

© 2021

Ирина Квашнина

кандидат экономических наук, ведущий научный сотрудник

Института экономики Российской академии наук (г. Москва, Россия)

(e-mail: irina.kvashnina@gmail.com)

МИРОВЫЕ ПОТОКИ КАПИТАЛА В УСЛОВИЯХ ГЛОБАЛЬНОЙ НЕСТАБИЛЬНОСТИ

В статье исследуются изменения в трансграничных потоках капитала, которые происходили в последние годы в мире, в том числе в результате экономического кризиса, вызванного пандемией COVID-19. Отмечаются негативные тенденции в движении прямых иностранных инвестиций и анализируются перспективы их роста. Рассматривая меры экономической политики в отношении инвестиций, автор приходит к выводу о неизбежном усилении роли государства и международных институтов.

Ключевые слова: движение капитала, протекционизм, глобальные цепочки стоимости.

DOI: 10.31857/S020736760017259-3

За последнее десятилетие глобальные потоки капитала претерпели значительные изменения. Они происходили под воздействием финансово-экономического кризиса 2008–2009 гг., продолжающейся в мире экономико-технологической трансформации, а также кризиса мировой экономики, вызванного пандемией COVID-19.

Изменение условий в мировой экономике и трансграничные инвестиции. К середине первого десятилетия нового века на мировом рынке капитала сложились благоприятные условия – динамичное развитие мировой экономики, низкие процентные ставки и низкая премия за риск. Период 2003–2007 гг. характеризовался наиболее значительными в абсолютном и относительном выражении трансграничными потоками капитала. Их объем достиг максимума в 2007 г. и приблизился к 22% от мирового ВВП. Глобальный экономический и финансовый кризис вызвал резкое падение всех видов потоков капитала – почти в 4 раза. Их восстановление начиная с 2010 г. происходило на другом количественном и качественном уровне. Во-первых, прервалась тенденция устойчивого роста, характерная для периода 2000–2007 гг. Во-вторых, существенно снизился удельный вес трансграничных потоков в ВВП. Их диапазон сузился до коридора в 7–10%. В-третьих, изменилась структура перемещаемых инвестиций за счет кратного падения доли прочих инвестиций и увеличения роли прямых и портфельных инвестиций (Рис. 1).

К примеру, в США до глобального финансового кризиса основным каналом притока инвестиций были портфельные инвестиции, после него усилилась значимость прямых и прочих. Что касается оттока капитала из страны,

то он соответственно сместился с прочих на портфельные и прямые инвестиции. В зоне евро основным каналом как притока, так и оттока вместо прочих инвестиций стали прямые и портфельные инвестиции. В Великобритании, где прочие инвестиции играли до кризиса преобладающую роль в экспорте-импорте капитала, в 2011–2019 гг. неоднократно менялись направления потоков. Приток средств в страну сместился в пользу портфельных инвестиций, а отток по-прежнему происходил через прочие инвестиции. В Японии в 2000–2007 гг. основную роль в международном движении капитала играли портфельные инвестиции. В дальнейшем их относительная значимость снизилась, при этом возросла доля прямых инвестиций в исходящих потоках и прочих – в структуре поступающего в страну капитала. Более устойчивая структура потоков характерна для КНР, но и в его платежных балансах наблюдался существенный рост доли прямых инвестиций в активах и портфельных – в пассивах [1].

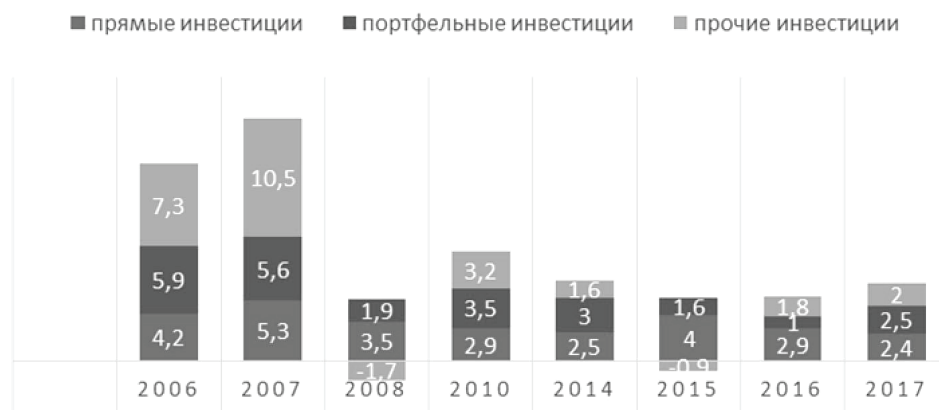


Рис. 1. Трансграничные потоки капитала, в % от ВВП

Источник: UNCTAD, World Investment Report 2018. Investment and New Industrial Policies. P. 11.

Как видно из таблицы 1, к мировому экономическому кризису 2020 г. ведущие страны, участвующие в международном движении капитала, подошли с минимальными значениями потоков капитала по отношению к ВВП (около 5%). Логично было бы предположить, что, как и в кризис 2007–2008 гг., на фоне падения ВВП и сокращения внешнеторгового оборота будет наблюдаться или дальнейшее снижение объемов перемещаемых средств или же их стагнация. Между тем анализ данных платежных балансов этих стран показывает, что по сравнению с 2019 г. совокупные трансграничные потоки капитала¹ выросли по итогам 2020 г. на 50% (табл. 1). Представляется, что причина кроется в особенностях протекающего кризиса.

¹ Рассчитываются как сумма основных статей финансового счета платежного баланса (активов и пассивов без учета знака) [2, С. 10–11].

Международные эксперты подчеркивают, что вызванный пандемией кризис не похож ни на какой другой. Скорость и синхронизированный характер сокращения экономической деятельности не имеют аналогов на памяти нынешних поколений. Но ситуация могла бы стать и хуже, если бы не принятие во всем мире чрезвычайных мер поддержки экономики, включающих в том числе беспрецедентную бюджетную поддержку в размере 16 трлн долл. США, экстренное финансирование и превентивное кредитование по линии МВФ [3, 4]. В условиях локдауна государственные органы вынуждены были позаботиться о том, чтобы люди могли удовлетворить свои насущные потребности, а предприятия смогли бы возобновить работу по окончании острой фазы. Для решения задач по сохранению экономических связей между работниками и компаниями, кредиторами и заемщиками большинство стран приняло специальные налогово-бюджетные, денежно-кредитные и финансовые меры. Все эти меры вместе с достаточно быстрым продвижением вакцинации позволили избежать финансового кризиса. Широкие по охвату механизмы поддержки ликвидности с целью уменьшения системного стресса в финансовой системе не могли не сказаться и на трансграничном движении капитала.

Увеличение объемов перемещаемого капитала сопровождалось изменением в его структуре. Основными драйверами прироста стали прочие инвестиции: их доля вновь увеличилась с 33–34% (2018–2019 гг.) до 47% в 2020 г. Доля портфельных инвестиций упала по сравнению с предыдущим годом, хотя в абсолютных цифрах прослеживался рост. Что же касается прямых инвестиций, то они сокращались как абсолютно, так и относительно совокупных трансграничных потоков капитала – с 33% в 2018 г. до 25% в 2019 г. и 16% в 2020 г. (табл. 1). Таким образом, если прямые иностранные инвестиции отчасти столкнулись с ограничениями на физическое перемещение товаров, услуг и рабочей силы, то финансовые потоки не были ими затронуты. Более того активные меры государств по поддержке населения и бизнеса привели к увеличению долговых обязательств, а рост стоимости активов в условиях нулевых ставок по доллару и евро способствовал притоку капитала на фондовый рынок.

Так, в США вновь главным каналом притока капитала стали портфельные инвестиции, а также выросло значение прочих иностранных инвестиций. В зоне евро отток капитала происходил преимущественно по линии портфельных, а приток – прочих инвестиций. Что касается Великобритании, то основное движение происходило также по линии прочих инвестиций, где пассивы и активы уравнивали друг друга. В Японии, в отличие от других стран и регионов, потоки прямых и портфельных инвестиций остались практически неизменными, но кратно увеличился ввоз и вывоз прочих инвестиций. Несколько иная картина наблюдалась в Китае, который также стал

активным участником движения капитала, а именно трехкратное увеличение прямых и прочих инвестиций (табл. 1).

Таблица 1

Трансграничные потоки капитала в ведущих мировых экономиках (млрд долл. США)

	2017	2018	2019	2020
США				
Прямые инвестиции	797	413	541	365
активы	405	-151	189	153
пассивы	392	262	352	212
Портфельные инвестиции	1360	638	226	1110
активы	569	335	46	350
пассивы	791	303	180	760
Прочие инвестиции	604	364	467	782
активы	215	170	201	251
пассивы	389	194	266	531
Совокупные трансграничные потоки капитала	2716	1415	1234	2257
Зона евро				
Прямые инвестиции	737	742	136	232
активы	393	-281	34	-105
пассивы	344	-461	102	127
Портфельные инвестиции	1062	239	1070	848
активы	733	237	494	793
пассивы	329	2	576	55
Прочие инвестиции	449	600	371	813
активы	173	232	281	295
пассивы	276	368	-90	518
Совокупные трансграничные потоки капитала	2248	1581	1577	1893
Соединенное королевство				
Прямые инвестиции	297	137	50	53
активы	172	56	-48	-35
пассивы	125	81	2	18
Портфельные инвестиции	312	360	224	165
активы	91	-180	136	90
пассивы	221	180	88	75
Прочие инвестиции	574	237	469	1010
активы	274	236	-290	445

пассивы	300	1	-179	565
Совокупные трансграничные потоки капитала	1183	734	743	1228
Япония				
Прямые инвестиции	193	185	299	237
активы	174	160	259	171
пассивы	19	25	40	66
Портфельные инвестиции	257	283	283	284
активы	104	188	185	159
пассивы	153	95	98	125
Прочие инвестиции	8	366	106	327
активы	7	148	-9	156
пассивы	-1	218	97	171
Совокупные трансграничные потоки капитала	458	834	688	848
Китай и Гонконг				
Прямые инвестиции	228	172	96	193
активы	102	75	38	88
пассивы	126	97	58	105
Портфельные инвестиции	48	115	29	56
активы	7	97	28	34
пассивы	41	18	1	-22
Прочие инвестиции	344	177	46	152
активы	193	73	-11	56
пассивы	149	104	-35	96
Совокупные трансграничные потоки капитала	620	464	171	401
Совокупные трансграничные инвестиции (Всего)	7725	5028	4413	6627
Прямые	2252	1649	1122	1080
Портфельные	3039	1635	1832	2463
Прочие	1979	1744	1459	3084
ВВП	80 834	85 893	87 345	84 538
Темпы роста ВВП (%)	3,8	3,6	2,8	-3,3
Совокупные трансграничные потоки капитала/ВВП (%)	9,6	5,9	5	7,8

Источник: IMF. world economic outlook: managing divergent recoveries. April 2021. P. 128; Статистика МВФ. URL: <https://data.imf.org/?sk=7A51304B-6426-40C0-83DD-CA473CA1-FD52&sId=1542635306163>

Прогнозы восстановления мировой экономики в 2021–2022 гг. сопряжены с высокой степенью неопределенности в связи с возможным затяжным течением пандемии и появлением различных штаммов, на которые не действуют вакцины. По оценкам МВФ, в отличие от кризиса 2008 г., более серьезный ущерб понесут страны с формирующимся рынком и страны с низким доходом [3]. В условиях многоскоростной динамики восстановления экономики могут возникать риски, особенно для стран с менее развитыми финансовыми рынками и высоким уровнем долга в иностранной валюте. Преобладание в трансграничном движении капитала волатильных международных потоков может создать или усилить эти шоки.

Снижение потоков прямых инвестиций – как новая реальность. Считается, что наиболее устойчивым компонентом платежного баланса являются прямые иностранные инвестиции (ПИИ). Между тем на протяжении последнего десятилетия на фоне относительно стабильного роста мировой экономики наблюдаются значительные колебания в потоках ПИИ, а в 2017–2019 гг. имело место их сокращение в абсолютном выражении. Результаты проведенных исследований позволяют сделать предположение, что сложившаяся модель трансграничного движения прямых инвестиций переживает определенные изменения [5. С. 129–133]. Эти изменения связаны как с происходящей в мире экономико-технологической трансформацией (увеличение роли нематериальных активов, распространение цифровых платформ, масштабная роботизация и др.), так и с усилением ограничительных практик в отношении прямых иностранных инвестиций и реализацией развитыми странами стратегии рещоринга (возвращения выведенного ранее за рубеж производства) [6. С. 54].

В сложившихся условиях в 2020–2021 гг. международные эксперты прогнозировали фактическую стагнацию валовых потоков прямых инвестиций [7. Р. 7]. Однако пандемия COVID-19 и запущенный ею экономический спад вызвали обвал мировых ПИИ. Их сокращение оказалось более сильным, чем падение ВВП и мировой торговли. Более того, оно на 20% оказалось глубже, чем в кризисном 2009 г. По сравнению с 2019 г. ПИИ сократились на 35%, составив примерно 1 млрд долл. [8. Р. 2]. Неожиданные и практически одновременные карантинные меры привели к физическому закрытию бизнеса, промышленности и строительства, что самым непосредственным образом отразилось на осуществлении уже запущенных инвестиционных проектов. При сохранении некоторых фиксированных текущих инвестиционных расходов, большая часть других капитальных затрат была приостановлена.

Вызванные пандемией COVID-19 шоки с точки зрения их воздействия на прямые иностранные инвестиции распределились крайне неравномерно по странам и регионам. Еще до кризиса заметный вклад в снижение глобальных инвестиций вносили страны с развитой экономикой (Рис. 2). В 2020 г. в этой группе стран, а также в государствах с переходной экономикой ПИИ обвалились на 58%,

в то время как ПИИ в развивающихся странах сократились на скромные 8% [8. Р. 2]. В результате впервые развивающиеся страны стали главными импортерами прямых иностранных инвестиций, аккумулировав $\frac{2}{3}$ от их общего годового потока. Годами ранее их доля не превышала половины от совокупного объема ПИИ (Рис. 3).

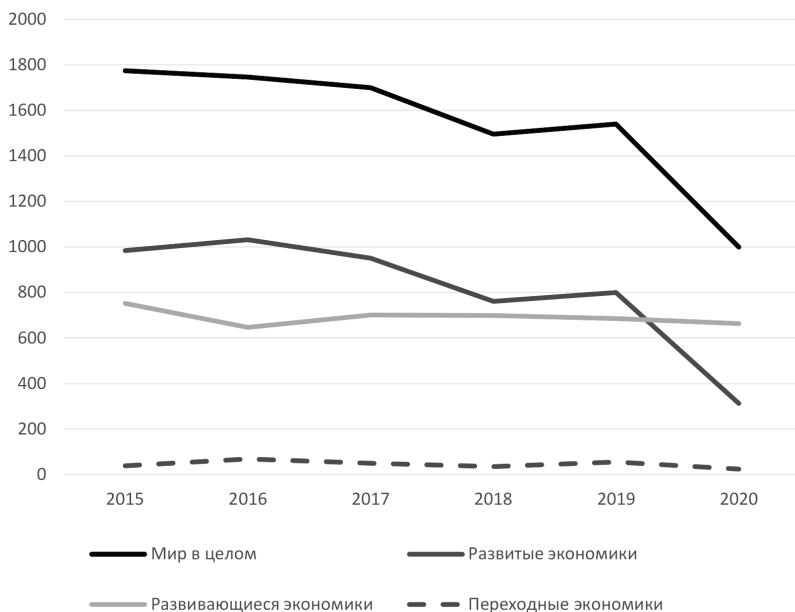


Рис. 2. Динамика прямых иностранных инвестиций, 2015–2020 (млрд долл. США)
 Источник: UNCTAD, FDI/MNE database (www.unctad.org/fditstistics).

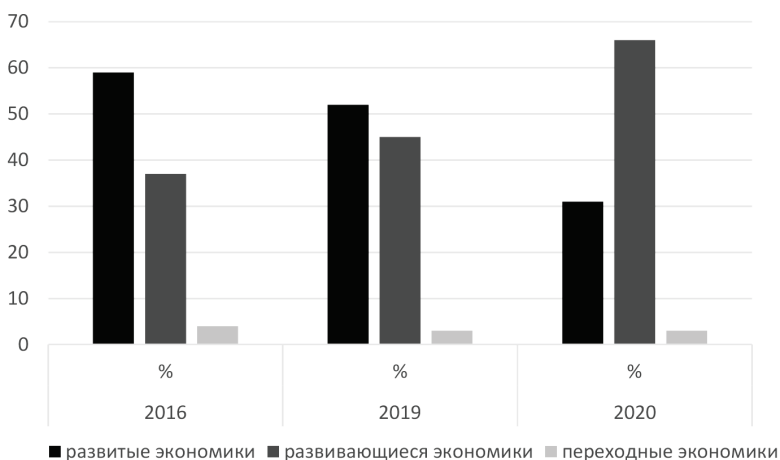


Рис. 3. Распределение прямых иностранных инвестиций
 Источник: UNCTAD, FDI/MNE database (www.unctad.org/fditstistics).

В значительной степени указанные изменения были обусловлены сильными колебаниями потоков капитала в небольшом количестве стран, являющихся ключевыми игроками для транзитных сделок (conduit flows). Так, при общем снижении мировых ПИИ на 500 млрд долл., треть от этой величины пришлась на Нидерланды. Причина – ликвидация нескольких холдинговых компаний, изменения в корпоративной конфигурации и внутрифирменных потоках. С другой стороны, всплеск притока капитала в Азию был вызван увеличением финансовых транзакций в Гонконг со стороны китайских многонациональных корпораций. По оценкам ЮНКТАД, если исключить транзитные потоки, разовые транзакции и внутрифирменные сделки, общее снижение прямых иностранных инвестиций за 2020 г. будет существенно ниже и составит не 35%, а около 25% [8. Р. 3].

На фоне двукратного падения прямых иностранных инвестиций стоимостной объем сделок по трансграничному слиянию и поглощению (cross-border M&As) упал всего на 6%, а в развивающихся и переходных экономиках он даже увеличился. Основной удар кризиса пришелся на международное проектное финансирование (international project finance) и на инвестиции с нуля (greenfield projects). Наибольшее снижение по этим типам инвестиций произошло в развивающихся экономиках и странах с переходной экономикой (см. таблицу 2). И если в отношении сделок по трансграничному слиянию и поглощению и международному проектному финансированию в конце 2020 – начале 2021 гг. наблюдалось некоторое восстановление (в основном за счет развитых стран), то инвестиции с нуля продолжили негативный тренд. Между тем именно этот тип инвестиций является критичным для достижения целей в области устойчивого развития, которые были приняты на Генеральной Ассамблее ООН на период с 2015 по 2030 гг. В отраслевом разрезе наибольшее падение инвестиций всех типов наблюдалось в первичном секторе (в том числе и на фоне падения цен на сырье), а наименьшее – в сфере услуг.

Вопреки прогнозам, сделанным в середине 2020 г., и, несмотря на снижение прибыли компаний, такой компонент прямых иностранных инвестиций, как реинвестированные доходы в зарубежные активы, остался достаточно стабильным, его снижение составило в целом 7% [8. Р. 3; 9. Р. 2]. Что касается внутрифирменных займов, то они предсказуемо ушли в отрицательную зону, так как материнские компании изымали средства из своих зарубежных филиалов, укрепляя собственные балансы. На фоне сворачивания сделок по трансграничному слиянию и поглощению, международному проектному финансированию и инвестиционных проектов с нуля более чем в 2 раза упали инвестиции, связанные с участием в капитале.

Таблица 2

Типы прямых иностранных инвестиций по группам стран

Типы прямых иностранных инвестиций	2019 млрд долл.	2020 млрд долл.	Темпы роста, %
Трансграничные слияния и поглощения:	507	475	-6
- развитые экономики	424	379	-11
- развивающиеся экономики	82	84	2
- переходные экономики	1	12	716
Инвестиционные проекты с нуля:	846	564	-33
- развитые экономики	346	289	-16
- развивающиеся экономики	454	255	-44
- переходные экономики	46	20	-58
Международное проектное финансирование:	634	367	-42
- развитые экономики	243	175	-28
- развивающиеся экономики	365	170	-53
- переходные экономики	26	21	--18

Источник: World Investment Report 2021 // UNCTAD, New York and Geneva. 2021. P. 3, 9–11.

Восстановление потоков прямых иностранных инвестиций до предкризисного уровня в 1,5 трлн долл. ожидается международными экспертами (по оптимистическим оценкам) к концу 2022 г. В текущем году их прирост может составить от 10 до 15 процентных пунктов. Наилучшие перспективы роста ПИИ у развитых экономик Европы и Северной Америки, но все равно им не удастся восстановить и половины потерянного объема капиталовложений. В Восточной Азии, ставшей единственным регионом устойчивым к падению ПИИ, продолжится увеличение их притока на 5–10% [8. P. 8]. Перспективы роста притока капитала в страны с переходной экономикой будут в значительной степени зависеть от изменения цен на сырьевые товары вследствие увеличения спроса на них, а также уменьшения геополитической напряженности.

Прошлые кризисы показывают, что прямые иностранные инвестиции в развивающихся регионах реагируют иначе, чем в развитых. В первом случае не столь сильное их падение связано с меньшей долей финансовой составляющей в инвестициях. В то же время наблюдаемое сворачивание greenfield projects в развивающихся и переходных экономиках может иметь негативные последствия, а возврат к здоровому росту займет больше времени.

На период кризиса и, вероятно, на более длительный срок существенно изменится экономический ландшафт, прежде всего – за счет усиления роли государства в экономике. В острой фазе правительства и центральные банки

вынуждены были проводить намного более активную денежно-кредитную и налогово-бюджетную политику (количественное смягчение, программы предоставления ликвидности и поддержки доходов населения, рефинансирование и гарантии по кредитам, освобождение от налогов, валютные свопы и валютный контроль в отдельных странах и др.).

В регуляторном плане параллельно с временными внешнеторговыми ограничениями, введенными отдельными странами для предотвращения дефицита жизненно необходимых товаров, были предприняты меры по недопущению кризисных продаж национальных компаний. В целом, продолжилась политика по увеличению ограничительных или регулирующих мер в отношении иностранного капитала. Еще в 2019 г. по соображениям национальной безопасности по меньшей мере 11 крупных слияний и поглощений были отменены или же приостановлено. Лидером по числу аннулированных сделок стали США, а отказы, как правило, получали компании из КНР [7. Р. xi]. В свою очередь, в начале 2019 г. Совет Европейского Союза утвердил новый регламент для проверки прямых иностранных инвестиций из третьих стран, поступающих в ЕС (2019/452/EU). Новые правила обязывают государства-члены сотрудничать друг с другом и с Европейской комиссией, а именно – предоставлять информацию об иностранном инвесторе и его бенефициаре, учитывать мнение других государств-членов и Европейской комиссии о потенциальном воздействии ПИИ на безопасность.

Реакцией на пандемию стало увеличение числа мер, связанных с ограничением или регулированием иностранных инвестиций с целью защиты чувствительных (с точки зрения национальной безопасности) активов. Доля мероприятий протекционистского характера увеличилась в 2020 г. до 41% против 24% в 2019 г. и 28% в кризисном 2009 г. На этом фоне существенно снизилась роль мероприятий, направленных на либерализацию и стимулирование притока иностранного капитала. И хотя, как и прежде, абсолютное большинство защитных мер было принято развитыми странами, некоторые развивающиеся государства и страны с переходной экономикой также сделали шаги в этом направлении. Вновь по регуляторным или политическим причинам были остановлены сделки по трансграничному слиянию и поглощению и, как и в 2019 г., число новых заключенных инвестиционных соглашений не превысило количество расторгнутых.

Одновременно с ограничительными мерами многие страны предприняли шаги по стимулированию притока капитала, национального и зарубежного, в сектор здравоохранения. Планы по восстановлению экономик предусматривают привлечение всех видов инвестиций в инфраструктурные отрасли, а также растущие сектора – такие, как цифровая экономика, возобновляемая энергетика. Такая политика коррелируется с выполнением целей по устойчивому развитию экономики. Она также предполагает рост государственных расходов, которые должны

будут оказывать положительный мультипликационный эффект на частные инвестиции, в том числе и иностранные. Возрастает роль международных финансовых фондов, в том числе для осуществления проектного финансирования.

Что касается компаний, особенно крупных МНК, то в новых условиях они вынуждены выстраивать более упругие и диверсифицированные цепочки добавленной стоимости с безопасным доступом к критически важным продуктам и услугам. Такая политика приводит к усилению национализации и регионализации производства жизненно необходимых товаров, ускоряет наметившиеся ранее тенденции к ослаблению глобальных цепочек стоимости, уменьшению числа их звеньев и будет иметь долгосрочные последствия для трансграничного движения капитала. Далеко идущее влияние на инвестиционное поведение крупных МНК, очевидно, окажет и международная реформа налогообложения, одобренная 130 странами [10]. После 2023 г. они будут платить налог на прибыль не только в стране юридической регистрации, но и там, где они фактически осуществляют свою деятельность. Минимальный размер такого налога составит 15%, что сильно снижает привлекательность офшорных и низконалоговых юрисдикций.

Трансграничные потоки капитала в последнем десятилетии испытывают на себе различные и асимметричные шоки. Задача государства, международного сообщества и компаний — добиться восстановления экономического развития таким образом, чтобы оно было одновременно и более устойчивым, и менее чувствительным к будущим шокам.

Литература

1. Международный валютный фонд. URL: <https://data.imf.org/?sk=7A51304B-6426-40C0-83DD-CA473CA1FD52&slid=1542635306163>
2. Головин М.Ю. Новые тенденции трансграничных потоков капитала в России за последнее десятилетие // Вестник ИЭ РАН. № 6. 2018. С. 9–23.
3. Гопинат Г. Преодоление неравномерного восстановления экономики. URL: <https://www.imf.org/ru/News/Articles/2021/04/06/Blog-WEO-Ch1-Global-Prospects-Policies>
4. Греори Р., Линь Х., Мюлейзен М. Кредитование МВФ в период пандемии и после ее окончания. URL: <https://www.imf.org/ru/News/Articles/2020/09/18/blog-imf-lending-during-the-pandemic-and-beyond>
5. Квашина И. Новые тенденции в глобальных потоках прямых инвестиций // Вестник ИЭ РАН. № 4. 2019. С. 125–133.
6. Кондратьев В. Решоринг как форма реиндустриализации // Мировая экономика и международные отношения. Т. 61. № 9. 2017. С. 54–65.
7. World Investment Report 2020 // UNCTAD, New York and Geneva. 2020. 247 p.
8. World Investment Report 2021 // UNCTAD, New York and Geneva. 2021. 280 p.
9. Investment Trends Monitor. UNCTAD. Impact of the Coronavirus outbreak on global FDI. URL: [https://unctad.org/en/pages/publications/Global-Investment-Trends-Monitor-\(Series\).aspx](https://unctad.org/en/pages/publications/Global-Investment-Trends-Monitor-(Series).aspx)
10. Страны G20 поддержали введение минимального налога для корпораций. URL: <https://www.rbc.ru/economics/10/07/2021/60e9cc339a7947520618c233>

Irina Kvashnina (e-mail: irina.kvashnina@gmail.com)

Ph.D. in Economics, Leading Scientific Associate,
Institute of Economics (RAS) (Moscow, Russia)

WORLD CAPITAL FLOWS UNDER GLOBAL INSTABILITY

The article examines the changes in the cross-border capital flows that have taken place in recent years, including those caused by COVID-19 pandemic and economic crisis. Negative trends in the movement of foreign direct investment are noted and the prospects for their growth are analyzed. Considering the measures of economic policy in relation to investment, the author comes to the conclusion that the role of the state will inevitably strengthen, as well as that of international institutions.

Keywords: capital movement, direct investment, protectionism, GVCs.

DOI: [10.31857/S020736760017259-3](https://doi.org/10.31857/S020736760017259-3)