С., Трунин П.В., Турунцева М.Ю., Юдин А.Д. (2004). Некоторые подходы к прогнозированию экономических показателей. М.: ИЭПП.
26. Учебник по платежному балансу. МВФ, 1996.

## **ИНСТИТУТ ЭКОНОМИКИ ПЕРЕХОДНОГО ПЕРИОДА**

**В серии «Научные труды» вышли в свет  
(на русском языке) следующие работы:**

№ 93Р *Белякова С.А. Модели финансирования вузов: анализ и оценка. 2005.*

№ 92Р *Черемухин А. Паритет покупательной способности и причины отклонения курса рубля от паритета в России. 2005.*

№ 91Р *Дежина И.Г. Вклад международных организаций и фондов в реформирование науки в России. 2005.*

№ 90Р *Некипелов Д.Н. Распределительные свойства и искажающее воздействие налогов на индивидуальные доходы в России. 2005.*

№ 89Р *Колл. авт. Некоторые подходы к прогнозированию экономических показателей. 2005.*

№ 88Р *С. Четвериков, Г. Карасев. Структурные модели обменных курсов рубля. 2005.*

№ 87Р *И. Стародубровская, М. Славгородская, С. Жаворонков. Организация местного самоуправления в городах федерального значения. 2004.*

№ 86Р *С. Гуриев, О. Лазарева, А. Рачинский, С. Цухло. Корпоративное управление в российской промышленности. 2004.*

№ 83Р *Пономаренко С. Финансовый сектор и издержки инфляции в странах с переходной экономикой. 2004.*

№ 82Р *Колл. авт. Политико-экономические аспекты борьбы с терроризмом. 2005.*

№ 81Р *Колл. авт. Реформирование унитарных предприятий в российской экономике: отраслевой и региональный аспекты. 2004.*

№ 80Р *Дробышевский С.М., Полевой Д.И. Проблемы создания единой валютной зоны в странах СНГ. 2004.*

№ 79Р Колл. авт. **Сельская бедность и сельское развитие в России.** 2004.

№ 78Р Шишкин С.В., Заборовская А.С. **Формы участия населения в оплате социальных услуг в странах с переходной экономикой.** 2004.

№ 77Р Колл. авт. **Выбор денежно-кредитной политики в стране – экспортере нефти.** 2004.

№ 76Р Воскобойников И.Б. **Нерыночный капитал и его влияние на динамику инвестиций в российской экономике.** 2004.

№ 75Р Колл. авт. **Проблемы и практика перехода военной организации России на новую систему комплектования.** 2004.

№ 74Р Колл. авт. **Перспективы реформирования аграрной политики России.** 2004.

№ 73Р Колл. авт. **Экономико-правовые факторы и ограничения в становлении моделей корпоративного управления.** 2004.

№ 72Р Дежина И.Г., Салтыков Б.Г. **Механизмы стимулирования коммерциализации исследований и разработок.** 2004.

№ 71Р Колл. авт. **Проблемы интеграции России в единое европейское пространство.** 2003.

№ 70Р Колл. авт. **Факторы экономического роста российской экономики.** 2003.

№ 69Р Колл. авт. **Финансовые рынки в переходной экономике: некоторые проблемы развития.** 2003.

№ 68Р Колл. авт. **Импортированные институты в странах с переходной экономикой: эффективность и издержки.** 2003.

№ 67Р Колл. авт. **Налоговая реформа в России: проблемы и решения (в 2-х томах).** 2003.

№ 66Р Колл. авт. **Совершенствование системы закупки товаров, работ и услуг для государственных нужд.** 2003.

№ 65Р Колл. авт. **Инвестиционное поведение российских предприятий.** 2003.

№ 64Р В. Носко, А. Бузаев, П. Кадочников, С. Пономаренко. **Анализ прогнозных свойств структурных моделей и моделей с включением результатов опросов предприятий.** 2003.

№ 63Р Колл. авт. **Рынок покупательных ресурсов в российском сельском хозяйстве.** 2003.

№ 62Р П. Кадочников, С. Синельников-Мурылев, С. Четвериков. **Импортозамещение в Российской Федерации в 1998–2002 гг.** 2003.

№ 61Р Денисенко М.Б., Хараева О.А., Чудиновских О.С. **Иммиграционная политика в Российской Федерации и странах Запада.** 2003.

№ 60Р Колл. авт. **Финансовые аспекты реформирования отраслей социальной сферы.** 2003.

№ 59Р Колл. авт. **Пенсионная реформа: социальные и экономические аспекты.** 2003.

№ 58Р Колл. авт. **Сравнительный анализ денежно-кредитной политики в переходных экономиках.** 2003.

№ 57Р Цухло С.В. **Конкуренция в российской промышленности (1995–2002 гг.).** 2003.

№ 56Р Дежина И.Г. **Проблемы прав на интеллектуальную собственность.** 2003.

№ 55Р Радыгин А.Д., Энтов Р.М., Межераупс И.В. **Особенности формирования национальной модели корпоративного управления.** 2003.

№ 54Р Колл. авт. **Анализ бюджетной задолженности в Российской Федерации. Способы погашения и методы профилактики ее возникновения.** 2003.

№ 53Р А.Г. Вишнеvский, Е.М. Андреев, А.И. Трейвиш. **Перспективы развития России: роль демографического фактора.** 2003.

№ 52Р С. Синельников-Мурылев, С. Баткибеков, П. Кадочников, Д. Некипелов. **Оценка результатов реформы подоходного налога в Российской Федерации.** 2003.

№ 51Р П. Казначеев. **Прагматизм и либеральное мировоззрение.** 2002.

№ 50Р Колл. авт. **Налоговая реформа в России: анализ первых результатов и перспективы развития.** 2002.

№ 49Р П. Кадочников. **Внешние факторы денежно-кредитной политики РФ.** 2002.

№ 48Р Колл. авт. **Дерегулирование российской экономики: механизм воспроизводства избыточного регулирования и институциональная поддержка конкуренции на товарных рынках.** 2002.

№ 47Р Колл. авт. **Проблемы агропродовольственного сектора.** 2002.

№ 46Р Р.М. Энтов, В.П. Носко, А.Д. Юдин, П.А. Кадочников, С.С. Пономаренко. **Проблемы прогнозирования некоторых макроэкономических показателей.** 2002.

№ 45Р С. Дробышевский, А. Козловская. **Внутренние аспекты денежно-кредитной политики России.** 2002.

№ 44Р С.Н. Смирнов, Н.И. Исаев, А.А. Гудков, Л.Д. Попович, С.В. Шишкин. **Социальное обеспечение экономических реформ.** 2002.

№ 43Р А. Радыгин, Р. Энтов, Н. Шмелева. **Проблемы слияний и поглощений в корпоративном секторе.** 2002.

№ 42Р В.А. Бессонов, С.В. Цухло. **Анализ динамики российской переходной экономики.** 2002.

№ 41Р А. Радыгин, Р. Энтов, И. Межеряупс. **Проблемы правоприменения (инфорсmenta) в сфере защиты прав акционеров.** 2002.

№ 40Р **Экономический рост: после коммунизма** (Материалы международной конференции). 2002.

№ 39Р Э. Ватолкин, Е. Любошиц, Е. Хрусталева, В. Цымбал. **Реформа системы комплектования военной организации России рядовым и младшим командным составом**. Под редакцией Е. Гайдара и В. Цымбала, 2002.

№ 38Р **Инвестиционная привлекательность регионов: причины различий и экономическая политика государства**. Сборник статей под редакцией В.А. Мау, О.В. Кузнецовой, 2002.

№ 37Р Н. Карлова, И. Кобута, М. Прокопьев, Е. Серова, И. Храмова, О. Шик. **Агропродовольственная политика и международная торговля: российский аспект**. 2001.

№ 36Р А.Д. Радыгин, Р.М. Энтов. **Корпоративное управление и защита прав собственности: эмпирический анализ и актуальные направления реформ**. 2001.

№ 35Р Ю.Н. Бобылев. **Реформирование налогообложения минерально-сырьевого сектора**. 2001.

№ 34Р **Эконометрический анализ динамических рядов основных макроэкономических показателей**. 2001.

№ 33Р С. Цухло. **Анализ факторов, определяющих реальное финансово-экономическое состояние российских промышленных предприятий**. 2001.

№ 32Р С. Жаворонков, В. Мау, Д. Черный, К. Яновский. **Дерегулирование российской экономики**. 2001.

№ 31Р **Проблемы становления новой институциональной структуры в переходных странах**. Сборник статей, 2001.

№ 30Р В.А. Бессонов. **Трансформационный спад и структурные изменения в российском промышленном производстве**. 2001.

№ 29Р Е.Г. Потапчик, С.К. Салахутдинова, С.В. Шишкин. **Бюджетное финансирование федеральных учреждений здравоохранения**. 2001.

№ 28Р **Некоторые проблемы денежно-кредитной политики в переходной экономике**. Сборник статей, 2001.

№ 27Р С. Дробышевский, А. Золотарева, П. Кадочников, С. Синельников. **Перспективы создания стабилизационного фонда в РФ.** 2001.

№ 26Р **Посткоммунистическая Россия в контексте мирового социально-экономического развития. Материалы международной конференции.** 2001.

№ 25Р С. Шишкин. **Реформа финансирования российского здравоохранения.** 2000.

№ 24Р **Совершенствование межбюджетных отношений в России.** 2000.

№ 23Р М. Матовников. **Функционирование банковской системы России в условиях макроэкономической нестабильности.** 2000.

№ 22Р Эндрю Добсон. **Долг и инвестиции для субъектов Российской Федерации.** 2000.

№ 21Р Л. Михайлов, Л. Сычева, Е. Тимофеев. **Банковский кризис 1998 года в России и его последствия.** 2000.

№ 20Р **Некоторые актуальные вопросы аграрной политики в России.** 2000.

№ 19Р **Проблемы налоговой системы России: теория, опыт, реформа (в 2-х томах).** 2000.

№ 18Р Материалы научной конференции «**Финансовый кризис: причины и последствия**». 2000.

№ 17Р С. Дробышевский. **Анализ рынка ГКО на основе изучения временной структуры процентных ставок.** 1999.

№ 16Р **Государственное регулирование экономики: опыт пяти стран.** 1999.

№ 15Р **Некоторые политэкономические проблемы современной России.** 1999.

№ 14Р С. Дробышевский. **Обзор современной теории временной структуры процентных ставок. Основные гипотезы и модели.** 1999.

№ 13Р **Е. Гайдар. Наследие социалистической экономики: макро- и микроэкономические последствия мягких бюджетных ограничений.** 1999.

№ 12Р **А. Радыгин, Р. Энтов. Институциональные проблемы развития корпоративного сектора: собственность, контроль, рынков ценных бумаг.** 1999.

№ 11Р **Реформирование некоторых отраслей социальной сферы России.** 1999.

№ 10Р **Коммунистическое правительство в посткоммунистической России: первые итоги и возможные перспективы.** 1999.

№ 9-1Р **В. Мау. Экономика и право. Конституционные проблемы экономической реформы посткоммунистической России.** 1998.

№ 9Р **Средний класс в России.** Сборник докладов, 1998.

№ 8Р **Политические проблемы экономических реформ: сравнительный анализ.** Сборник докладов, 1998.

№ 7Р **С.Г. Синельников-Мурылев, А.Б. Золотарева. Роль Правительства и Парламента в проводимой бюджетной политике в постсоветской России.** 1998.

№ 6Р **Финансово-экономические проблемы военного строительства и пути их решения** (Материалы научно-практической конференции). 1998.

№ 5Р **А.П. Вавилов, Г.Ю. Трофимов. Стабилизация и управление государственным долгом России.** 1997.

№ 4Р **Либерализация и стабилизация – пять лет спустя.** Сборник докладов, 1997.

№ 3Р **Пять лет реформ.** Сборник статей, 1997.

№ 2Р **Посткоммунистическая трансформация: опыт пяти лет.** Сборник докладов, 1996.

№ 1Р **В. Мау, С. Синельников-Мурылев, Г. Трофимов. Макроэкономическая стабилизация, тенденции и альтернативы экономической политики России.** 1996.

**Дробышевский Сергей Михайлович,  
Трунин Павел Вячеславович**

**Взаимодействие потоков капитала  
и основных макроэкономических показателей  
в Российской Федерации**

*Редакторы: Н.Главацкая, С.Серьянова  
Корректор: Н. Андрианова  
Компьютерный дизайн: В.Юдичев*

Подписано в печать 10.02.2006  
Тираж 300 экз.

125993, Москва, Газетный пер., 5

Тел. (095) 629–6736,  
Fax (095) 203–8816  
E-MAIL – info@iet.ru,  
WEB Site – <http://www.iet.ru>

**© Институт экономики переходного периода, 2006**