

DOI: 10.12731/2218-7405-2013-6-8

УДК 33

**ЭМПИРИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ ВЛИЯНИЯ КАПИТАЛЬНОГО СЧЕТА  
НА БАЛАНСЫ БАНКОВСКОЙ СИСТЕМЫ И  
КОРПОРАТИВНОГО СЕКТОРА  
(СТРЕСС-ТЕСТ РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКИ  
НА ВНЕШНИЙ ШОК)**

Поляков Е.Н.

Настоящая статья объясняет, в какой степени валютные перекосы в банковском и финансовом секторе определяют уязвимость российской экономики на возможный внешний шок. В статье объясняется, как курсовая политика Центрального Банка зависит от валютных перекосов и в какой степени валютные перекосы обусловили спад российской экономики во время финансового кризиса 2008 года. В статье объясняется динамика валютных перекосов в период с 2004 по 2012 годы. В статье моделируется зависимость между оттоком капитала и внешним долгом частного сектора. В статье реализован стресс-тест российской экономики на внешний шок, по сценарным условиям и магнитуде аналогичный внешнему шоку конца 2008 года. Стресс-тест учитывает динамику 2 стрессообразующих факторов: падения цен на нефть и падение курса рубля. В соответствии с результатами стресс-теста по состоянию на конец 2012 года и банковский и нефинансовый секторы стали менее уязвимы для финансового шока. Вместе с тем, уровень авторы делают вывод о том, что уязвимость нефинансового сектора остается неприемлемо высокой. В статье даются предложения относительно снижения валютных перекосов корпоративного сектора.

**Ключевые слова:** стресс-тест, ключевые факторы, валютные риски, внешний долг, отток капитала.

**AN EMPIRICAL ANALYSIS OF RUSSIAN BANKING AND  
NON-FINANCIAL SECTORS' VULNERABILITY  
TO POSSIBLE EXTERNAL FINANCIAL SHOCK**

Polyakov E.N.

The article explains to what extent currency mismatch in banking and non-financial sectors determine vulnerability of Russian economy with respect to possible external shock. The authors explain how Central Bank of Russia exchange rate policy depends on currency mismatches and to what extent currency mismatches determined the slowdown of Russian economy during the financial crisis. The article shows the dynamics of currency mismatch from 2004 to 2012 year. The authors offer the model of the relationship between capital flight and external debt of private sector. The authors present the results of stress test of Russian economy. The stress test implies external shock similar to external shock of the end of 2008. According to stress test as of end of 2012 both banking and private sectors are less vulnerable to possible external shock. Meanwhile authors made a conclusion that vulnerability of a private sector remains unacceptably high. The authors recommend 2 ways how to decelerate the currency mismatch of a private sector.

**Keywords:** stress test, the key factors, foreign exchange risks, external debt, capital flight.

Механика любого финансового кризиса выглядит следующим образом. Отток капитала в результате паники на финансовых рынках является фундаментальной основой всех негативных последствий для реального сектора. Негативные тенденции передаются от финансового реальному сектору через 3 трансмиссионных механизма:

- 1) в результате оттока капитала падает валовое накопление и потребление;

- 2) в результате оттока капитала падает курс национальной валюты, что в силу наличия валютных перекосов (currency mismatch) приводит к ухудшению баланса как корпоративного, так и банковского сектора, что усложняет привлечение заемного финансирования;
- 3) отток капитала приводит к росту процентных ставок на межбанковском рынке, что в свою очередь влечет ужесточение условий кредитования реального сектора.

Предметом настоящей статьи является анализ второго из перечисленных трансмиссионных механизмов, а именно влияния динамики курса национальной валюты на баланс банковского и корпоративного секторов. Ухудшение баланса банковского и корпоративного секторов заключается в росте совокупного долга этих секторов в результате падения курса национальной валюты.

Напомню читателю, что РФ поставила рекорд по глубине падения ВВП во время кризиса 2008-2009 годов среди стран G-20, а среди всех стран мира оказалась на почетном шестом месте. ВВП РФ сократился с 4 квартала 2008 года по 3 квартал 2009 года на 8,3%. В своей статье «К вопросу о причинах финансового кризиса 2008-2010 годов...» автор подробно исследовал причины столь значительного сокращения ВВП. Вкратце история такова.

1. Основной причиной сокращения ВВП было внешнее долговое финансирование экономики. В 4 квартале 2008 года западные банки отказали отечественным заемщикам в рефинансировании внешнего долга и потребовали возврата ранее предоставленных кредитов в связи с невыполнением ковенант.

2. Ковенанты перестали выполняться в связи с тем, что на 70% упала капитализация фондового рынка в связи с бегством краткосрочного спекулятивного капитала. Еще одним результатом бегства спекулятивного капитала стало падение курса рубля на 40%. Экономике от этого была огромная польза. За счет импортозамещения ВВП в 2009 году вырос на 6,7%.

Т.е. проблемы не было бы никакой, если бы ЦБ смог рефинансировать внешний долг. Именно так поступил Китай, залив собственную экономику

деньгами, результатом чего стал скачок инфляции, но зато ВВП почти не пострадал из-за сокращения экспорта. Но ЦБ поступил ровно наоборот, сократив денежную массу (на 19,5% в период с октября 2008 года по февраль 2009 года). А поступил он так, чтобы не допустить еще большего падения рубля. Это была стратегическая ошибка ЦБ. Падение рубля действительно означало рост внешнего долга в рублевом эквиваленте, но решать эту проблему нужно было по-другому. Золотовалютных резервов ЦБ и фондов Правительства РФ было достаточно, чтобы полностью решить проблему внешнего долга. На пике кризиса внешний долг частного сектора составлял 700 млрд. USD., а ЗВР и фонды Правительства 774 млрд. USD. Но ЦБ и Правительство спасли только банковский сектор, а нефинансовый сектор, кроме особо приближенных компаний, был брошен на произвол судьбы.

Сокращение денежной массы почти на 20% стало серьезным ударом для частного сектора в самый пик кризиса. Процентные ставки по кредитам до года для нефинансового сектора подскочили с 10% в январе 2008 года до 17% в январе 2009 года. Соответственно рост объемов кредитования прекратился более чем на год, рефинансирование ранее выданных кредитов осуществлялось только на крайне жестких условиях (что количественно измерить невозможно). Как результат валовое накопление сократилось в 2009 году на 41% относительно 2008 года.

Возникает вопрос - что случится, если кризисный сценарий повторится. Ответу на этот вопрос посвящена настоящая статья.

Существует показатель, который характеризует степень уязвимости экономики перед штормом на рынках капитала – АЕСМ (aggregate effective currency mismatch). Этот показатель есть сальдо валютных активов и пассивов всех секторов экономики (частный сектор, банковский сектор, регулятор, Правительство). Это сальдо у РФ стабильно положительное. В начале 2008 года АЕСМ РФ составлял +250 млрд. USD. К концу 2008 года он еще вырос до 321

млрд. USD в результате досрочного погашения внешнего долга и бегства капитала из страны.

AECM был основным показателем, на который ориентировался аналитик UBS Д. Андерсон[3] когда в октябре 2008 года проанализировал все развивающиеся страны на предмет уязвимости к финансовому кризису и отнес РФ к числу наименее уязвимых стран среди стран центральной и восточной Европы. Он не предполагал, что таким запасом прочности какой был у РФ можно очень плохо распорядиться.

AECM обычно таргетируется регулятором. Но им пользоваться не очень удобно, потому что он включает валютные активы органов государственного регулирования и управления. Как показал кризис 2008-2009 годов, эти активы не позволяют ни удержать курс нац валюты, ни рефинансировать внешний долг частного сектора во время кризиса. Поэтому мы будем считать *currency mismatch* отдельно у банковского, отдельно у нефинансового сектора.

### **1. Расчет *currency mismatch* в банковском секторе.**

Валютные активы банковского сектора состоят из:

- кредитов, выданных резидентам и нерезидентам в иностранной валюте;
- валютных депозитов в зарубежных финансовых организациях и долговых бумаг иностранных корпораций;
- инвестиций в государственные облигации, выраженные в иностранной валюте;
- валютных депозитов банков в ЦБ РФ.

Валютные обязательства банковского сектора представлены:

- валютными депозитами, размещенными российскими и иностранными организациями в российских банках;
- наличной иностранной валютой, находящейся у банков;
- кредитами, взятыми российскими банками за рубежом;

■ обязательствами перед государственными органами, выраженными в иностранной валюте.

На рисунке 1 показана динамика currency mismatch в банковском секторе экономики в период с 2004 по 2012 годы.

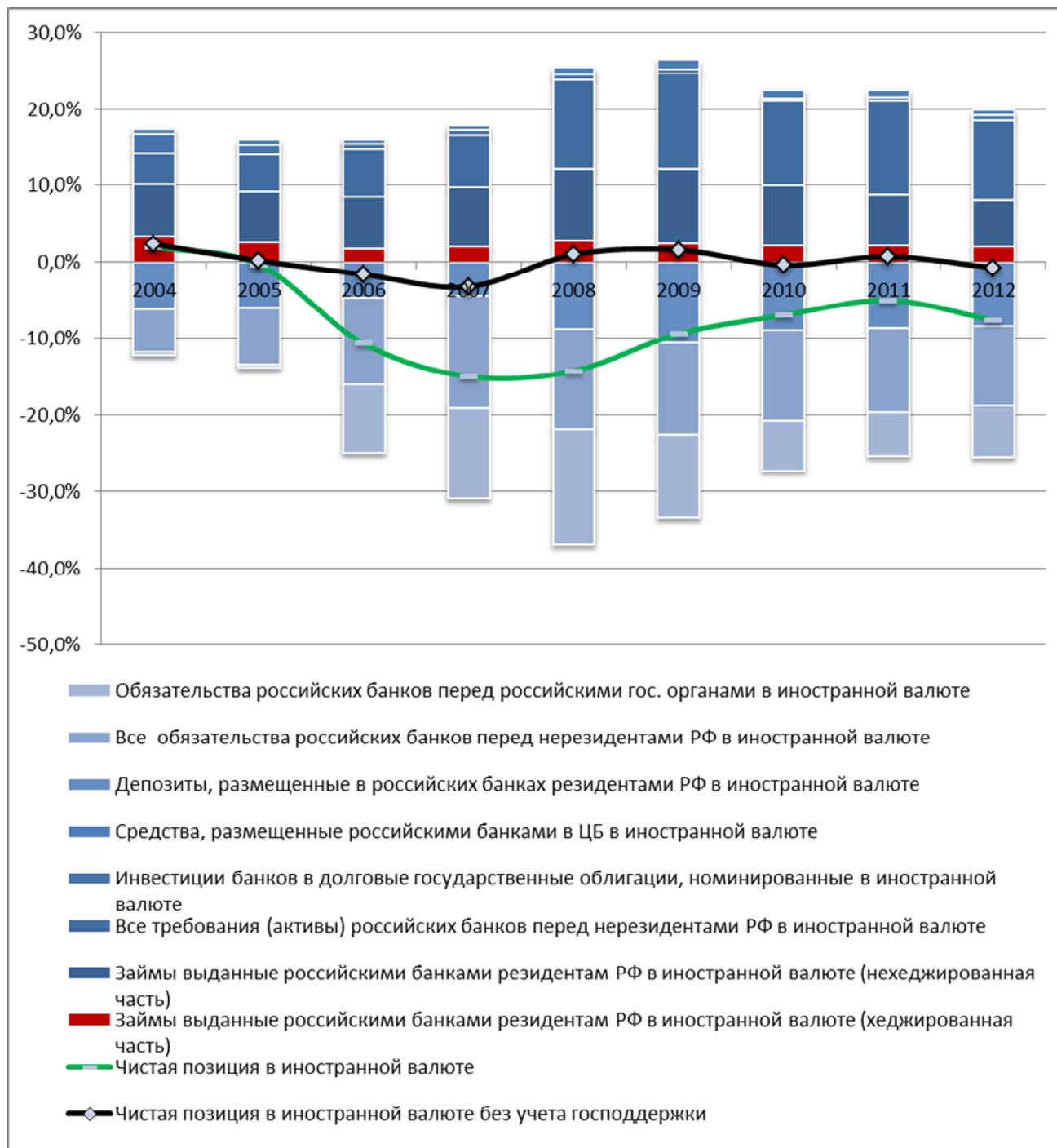


Рис. 1. Валютные перекосы в банковском секторе экономики в 2004 - 2012 гг, (% от ВВП)

Согласно нашему расчету *currency mismatch* в банковском секторе составляет на конец 2012 года минус 10,3% ВВП с учетом валютных обязательств перед монетарными властями (депозиты и кредиты ЦБ) и минус 0,8% ВВП без учета. На диаграмме видно, что банковский сектор находится в настоящее время в лучшем положении, нежели перед кризисом. Ситуацию можно назвать вполне спокойной. В случае повторения финансового шока ЦБ явно не будет топить банковскую систему, требуя погашения обязательств банковского сектора перед ним. Скорее наоборот, окажет дополнительную финансовую помощь.

Следует отметить, что в составе активов российского банковского сектора присутствуют валютные кредиты, выданные компаниям - экспортерам, которые нами были исключены из расчета величины валютных перекосов из-за отсутствия риска их непогашения (красный сегмент на диаграмме).

## **2. Расчет *currency mismatch* в корпоративном секторе.**

В корпоративном секторе валютные активы состоят из:

- валютных депозитов, размещенных российскими организациями в российских банках;
- наличной иностранной валюты, находящейся у корпораций и населения;
- займов, выданных в иностранной валюте и долговых ценных бумаг, номинированных в иностранной валюте.

Валютными обязательствами являются:

- кредиты и займы, привлеченные в иностранной валюте у российских банков и зарубежных организаций;
- портфельные инвестиции (миноритарные доли) в уставных капиталах российских компаний, выкупленные иностранными организациями (в основном путем размещения акций на иностранных биржах).

В состав валютных активов и обязательств входят и другие составляющие, например облигации российских корпораций, номинированные в иностранной

валюте или кредиторская задолженность в иностранной валюте, однако эти компоненты обязательств не являются существенными по сравнению с приведенными выше.

Таким образом, валютные обязательства корпораций частично пересекаются с валютными активами банков и, наоборот, в результате чего складывать эти величины с целью расчета их совокупной величины (например, валютные активы банков и валютные активы корпораций) нельзя, т.к. они включают «межсегментную» часть, которая должна быть исключена.

Некоторые валютные обязательства корпораций и, соответственно, валютные активы банков являются косвенно застрахованными и не влияют на валютные перекосы. Например, многие компании экспортеры (в основном, компании нефтегазового сектора) получают валютную выручку от экспортных операций, а соответственно могут всегда расплатиться по своим валютным обязательствам без какого-либо риска для кредитора в той части, которая покрыта доходами, поступающими в иностранной валюте.

Эту часть валютных обязательств корпораций целесообразно исключить при подсчете величины валютных перекосов, поскольку кредитные риски, связанные с невозможностью ее погашения вызванной падением курса рубля отсутствуют.

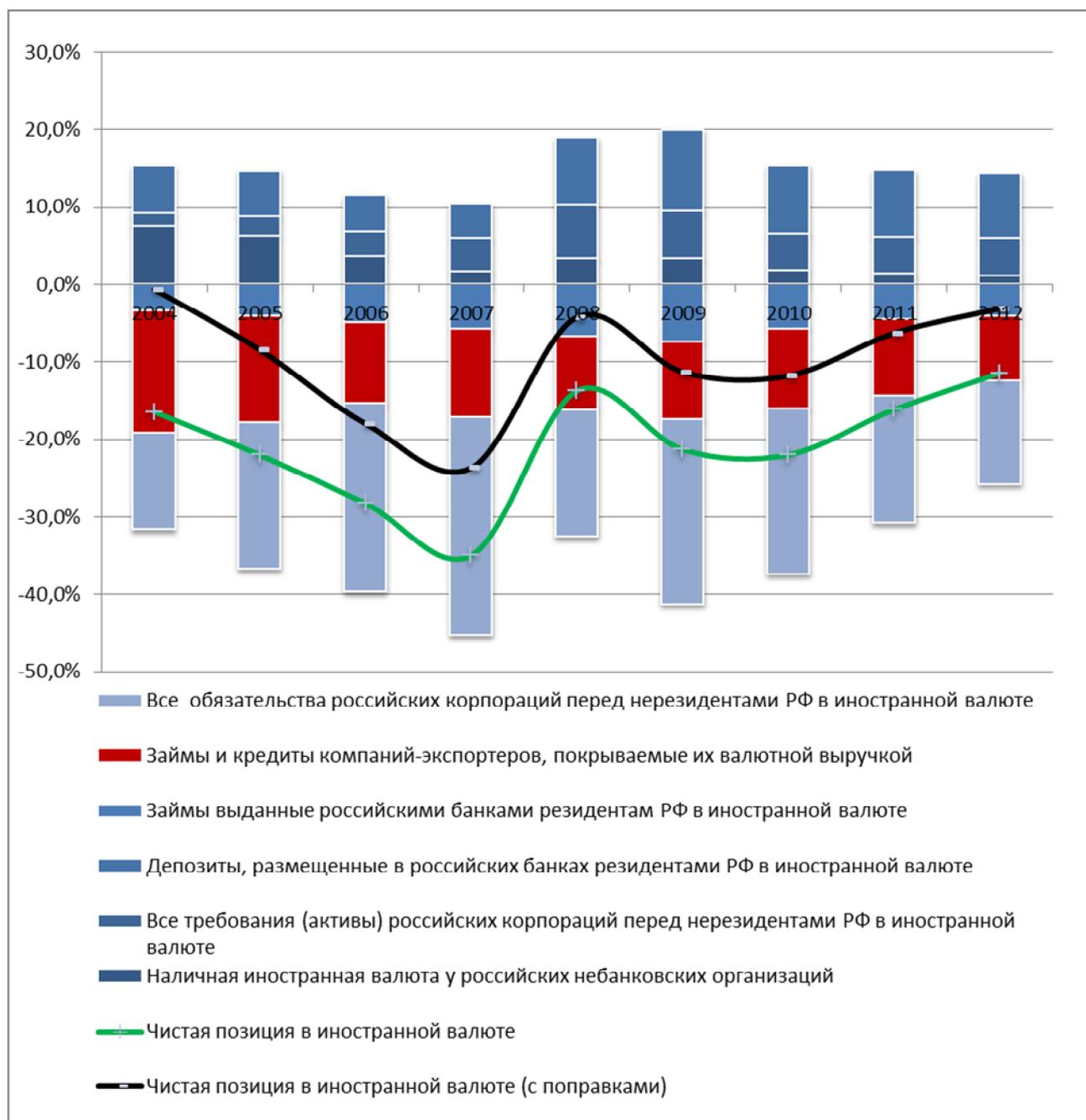
Совокупный объем обязательств компаний-экспортеров, покрываемый их доходами в иностранной валюте был посчитан на основе выборки из 5 крупнейших нефтегазовых корпораций покрывающих 60% объема общего российского экспорта для периода с 2004 по 2009 годов. Для подсчета аналогичной величины обязательств в 2010 – 2011 годах была составлена выборка из 13 крупнейших по выручке компаний экспортеров, входящих в список Forbes 2012[2]. Экспортная выручка выбранных корпораций составляет 73% российского экспорта для периода 2010 – 2012 гг. В состав выборки за 2004 – 2009 годы вошли Газпром, Роснефть, Лукойл, ТНК-ВР и Татнефть. В 2010 – 2012 году

к ним были добавлены Metalloinvest, НОВАТЭК, Транснефть, Норильский Никель, Русал, НЛМК, АФК Система и Сибур.

Величина валютных обязательств данных корпораций, покрываемая доходами от их экспортной выручки, была посчитана на основе анализа примечаний к отчетности этих компаний в соответствии с МСФО, поскольку, согласно IFRS 7 компании обязаны раскрывать свои обязательства в разбивке по валютам. Дополнительно был проведен анализ примечания к отчетности «Операционные сегменты», откуда был взят объем экспортной выручки корпораций. Если этот объем экспортной выручки был меньше, чем величина их обязательств в иностранной валюте, то в качестве части обязательств, покрываемой, доходами в иностранной валюте отражался объем экспортной выручки.

Совокупный объем обязательств компаний-экспортеров, покрываемый их доходами в иностранной валюте был посчитан исходя из предположения, что все остальные компании-экспортеры не попавшие в выборку имеют структуру обязательств аналогичную тем компаниям, которые попали в выборку. Соответственно объем валютных обязательств по выбранным компаниям был умножен на коэффициент мультипликации (1,6 для 2004 – 2009 годов и 1,3 для 2010 – 2012 годов), посчитанной как отношение общего объема экспорта товаров из России к объему экспортной выручки выбранных корпораций.

На рис. 2 представлены валютные перекосы в корпоративном секторе экономики в 2004 – 2012 годах. Линия чистой позиции в иностранной валюте показывает свернутое сальдо активов и обязательств корпораций, выраженных в иностранной валюте. Линия чистой позиции в иностранной валюте с учетом поправок показывает свернутое сальдо активов и обязательств корпораций за вычетом обязательств нефтегазовых корпораций, покрываемых их доходами в иностранной валюте (выделены красным цветом).



**Рис. 2.** Валютные перекосы (с поправками) в корпоративном секторе экономики в 2004 - 2012 гг, (% от ВВП)

Таким образом, чистая позиция корпоративного сектора в иностранной валюте составляет -11,4% ВВП (зеленая кривая). Без учета валютных займов компаний-экспортеров чистая позиция в иностранной валюте составляет -3,1% ВВП (черная кривая). Необходимо обратить внимание на то, что currency mismatch существенно меньше, нежели во время кризиса 2008-2009 годов. Тогда

чистая позиция корпоративного сектора в иностранной валюте составляла минус 35% ВВП с учетом валютных займов экспортеров и минус 23,7% ВВП без учета.

Теперь посмотрим как *currency mismatch* влияет на устойчивость финансовых рынков во время кризиса. Во-первых, проанализируем насколько существенно *currency mismatch* повлиял на размер долга частного и банковского сектора во время кризиса 2008-2009 годов. На диаграмме №1 показан чистый консолидированный валютный долг частного и банковского сектора как сальдо валютных активов и пассивов в динамике по месяцам кризисного периода. На диаграмме №2 показан тот же самый валютный долг, но с объяснением месячной динамики долга через динамику трех компонент:

- изменение долга за счет его номинального увеличения (уменьшения);
- изменение долга за счет падение (роста) курса рубля;
- изменение долга за счет падения цен на нефть/газ.

В таблице 1 приведен расчет консолидированного долга частного и банковского секторов в месячной динамике.

В таблице 2 приведен факторный анализ динамики чистого консолидированного долга частного и банковского сектора.

Диаграмма 1 (млн. руб)

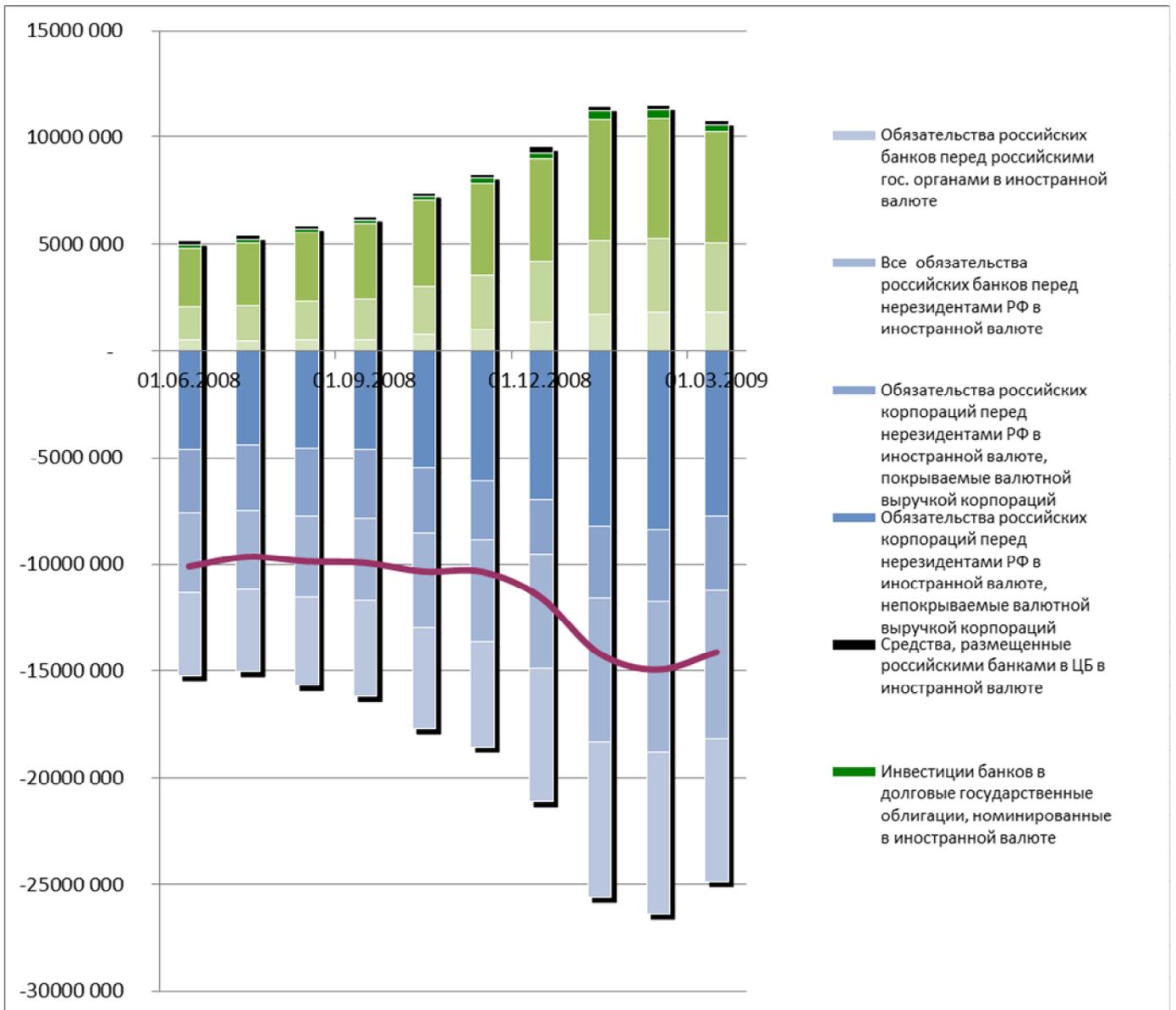


Диаграмма 2 (млн. руб)

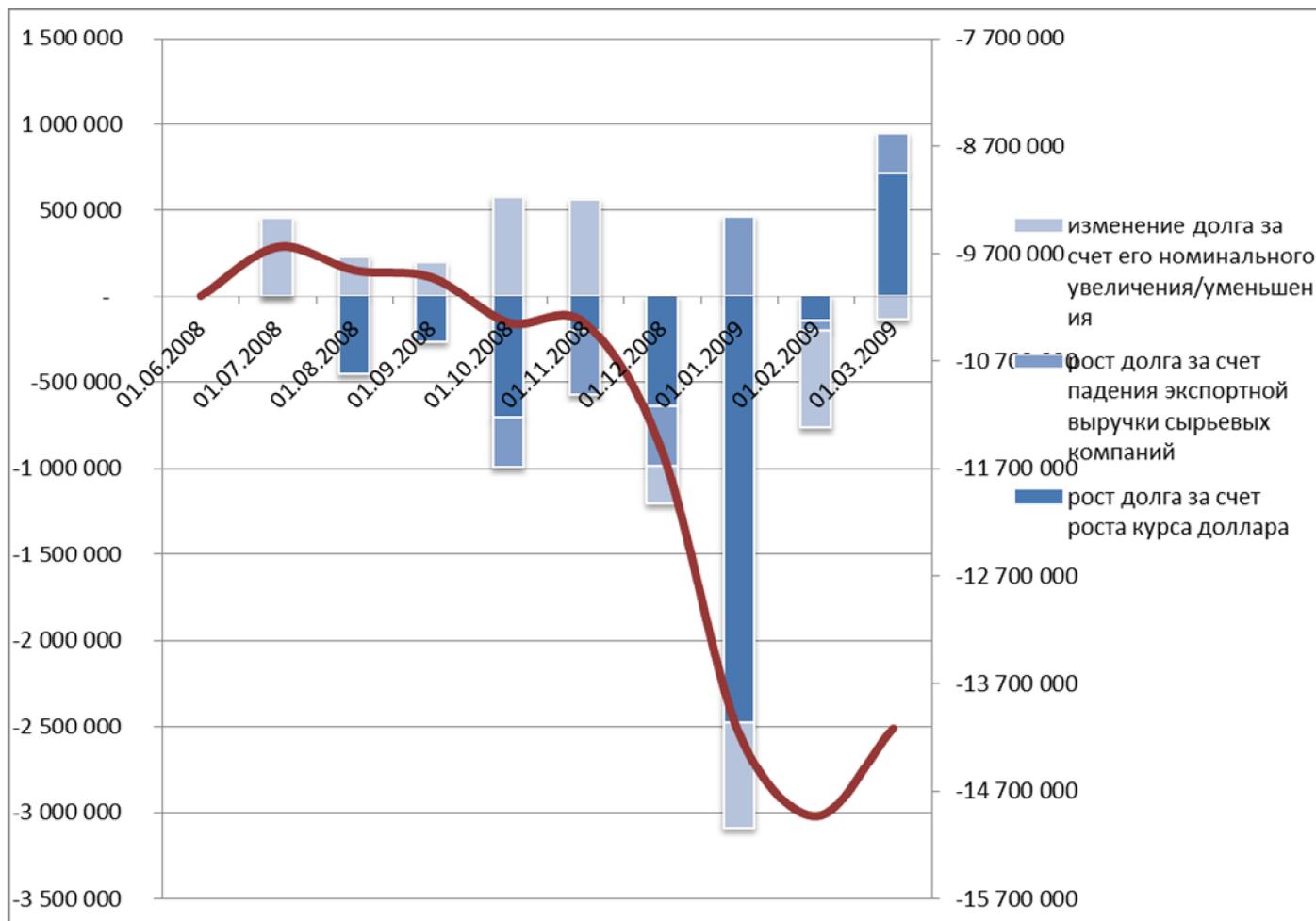


Таблица 1

Расчет чистого консолидированного долга (млрд. руб.)

	30.06.08	31.07.08	31.08.08	30.09.08	31.10.08	30.11.08	31.12.08	31.01.09	28.02.09	31.03.09
<b>Активы</b>										
Наличная иностранная валюта у российских небанковских организаций	480	471	485	490	768	1 030	1 353	1 730	1 838	1 836
Все требования (активы) российских корпораций перед нерезидентами РФ в иностранной валюте	1 597	1 663	1 813	1 934	2 266	2 503	2 855	3 425	3 422	3 224
Все требования (активы) российских банков перед нерезидентами РФ в иностранной валюте	2 732	2 910	3 238	3 519	4 003	4 308	4 806	5 685	5 600	5 197
Инвестиции банков в долговые государственные облигации, номинированные в иностранной валюте	157	170	172	194	209	241	252	395	410	299

Средства, размещенные российскими банками в ЦБ в иностранной валюте	165	186	145	149	144	151	309	203	218	212
<b>Обязательства</b>										
Обязательства российских корпораций перед нерезидентами РФ в иностранной валюте, непокрываемые валютной выручкой корпораций	- 4 591	- 4 433	- 4 579	- 4 594	- 5 466	- 6 086	- 6 978	- 8 250	- 8 423	- 7 730
Обязательства российских корпораций перед нерезидентами РФ в иностранной валюте, покрываемые валютной выручкой корпораций	- 3 022	- 3 068	- 3 169	- 3 248	- 3 088	- 2 768	- 2 544	- 3 339	- 3 326	- 3 500
Все обязательства российских банков перед нерезидентами РФ в иностранной валюте	- 3 741	- 3 683	- 3 801	- 3 844	- 4 409	- 4 780	- 5 366	- 6 749	- 7 061	- 6 956
Обязательства российских банков перед российскими гос. органами в иностранной валюте	- 3 874	- 3 854	- 4 161	- 4 522	- 4 766	- 4 949	- 6 236	- 7 275	- 7 613	- 6 697
<b>Чистый консолидированный валютный долг банковского сектора</b>	- 3 465	- 2 948	- 3 002	- 2 977	- 3 397	- 3 740	- 5 957	- 7 967	- 8 569	- 8 083
<b>Чистый консолидированный валютный долг корпоративного сектора</b>	- 6 631	- 6 689	- 6 855	- 6 945	- 6 942	- 6 609	- 5 651	- 6 207	- 6 367	- 6 033

Таблица 2

**Факторный анализ чистого консолидированного долга. (млрд. руб.)**

	30.06.08	31.07.08	31.08.08	30.09.08	31.10.08	30.11.08	31.12.08	31.01.09	28.02.09	31.03.09
Чистый консолидированный валютный долг корпоративного и банковского сектора	- 10 097	- 9 638	- 9 857	- 9 922	- 10 338	- 10 349	- 11 549	- 14 174	- 14 935	- 14 116
рост долга за счет роста курса доллара	-	5	- 454	- 263	- 706	- 190	- 642	- 2 475	- 138	718
рост долга за счет падения экспортной выручки сырьевых компаний	-	-	-	-	- 288	- 382	- 341	466	- 56	232
изменение долга за счет его номинального увеличения/уменьшения	-	454	235	198	578	562	- 218	- 615	- 568	- 130
<b>Суммарное изменение долга</b>	-	459	- 219	- 65	- 416	- 11	- 1 200	- 2 625	- 761	820

Как видно на диаграмме №2 в период кризиса внешний долг вырос на 4,5 трлн. рублей или 40%, что составляет 10,9% ВВП. Эта проблема стала одной из причин рекордного для G-20 падения ВВП РФ в 2009 году относительно 2008 года – минус 7,8% ВВП. Конечно, падение ВВП во время кризиса обусловлено не только ростом внешнего долга, но и кредитным сжатием, которое, в свою очередь, было обусловлено сокращением денежной массы. Но сокращение денежной массы тоже было обусловлено проблемой currency mismatch. Потому что рост денежной массы означал падение курса рубля, а, как видно на диаграмме 2, рост курса рубля был основным фактором роста внешнего долга.

**Таблица 3** («-» - рост, «+» - сокращение)

<b>Итого за период с 30.06.08 по 28.02.09 (млн. руб.)</b>	<b>банков- ский сек- тор</b>	<b>част- ный сектор</b>
Суммарное изменение долга	- 5 103 441	264 577
рост долга за счет роста курса доллара	- 2 312 812	- 2 549 992
рост долга за счет падения экспортной выручки сырьевых компаний	-	- 600 890
изменение долга за счет его номинального увеличения/уменьшения (всего)	- 2 790 629	3 415 459
изменение долга за счет увеличения/уменьшения активов	1 223 161	3 134 212
изменение долга за счет увеличения/уменьшения пассивов	- 4 013 790	281 247

Как видно из таблицы №3 в период острой фазы кризиса внешний долг частного сектора сократился на 0,26 трлн. руб., а внешний долг банковского сектора вырос на 5,1 трлн. руб. Такая разница обусловлена тем, что банковский и корпоративный сектора по разному решали проблему currency mismatch. Банковский сектор наращивал валютные пассивы, занимая у государства и регулятора, а частный сектор, лишенный такой возможности, все свободные средства переводил в валютные активы и гасил валютные долги. Если же исключить но-

минальное изменение суммы долга, то долг корпоративного сектора вырос на 3,2 трлн. рублей (7,7% ВВП), а банковского на 2,3 трлн. рублей. Следует обратить внимание на то, что в период острой фазы кризиса корпоративный и банковский сектор вывели из страны 4,3 трлн. рублей, что стало причиной сокращения накопления на 41% (в 2009 году относительно 2008) и основной причиной сокращения ВВП.

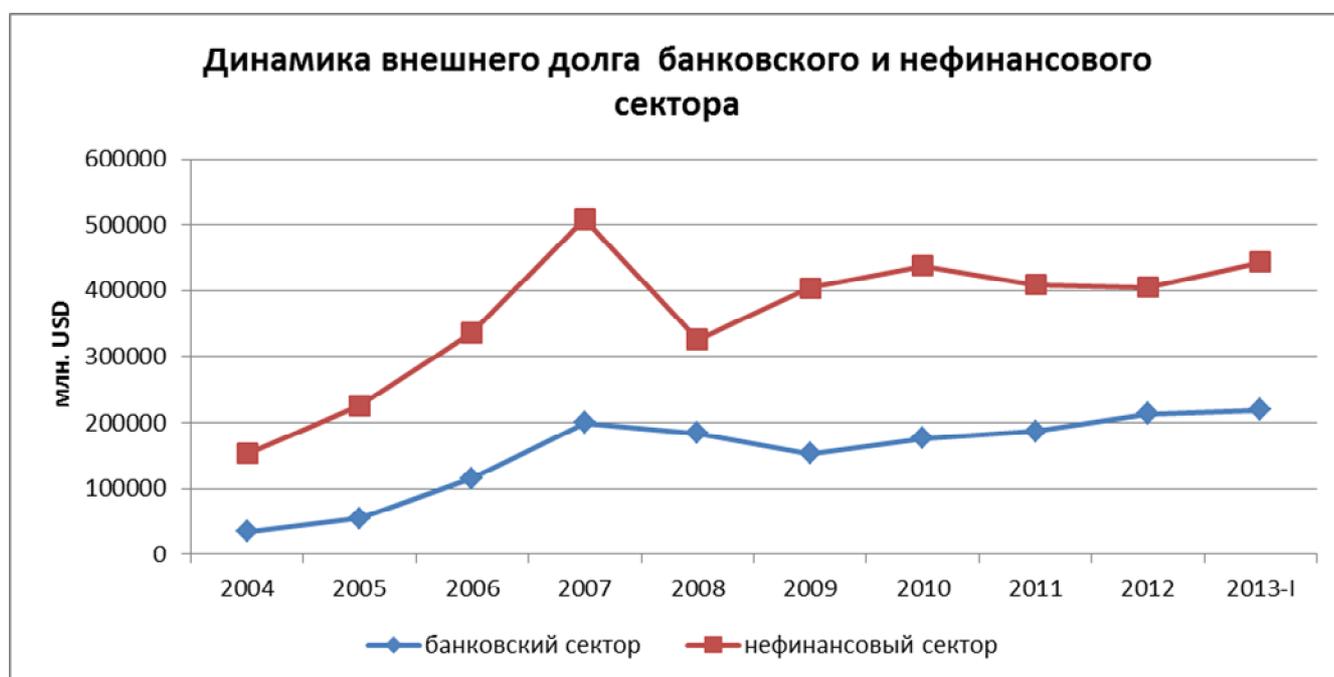
Как изменится сумма долга в том случае, если экономика переживет стресс, аналогичный стрессу второй половины 2008 года. Смоделируем ситуацию, при которой курс рубля падает на 40% и одновременно цена на нефть падает до 40 USD/баррель.

**Таблица 4**

Валютные перекосы в корпоративном секторе (с поправками)	Данные на 31.12.2012	Данные на 31.12.2012 при падении нефти до 40 долл/барр и падении курса рубля на 40%	Данные на 31.12.2012	Данные на 31.12.2012 при падении нефти до 40 долл/барр и падении курса рубля на 40%
	(млн. руб.)	(млн. руб.)	% к ВВП	% к ВВП
<b>Активы</b>				
Наличная иностранная валюта у российских небанковских организаций	737 844	1 032 982	1,2%	1,7%
Все требования (активы) российских корпораций перед нерезидентами РФ в иностранной валюте	3 016 131	4 222 583	4,8%	6,7%
Депозиты, размещенные в российских банках резидентами РФ в иностранной валюте	5 252 954	7 354 136	8,4%	11,7%
<b>Обязательства</b>				
Займы выданные российскими банками резидентам РФ в иностранной валюте	2 603 300	3 644 620	-4,2%	-5,8%
Займы и кредиты компаний-экспортеров, покрываемые их валютной выручкой	5 186 564	5 193 110	-8,3%	-8,3%
Все непокрытые экспортной выручкой обязательства российских корпораций и населения перед нерезидентами РФ в иностранной валюте	8 354 095	13 763 812	-13,3%	-22,0%
Долг без учета долга экспортеров, покрываемых экспортной выручкой	- 1 950 467	- 4 798 733	-3,1%	-7,7%

Как видно из таблицы в ситуации, предусмотренной стресс-тестом долг корпоративного сектора вырастает с 1,9 до 4,8 трлн. рублей, т.е. в 2,52 раза или на 3,6% ВВП. Т.е. отечественный банковский сектор должен на такую же величину увеличить объем кредитования корпоративного сектора. Если это не произойдет, то восстановление сильно замедлится, как это произошло в 2009 году.

С одной стороны 3,6% ВВП это лучше, нежели 7,7% ВВП. Currency mismatch - это один из немногих показателей который был улучшен с посткризисный период. С другой стороны даже такой уровень долга - это риск, который в случае повторения глобального финансового шторма повлечет вполне осязаемое сокращение экономики. Оправдан ли такой риск в текущей ситуации? Полагаем, что нет, с учетом текущей конъюнктуры на рынке углеводородов. Напомним, что основным источником проблемы currency mismatch является внешний долг банковского и нефинансового сектора. Его динамика в последние годы выглядит следующим образом.



Собственно сокращение currency mismatch обусловлено тем, что внешний долг последние годы рос медленно, а зарубежные валютные активы резидентов росли быстро. Например, Алексей Михайлов в своей статье «В долгу перед со-

бой» констатирует, что «с 01.04.2012 по 01.04.2013 внешний долг частного сектора вырос на 21% или 109 млрд. USD. Он, по всей видимости, включает в расчет долговые инструменты прямых инвестиций, которые растут довольно высокими темпами (28 млрд. USD за 2012 год), Мы их не учитываем в расчете в связи с тем, что такие долговые обязательства носят долгосрочный характер, а кредиторами являются резиденты. Кроме того, он не учитывает портфельные инвестиции, которые в 2012 году сокращались (на 8,1 млрд. USD). Мы их учитываем, поскольку они являются главным источником рисков во время финансового кризиса»[1].

Внешний долг банковского и нефинансового сектора РФ составляет по состоянию на конец 2012 года 679,8 млрд. USD или 34,8% ВВП. Постараемся ответить на вопрос о том много это или мало.

*Здесь необходимо понимать одну важную вещь – у страны, которая является нетто-кредитором всего остального мира в течение последних 23 лет в принципе не должно быть внешнего долга. Напомним читателям, что финансовый счет платежного баланса у РФ стабильно отрицательный начиная с 1991 года. Ежегодно на протяжении этих 23 лет из страны вывозился капитал в размере около 10% ВВП (в среднем). Наличие внешнего долга в такой ситуации это свидетельство недостаточной компетентности регулятора.*

Впервые, такой феномен, когда страна экспортирующая капитал одновременно наращивает внешний долг, был описан в знаменитом исследовании Ndikumana, L. and J.K. Boyce (2011) – масштабное исследование оттока капитала из 33 стран Африки, расположенных южнее Сахары. Авторы протестировали статистическую зависимость между размером внешнего долга и оттоком капитала и выяснили, что из каждого доллара внешних государственных заимствований 67 центов выводится из страны. Согласно результатам исследования регион в целом является нетто-кредитором остального мира, несмотря на крайне низкий уровень жизни. Всего за период с 1970 по 2008 годы из региона было выведено 735 млрд. USD (944 млрд. USD с учетом процентов).

Еще одним известным исследованием на эту тему стало исследование Mohammed, S. and K. Finnoff – исследование бегства капитала из Южной Африки в период с 1980 по 2000 годы. В среднем на исследуемом отрезке отток капитала составил 6,6% ВВП в год, существенно превышая на протяжении всего исследуемого периода сальдо финансового счета. Как в случае со странами Африки из выборки Ndikumana и Woose авторами была выявлена сильная корреляция между годовыми приростами суммы внешнего долга (государственного и частного) и оттоком капитала.

Почему у России столь существенный внешний долг частного сектора?

Во-первых, в силу неудовлетворительных условий кредитования внутри страны. В настоящее время коммерческие банки получают ликвидность от ЦБ по ставке 6,5%, а кредитуют реальный сектор под 9-19% годовых. 9% годовых – это ставка для самых надежных заемщиков. Для средних размеров компании ставка процента составляет около 16-18% годовых, что выше инфляции на 8-10 процентных пунктов. Для сравнения в Европе ставка процента по кредитам для физ лиц (наиболее сложных заемщиков) на 2-3 процентных пункта выше нежели ставка ЦБ. При этом необходимо понимать, что процентная ставка является не единственным условием кредитования. Не менее жесткими являются условия, касающиеся обеспечения исполнения заемщиками обязательств по кредитам. Таких жестких условий кредитования нет ни в Европе, ни в странах ЮВА.

Основной причиной неудовлетворительных условий кредитования частного сектора отечественным банковским сектором является отток капитала. Между оттоком капитала и ростом внешнего долга существует сильная корреляционная зависимость. Построим модель.

**Таблица 5**

Sample (adjusted): 2005Q2 2012Q4  
Included observations: 31 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
Y(-1)	0.436354	0.120097	3.633359	0.0011
X(-1)	-1.124862	0.325095	-3.460103	0.0017
Q4	-29402.36	8638.474	-3.403652	0.0020
R-squared	0.382665	Mean dependent var		-25817.13
Adjusted R-squared	0.338570	S.D. dependent var		28161.75
S.E. of regression	22903.48	Akaike info criterion		23.00773
Sum squared resid	1.47E+10	Schwarz criterion		23.14650
Log likelihood	-353.6198	Hannan-Quinn criter.		23.05297
Durbin-Watson stat	2.082042			

X(-1) – отток капитала с лагом 1

Y(-1) – внешний долг частного сектора с лагом 1

Q4 – сезонная переменная четвертого квартала

Как видно из модели при росте оттока капитала на 1 USD внешний долг частного сектора вырастает на 1,12 USD. Т-статистика равна -3,46.

Таким образом, ограничение оттока капитала является самым простым способом ограничить рост внешнего долга.

Чем плох внешний долг? Тем, что создает 2 проблемы:

1) внешний долг почти всегда номинирован в валюте, что создает проблемы currency mismatch;

2) для того чтобы балансировать валютные пассивы необходимо приобретать валютные активы, которые бывают 2 типов:

- деньги на счетах и депозиты в банках (которые представляют собой пассивы банков и соответственно требуют от банков также приобретать валютные активы);

- иные валютные активы, которые можно приобрести только у нерезидентов.

Понятно, что ни одни и те же организации берут кредиты у нерезидентов и приобретают валютные активы у нерезидентов. Тем не менее, для того чтобы одни организации могли кредитоваться в валюте другие организации должны иметь валютные активы, либо ЦБ должен создать золотовалютные резервы (и то, и другое – отвлечение капитала из экономики). На практике, зависимость носит обратный характер, что показала наша модель. Т.е. вывод капитала из страны одними организациями вынуждает другие организации занимать капитал у нерезидентов.

*Таким образом, внешний долг это дважды зло: поскольку требует создания золотовалютных резервов и поскольку ограничивает возможности ЦБ проводить самостоятельную курсовую политику.*

Кроме того, вспомним, что Фонд национального благосостояния и Резервный фонд размещают свои активы в облигации иностранных государств с минимальной доходностью, не покрывающей инфляцию. В настоящее время совокупный размер фондов составляет 176 млрд. USD. Цель создания обоих фондов состояла в стерилизации избыточной денежной массы. Т.е. эти средства инвестируются зарубежом, потому что их нельзя конвертировать в рубли, а другого способа инвестировать эти средства в России не существует. Но заместить этими валютными активами валютные обязательства резидентов перед нерезидентами возможно. Это второй способ снизить величину внешнего долга частного сектора.

### **Список литературы / References**

1. Михайлов Алексей «В долгу перед собой». URL: <http://alexmix.livejournal.com/112853.html>
2. Список крупнейших компаний России по версии Forbes (2012) см. <http://ru.wikipedia.org/>
3. Anderson, Jonathan. 2008a. *The Emerging Crisis Handbook*. URL: <http://www.news1.co.il/uploadFiles/418773829936982.pdf>

4. A New Index of Currency Mismatch and Systemic Risk. R.Ranciere, A.Tornell, V. Vamvakidis, 2011.
5. Currency mismatch, openness and exchange rate regime choice, N.Magud, 2004
6. Currency mismatch, systemic risk and growth in emerging Europe. R.Ranciere, A.Tornell, V. Vamvakidis
7. Mohammed, S. and K. Finnoff. Capital flight from South Africa, 1980 to 2000.
8. Ndikumana, L. and J.K. Boyce. Public Debts and Private Assets: Explaining Capital Flight from Sub-Saharan African Countries.
9. Optimal Fear of Floating: The Role of Currency Mismatches and Fiscal Constraints. Eduardo J.J. Ganapolsky, 2003.
10. The relevance of currency mismatch indicator: an analysis through determinants of emerging market spreads. S Prat - Economie internationale, 2007.

## **ДАННЫЕ ОБ АВТОРЕ**

### **Поляков Егор Николаевич**

*Санкт-Петербургский Государственный Университет Экономики и Финансов  
наб. Грибоедова Канала, 30/32, г. Санкт-Петербург, 191023, Россия*

*u511a@mail.ru*

## **DATA ABOUT THE AUTHOR**

### **Polyakov Egor Nikolaevich**

*Saint-Petersburg State University of Economics and Finance*

*30/32, nab. Griboedova Kanala, St. Petersburg, 191023, Russia*

*u511a@mail.ru*

## **Рецензент:**

**Маруева Р.П.**, к.э.н., Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации