



ОРИГИНАЛЬНАЯ СТАТЬЯ



DOI: 10.26794/2220-6469-2019-13-4-41-50
УДК 339.72(045)
JEL F30, F32

Влияние внешних и внутренних факторов на трансграничные потоки капитала, связанные с Россией*

М.Ю. Головнин

Институт экономики РАН, Москва, Россия
<http://orcid.org/0000-0001-6687-0744>

Г.Р. Оганесян

Институт экономики РАН, Москва, Россия
<http://orcid.org/0000-0002-0590-7838>

АННОТАЦИЯ

В литературе, посвященной оценке факторов, влияющих на трансграничные потоки капитала, как правило, выделяются внешние и внутренние факторы. К первым обычно относятся темпы роста мировой экономики, процентные ставки и иные показатели доходности (по отдельным видам финансовых активов) за рубежом. В числе внутренних факторов выделяют финансовые инструменты внутри страны, суверенные кредитные рейтинги. Трансграничные потоки капитала, связанные с Россией, в целом с начала XXI в. следовали тем же трендам, что и потоки капитала в других странах с формирующимися рынками. Особенностью России было негативное воздействие санкций на уровень ее финансовой открытости. Проведенная нами оценка уравнений регрессии, призванная оценить факторы, влияющие на отдельные составляющие трансграничных потоков капитала в России, позволила построить уравнения для трех типов потоков: пассивов прямых инвестиций и пассивов и активов портфельных инвестиций. Среди внешних факторов значимой оказалась динамика цен на нефть, а также глобальный фондовый индекс (для активов портфельных инвестиций). Среди внутренних факторов рост совокупного спроса способствует привлечению прямых иностранных инвестиций, а рост доходности российских финансовых активов (акций и облигаций) — привлечению портфельных инвестиций. Особо следует отметить значимость разницы в процентных ставках как детерминанты всех анализированных потоков капитала. В ходе исследования авторами было получено количественное подтверждение «кругового» движения прямых иностранных инвестиций, связанного с Россией.

Ключевые слова: международное движение капитала; Россия; прямые, портфельные, прочие инвестиции; внешние и внутренние факторы трансграничных потоков капитала

Для цитирования: Головнин М.Ю., Оганесян Г.Р. Влияние внешних и внутренних факторов на трансграничные потоки капитала, связанные с Россией. *Мир новой экономики*. 2019;13(3):41-50. DOI: 10.26794/2220-6469-2019-13-4-41-50

ORIGINAL PAPER

External and Internal Factors of Cross-Border Capital Flows in Russia**

M. Yu. Golovnin

Institute of Economics RAS, Moscow, Russia,
<http://orcid.org/0000-0001-6687-0744>

G.R. Oganessian

Institute of Economics RAS, Moscow, Russia
<http://orcid.org/0000-0002-0590-7838>

ABSTRACT

The literature on the assessment of factors affecting cross-border capital flows is usually characterised by distinguishing of external and internal factors. The former as a rule include international indices of the global economic growth rate, interest rates and other indicators of profitability (for certain types of financial assets). The latter include domestic

* Статья выполнена при финансовой поддержке РФФИ в рамках научного проекта № 18-014-00032 «Новые факторы развития внешнеэкономических связей России: риски и возможности».

** The article was carried out with the financial support of the RFBR within the framework of the scientific project No. 18-014-00032 "New factors of development of foreign economic relations of Russia: Risks and opportunities".



indices of the growth rate of the national economy, interest rates and the profitability of financial instruments, sovereign credit ratings. Since the beginning of the 21st century, cross-border capital flows in Russia have followed the same trends as capital flows in other emerging markets. A distinguishing feature of Russia was the negative impact of sanctions on the level of its financial openness. We estimated regressions, designed to evaluate the factors affecting the individual components of cross-border capital flows in Russia. Regressions for the three types of flows (liabilities of direct investment and portfolio investment liabilities, and assets) demonstrate good results. Among external factors, the dynamics of oil prices turned out to be significant, as well as the global stock index (for portfolio investment assets). Among internal factors, an increase in aggregate demand helps to attract foreign direct investment, and an increase in the yield of Russian financial assets (stocks and bonds) – to attract portfolio investments. The difference in interest rates is the determinant of all analysed capital flows. Our estimations confirmed the significance of the “round-tripping” movement of foreign direct investment in Russia.

Keywords: international capital movement; Russia; foreign direct investments; portfolio investments; other investments; internal and external factors of cross-border capital flows

For citation: Golovnin M. Yu., Ogenesian G.R. External and internal factors of cross-border capital flows in Russia. *Mir novoj ekonomiki = World of the New Economy*. 2019;13(4):41-50. DOI: 10.26794/2220-6469-2019-13-4-41-50

ФАКТОРЫ, ОПРЕДЕЛЯЮЩИЕ ДИНАМИКУ ТРАНСГРАНИЧНЫХ ПОТОКОВ КАПИТАЛА: ОБЗОР РАБОТ

В научной литературе выделяются различные факторы, оказывающие влияние на трансграничные потоки капитала. Наиболее распространенным является подход, выделяющий факторы «отталкивания» и «притягивания» потоков капитала (“push” and “pull” factors). К факторам «отталкивания» обычно относят внешние факторы, определяющие предложение глобальной ликвидности: отношение к риску на глобальном уровне, цены на сырьевые товары на мировых товарных рынках, темпы экономического роста и уровень процентных ставок в ведущих экономиках (в первую очередь в США). Факторы «притягивания» потоков капитала обычно включают внутренние факторы: ключевые макроэкономические переменные данной национальной экономики, проводимую в ней экономическую политику, несовершенства рынка и др. [1, p. 6].

Классическим к анализу трансграничных потоков капитала обычно выступает подход с позиций балансировки портфеля экономических агентов, при котором решения об инвестировании за рубежом определяются исходя из ожидаемой доходности и уровня риска (в том числе странового)¹.

Есть примеры использования гравитационного подхода к анализу трансграничных потоков капитала. В этом случае классическая гравитационная модель, разработанная для анализа внешнеторгового взаимодействия, применяется к анализу финансовых потоков. В качестве независимых переменных

используются расстояние между странами, размеры ВВП и финансовых рынков, а также доходность активов (в данном случае гравитационная модель фактически дополняется портфельным подходом).

Хотя большинство работ сосредотачиваются на общих факторах, влияющих на трансграничные потоки капитала, существуют работы, посвященные детерминантам отдельных составляющих этих потоков (прямых инвестиций, портфельных инвестиций, трансграничного банковского кредитования и др.). Так, например, С. Херрманн и Д. Михалек изучали факторы, влияющие на трансграничное кредитование стран с формирующимися рынками, на основе гравитационной модели, дополненной моделью балансирования портфеля с учетом факторов риска. При этом использовалась база данных Банка международных расчетов, которая позволяла учесть двусторонние потоки кредитов между развитыми странами и странами с формирующимися рынками. Основной акцент авторы делали на поведении трансграничного банковского кредитования в кризисные периоды. На основе проведенного анализа они заключили, что трансграничные потоки капитала определяются действием как глобальных, так и специфических национальных факторов. При этом, например, во время глобального экономического и финансового кризиса 2007–2008 гг. основную роль в сокращении потоков капитала сыграли глобальное изменение отношения к риску и ожидаемая волатильность на финансовых рынках [3, p. 5].

Исследователи Банка Англии применили неравновесную модель к анализу трансграничных потоков капитала в странах с формирующимися рынками. Неравновесие может возникать либо

¹ См., например, [2].



в ситуации рациирования кредита на международных финансовых рынках, либо, наоборот, в условиях избыточного предложения кредитов на международном рынке. Полученные ими результаты демонстрируют, что предложение средств для стран с формирующимися рынками положительно зависит от спредов для данной группы стран (т.е. ожидаемой доходности активов в них), суверенных кредитных рейтингов и оценок роста мирового ВВП и негативно — от спредов с высокодоходными облигациями США. Со стороны спроса на потоки капитала положительно влияет динамика национальных фондовых индексов и отрицательно — отношение валютных резервов к импорту и спреды стран с формирующимися рынками (которые в данном случае рассматриваются как издержки заемщиков) [4, р. 3, 7].

Таким образом, проведенный обзор работ свидетельствует, что в числе внешних факторов, влияющих на трансграничные потоки капиталов (или факторов «отталкивания»), можно выделить темпы роста мировой экономики, процентные ставки и иные показатели доходности (по отдельным видам финансовых активов) за рубежом. К числу внутренних факторов (или факторов «притягивания» потоков капитала) относятся темпы роста национальной экономики, процентные ставки и доходность финансовых инструментов внутри страны, суверенные кредитные рейтинги.

В начале 2000-х гг. наблюдался масштабный приток иностранных инвестиций в страны с формирующимися рынками, который был обусловлен процессами финансовой либерализации, распространением новых усложненных финансовых продуктов, «гонкой за доходностью» и низкими процентными ставками в мировой экономике [3, р. 7]. После глобального экономического и финансового кризиса 2007–2009 гг. волатильность трансграничных потоков капитала повысилась.

Исследование ЮНКТАД выделяет несколько спадов в чистых потоках капитала, связанных со странами с формирующимися рынками, за последнее десятилетие: во время глобального экономического и финансового кризиса (наиболее глубокое падение), в первой половине 2011 г. под влиянием «заражения» от греческого кризиса, в начале 2012 г. и в начале 2013 г., а также спад, имевший место с конца 2013 г. по конец 2015 г., который стал наиболее длительным и был вызван слабой динамикой мировой торговли и упавшими ценами на сырьевые товары на мировых рынках [5, р. 1].

ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА ДИНАМИКИ ТРАНСГРАНИЧНЫХ ПОТОКОВ КАПИТАЛА, СВЯЗАННЫХ С РОССИЕЙ, В XXI В.

Динамика трансграничных потоков капитала в России с начала XXI в. в целом повторяла основные этапы подобной динамики других стран с формирующимися рынками. Ее можно проследить по показателю суммарных трансграничных потоков капитала (табл. 1), который представляет собой валовые потоки (сумму активов и пассивов без учета знаков операции) прямых, портфельных и прочих инвестиций.

Вслед за резким сокращением потоков капитала в самом начале XXI в., вызванном последствиями кризиса 1998 г., с 2003 г. происходит оживление участия России в международном движении капиталов, достигшее своего пика в 2007 г. Затем под воздействием глобального экономического и финансового кризиса происходит резкое сокращение трансграничных потоков капитала (2009–2010 гг.), а затем — посткризисное восстановление (2011–2013 гг.).

Дальнейшая динамика трансграничных потоков капитала определялась действием как общих для стран с формирующимися рынками факторов (отмена политики количественного смягчения и падение цен на нефть на мировых рынках в 2014–2015 гг.), так и специфических для России (введение санкций западными странами в 2014 г.).

При этом происходили изменения значимости тех или иных видов инвестиций для трансграничных потоков капитала в целом. Если на этапе роста этих потоков в 2003–2007 гг. основную роль играл приток средств по линии прочих (и отчасти — прямых) инвестиций при том, что одновременно имел место значимый отток средств по обоим этим каналам, то после глобального экономического и финансового кризиса (в период 2010–2013 гг.) как по линии притока, так и по линии оттока средств возросла роль прямых иностранных инвестиций.

При сопоставлении кризисных ситуаций (2008–2009 и 2014–2016 гг.) мы видим, что во время глобального экономического и финансового кризиса основной отток средств шел по линии активов прочих инвестиций, тогда как во время кризиса 2014–2016 гг. важную роль играли активы прямых инвестиций и сокращение пассивов прочих инвестиций. При этом средства по линии активов прочих инвестиций возвращались в страну, в том числе, для выплаты внешнего долга.



В целом на протяжении большей части рассматриваемого периода основную роль в международных потоках капитала, связанных с Россией, играли прочие инвестиции, а в их составе — текущие счета и депозиты, ссуды, займы и сомнительные операции [6]. Однако после глобального экономического и финансового кризиса стала постепенно возрастать роль прямых инвестиций в трансграничных потоках капитала [7].

ОЦЕНКА ФАКТОРОВ, ВЛИЯЮЩИХ НА ОТДЕЛЬНЫЕ СОСТАВЛЯЮЩИЕ ТРАНСГРАНИЧНЫХ ПОТОКОВ КАПИТАЛА В РОССИИ

Для оценки факторов, влияющих на трансграничное движение капитала, связанное с Россией, необходимо сделать два предварительных замечания. Во-первых, учитывая тот факт, что Россия является одновременно экспортером и импортером капитала, важно оценивать отдельно активы и пассивы трансграничных операций с капиталом. Недостаточно анализировать лишь чистые потоки. Во-вторых, отдельной оценки требуют различные составляющие трансграничных операций с капиталом. Поэтому мы отдельно оценивали уравнения для прямых, портфельных и прочих инвестиций.

В качестве внешних факторов, которые могут влиять на трансграничные потоки капитала, были выделены:

- темпы роста мировой экономики (которые в моделях аппроксимируются темпом роста реального ВВП стран Группы 20);
- ставка Лондонского межбанковского рынка (LIBOR);
- ставка процента по государственным облигациям США;
- динамика фондового индекса S&P 500;
- динамика цен на нефть на мировом рынке.

Среди внутренних факторов были выделены следующие:

- темп прироста расходов на конечное потребление домашних хозяйств (как фактор роста спроса на продукцию предприятий);
- динамика реального валютного курса (используется показатель реального эффективного валютного курса);
- процентная ставка межбанковского рынка MIACR (в самой модели используется разница процентных ставок MIACR и LIBOR);
- динамика фондового индекса RTS;

- доходность по российским государственным облигациям.

В качестве зависимых переменных при построении регрессионных уравнений использовались прямые, портфельные и прочие инвестиции (отдельно — активы и обязательства).

В процессе построения уравнений регрессии для разных типов трансграничных потоков капитала тестировались следующие независимые переменные:

- процентные ставки — разница между национальной процентной ставкой MIACR со сроком кредитования от 31 до 90 дней и трехмесячной процентной ставкой LIBOR;
- показатели внешнего сектора: ВВП стран G20 (в качестве показателя глобального ВВП), цены на нефть марки Brent, реальный эффективный валютный курс (REER);
- зарубежные финансовые показатели: фондовый индекс S&P 500, доходность американских облигаций;
- внутренние финансовые показатели: индекс РТС, доходность российских облигаций;
- показатель внутреннего совокупного спроса: расходы на конечное потребление домашних хозяйств.

Показатели валютного курса, ВВП и расходов на конечное потребление домашних хозяйств были включены в модель с учетом лага.

В исследовании использовались поквартальные данные с 2005 по 2018 г., выраженные в долларах США (общий объем выборки в моделях составил 56 наблюдений). Переменные взяты в реальном выражении.

С целью выполнения условий стационарности временных рядов были взяты первые разности показателей. При этом для корректности расчетов временные ряды с отрицательными значениями были увеличены на константу. На основе расширенного теста Дики-Фуллера была подтверждена стационарность рассматриваемых показателей.

Следующим шагом перед построением уравнений было рассмотрение матриц парных коэффициентов корреляции отдельно для показателей инвестиций и независимых переменных с целью устранения возможного эффекта мультиколлинеарности. Согласно данным, содержащимся в табл. 2 и 3, высокая корреляция (более 70%) наблюдается у следующих пар объясняющих переменных: реальный эффективный валютный курс и цены на нефть; разница процентных ставок и индекс РТС; индекс РТС и расходы на конечное потребление,



Таблица 1 / Table 1

Основные составляющие финансового счета платежного баланса России в 2000–2018 гг., в % от ВВП /
The main components of the financial account of the balance of payments of Russia in 2000–2018, in % of GDP

Виды инвестиций / Год	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Прямые инвестиции (в страну)	1,0	0,9	1,0	1,8	2,6	1,7	3,0	4,3	4,2	3,0	2,9	2,9	2,5	3,4	1,0	0,5	2,5	1,8	0,5
Прямые инвестиции (из страны)	-1,2	-0,8	-1,0	-2,3	-2,3	-1,7	-2,3	-3,5	-3,1	-3,6	-3,5	-3,6	-2,4	-4,2	-2,8	-1,6	-1,7	-2,4	-2,0
Портфельные инвестиции (активы)	-0,2	0,0	-0,2	-0,5	-0,7	-1,4	0,6	-0,8	-0,5	-0,8	-0,2	-0,6	-0,1	-0,6	-0,8	-1,0	-0,1	-0,1	-0,1
Портфельные инвестиции (пассивы)	-4,9	-0,2	1,1	-0,5	0,7	-0,1	1,0	1,3	-1,6	0,6	0,1	-0,4	1,0	0,0	-1,1	-0,9	0,2	0,6	-0,6
Прочие инвестиции (активы)	-6,6	0,2	0,6	-3,6	-4,2	-4,4	-5,0	-4,6	-10,9	0,5	-1,6	-4,5	-4,2	-3,9	-1,3	1,2	0,2	0,5	1,4
Прочие инвестиции (пассивы)	-1,2	-1,1	-1,1	5,7	3,3	6,0	3,1	10,8	3,7	-2,0	0,7	2,2	2,0	3,0	-1,3	-2,7	-2,1	-1,4	-1,5
Суммарные трансграничные потоки капитала	15,1	3,3	5,0	14,4	13,9	15,2	15,0	25,3	23,9	10,6	9,0	14,2	12,1	15,1	8,4	7,9	6,8	6,8	6,1

Источник / Source: расчеты авторов на основе данных платежного баланса России за разные годы. URL: http://www.cbr.ru/statistics/macro_itm/svs/ / Authors' calculations based on data of balance of payments of Russia for different years. URL: http://www.cbr.ru/statistics/macro_itm/svs/.



Таблица 2 / Table 2

Матрица парных коэффициентов корреляции для показателей пассивов по иностранным инвестициям / Matrix of paired correlation coefficients for foreign investment liabilities

Показатель	Прямые инвестиции (пассивы)	Портфельные инвестиции (пассивы)	Прочие инвестиции (пассивы)	Доходность российских облигаций	Цена на нефть Brent	Расходы на конечное потребление	Разница процентных ставок	REER	Индекс РТС
Прямые инвестиции (пассивы)	1	0,15	0,45	-0,09	0,49	0,42	0,30	0,40	0,40
Портфельные инвестиции (пассивы)	0,15	1	0,18	0,39	0,01	0,01	0,33	-0,12	0,43
Прочие инвестиции (пассивы)	0,45	0,18	1	-0,25	0,48	0,05	0,05	0,24	0,69
Доходность российских облигаций	-0,09	0,39	-0,25	1	-0,13	-0,28	0,47	0,06	-0,44
Цена на нефть Brent	0,49	0,01	0,48	-0,13	1	0,46	-0,16	0,78	0,48
Расходы на конечное потребление	0,42	0,01	0,05	-0,28	0,46	1	-0,48	0,35	0,71
Разница процентных ставок	0,30	0,33	0,05	0,47	-0,16	-0,48	1	0,20	-0,75
REER	0,40	-0,12	0,24	0,06	0,78	0,35	0,20	1	0,22
Индекс РТС	0,40	0,43	0,69	-0,44	0,48	0,71	-0,75	0,22	1

что означает необходимость особого внимания при включении этих пар переменных в одну модель, так как это может сказаться на качестве модели [8]. В остальных случаях коэффициенты корреляции между экзогенными переменными не превышают 50%.

В рамках дальнейшего анализа была предпринята попытка построить уравнения множественной регрессии для показателей прямых, портфельных и прочих инвестиций со стороны активов и пассивов. В большинстве регрессионных моделей использовались дополнительно фиктивные переменные для сокращения влияния резких колебаний эндогенных переменных, не обусловленных периодами кризисов. В моделях произведена коррекция стандартных ошибок в форме Невье-Веста.

Уравнения для прямых инвестиций (активы) и прочих инвестиций (активы и пассивы) не дали

положительных результатов для анализа, поэтому они не были включены в дальнейшее исследование.

Оценка **уравнения для прямых инвестиций (пассивов)** дала следующие результаты:

$$\text{direct_inv_1}_i = \theta_0 + \theta_1 \text{cons_exp}_i + \theta_2 \text{brent}_i + \theta_3 \text{miacr_libor_dif}_i + \theta_4 \text{direct_inv_a_1}_i + \theta_{01} z_i + \varepsilon_i,$$

где direct_inv_1 — прямые инвестиции (пассивы); cons_exp — расходы на конечное потребление с лагом -1; brent — цены на нефть марки Brent; miacr_libor_dif — разница процентных ставок MIACR и LIBOR; direct_inv_a_1 — активы прямых инвестиций с лагом -1; z — фиктивная переменная.

$$z_i = \begin{cases} 1, & \text{в I кв. 2013 г., IV кв. 2016 г.} \\ 0, & \text{в противном случае.} \end{cases}$$

Таблица 3 / Table 3

Матрица парных коэффициентов корреляции для показателей активов по иностранным инвестициям / Matrix of paired correlation coefficients for indicators of foreign investment assets

Показатель	Прямые инвестиции (активы)	Портфельные инвестиции (активы)	Прочие инвестиции (активы)	Доходность американских облигаций	Цена на нефть Brent	ВВП G20	Разница процентных ставок	REER	Индекс S&P 500
Прямые инвестиции (активы)	1	0,20	0,23	-0,14	0,41	-0,10	0,08	0,43	-0,20
Портфельные инвестиции (активы)	0,20	1	0,04	0,09	-0,33	0,16	0,14	0,21	0,16
Прочие инвестиции (активы)	0,23	0,04	1	-0,21	0,43	-0,04	-0,13	0,38	-0,34
Доходность американских облигаций	-0,14	0,09	-0,21	1	-0,42	-0,22	-0,13	-0,19	-0,22
Цена на нефть Brent	0,41	-0,33	0,43	-0,42	1	0,13	-0,17	0,78	-0,43
ВВП G20	-0,10	0,16	-0,04	-0,22	0,13	1	-0,40	-0,10	0,22
Разница процентных ставок	0,08	0,14	-0,13	-0,13	-0,17	-0,40	1	0,16	0,31
REER	0,43	0,21	0,38	-0,19	0,78	-0,10	0,16	1	-0,49
Индекс S&P 500	-0,20	0,16	-0,34	-0,22	-0,43	0,22	0,31	-0,49	1

Таблица 4 / Table 4

Результаты оценивания уравнения регрессии для пассивов прямых иностранных инвестиций / Results of estimation of the regression equation for foreign direct investment liabilities

Независимая переменная	Значение коэффициента	P-значение
Расходы на конечное потребление	0,84	0,0007
Цена на нефть Brent	7,52	0,0962
Разница процентных ставок	0,29	0,0238
Прямые инвестиции активы (лаг-1)	0,25	0,0008
Z	20,14	0,0000
C	-0,87	0,2567
$R^2 = 0,46$ F-статистика = 8,01 (0,00)		

В результате оценивания были получены следующие значения коэффициентов (все значимы на уровне 10%) (табл. 4).

Наибольшее влияние на поступление в Россию прямых инвестиций демонстрирует цена на нефть на мировых рынках (хотя этот показатель характеризуется относительно низким уровнем значимости по сравнению с остальными). На пассивы прямых инвестиций также положительно влияют расходы на конечное потребление домашних хозяйств (инвестиции осуществляются в периоды роста потребительской активности с лагом в один квартал) и разница процентных ставок (т.е. рост доходности российских активов по сравнению с зарубежными; возможна иная интерпретация — рост издержек заимствования внутри страны и поиск источников финансирования за рубежом).

Мы отдельно включили в уравнение показатель активов прямых инвестиций (с лагом в один квартал), чтобы проверить гипотезу о значимости «круговых» потоков капитала для определения динамики прямых инвестиций (она высказывается многими исследователями²). Как следует из оценки уравнения, гипотеза получила свое подтверждение — активы прямых инвестиций значимо влияют на их пассивы с лагом в один квартал. Фиктивная переменная продемонстрировала значимость двух эпизодов резкого увеличения прямых инвестиций, связанных с конкретными сделками: покупкой Роснефтью компании ТНК-ВР (I квартал 2013 г.) и приватизационной сделкой в отношении самой Роснефти (VI квартал 2016 г.).

Оценка уравнения для портфельных инвестиций (пассивов):

$$\text{portf_inv_l}_i = \theta_0 + \theta_1 \text{rts}_i + \theta_2 \text{bond_yields_rus}_i + \theta_3 \text{miacr_libor_dif}_i + \varepsilon_i,$$

где, portf_inv_l — портфельные инвестиции (пассивы); rts — индекс РТС; bond_yields_rus — доходность российских облигаций; miacr_libor_dif — разница процентных ставок MIACR и LIBOR.

Ниже содержатся результаты оценивания данного уравнения (табл. 5).

Поскольку портфельные инвестиции включают инвестиции в ценные бумаги, логично, что их приток зависит от доходности этих ценных бумаг — динамики фондового индекса РТС и доходности российских облигаций. Положительное воздейст-

вие оказывает также разница процентных ставок между российским и лондонским межбанковскими рынками, что, как и в случае с прямыми инвестициями, можно объяснить стремлением привлечь иностранное финансирование в периоды растущей относительной стоимости заимствований в России.

Оценка уравнения для портфельных инвестиций (активов):

$$\text{portf_inv_a}_i = \theta_0 + \theta_1 \text{brent}_i + \theta_2 \text{s_p_500}_i + \theta_3 \text{miacr_libor_dif}_i + \theta_4 z_i + \varepsilon_i,$$

где, portf_inv_a — прямые инвестиции (пассивы); brent — цена на нефть марки Brent; s_p_500 — фондовый индекс S&P 500; miacr_libor_dif — разница процентных ставок MIACR и LIBOR; z — фиктивная переменная.

$$z_i = \begin{cases} 1, & \text{в II – IV кв. 2006 г.} \\ 0, & \text{в противном случае.} \end{cases}$$

Оценка уравнения для активов портфельных инвестиций (табл. 6) свидетельствует, что наиболее значительное воздействие на них оказывает цена на нефть (с противоположным знаком). Подобная взаимосвязь логична, если принять во внимание, что отток инвестиций из России увеличивается в периоды падения цен на нефть. Также ожидаемо положительное влияние на вывоз портфельных инвестиций за рубеж оказывает рост глобального фондового индекса (S&P 500) и отрицательное влияние — разница в процентных ставках. Фиктивная переменная в данном случае используется для периода со II по IV кварталы 2006 г., когда наблюдался возврат ранее сделанных портфельных инвестиций в долговые ценные бумаги (примерно 4–5 млрд долл. США в квартал), не объясняемый динамикой макроэкономических переменных.

Таким образом, проведенные нами расчеты подтвердили значимость ряда как внешних, так и внутренних факторов в динамике трансграничных потоков капитала, связанных с Россией. Среди внешних факторов ожидаемо выделяется динамика цен на нефть, а также глобальный фондовый индекс (для активов портфельных инвестиций). Среди внутренних факторов рост совокупного спроса способствует привлечению прямых иностранных инвестиций, а рост доходности российских финансовых активов (акций и облигаций) — привлечению портфельных инвестиций. Кроме

² См., например, [9, 10].



Таблица 5 / Table 5

**Результаты оценивания уравнения регрессии для пассивов портфельных иностранных инвестиций /
Results of estimation of the regression equation for liabilities of portfolio foreign investments**

Независимая переменная	Значение коэффициента	P-значение
Индекс РТС	0,88	0,0003
Доходность российских облигаций	0,66	0,0387
Разница процентных ставок	0,65	0,0347
C	-0,66	0,64
$R^2 = 0,19$ F -статистика = 3, 73 (0,02)		

Таблица 6 / Table 6

**Результаты оценивания уравнения регрессии для активов портфельных иностранных инвестиций /
Results of estimation of the regression equation for assets of portfolio foreign investments**

Независимая переменная	Значение коэффициента	P-значение
Цена на нефть Brent	-11,98	0,0005
Индекс S&P 500	1,20	0,0149
Разница процентных ставок	-0,19	0,0310
Z	-5,73	0,0007
C	0,13	0,6764
$R^2 = 0,21$ F -статистика = 3, 25 (0,02)		

того, обращает на себя внимание значимость во всех трех уравнениях разницы в процентных ставках, что позволяет говорить о подтверждении классических теорий в отношении международного движения капитала для России. В то же время находит количественное подтверждение и российская специфика — «круговое» движение

прямых иностранных инвестиций. Не для всех трансграничных потоков капитала удалось построить уравнения со значимыми переменными, что, по всей вероятности, свидетельствует о необходимости их дезагрегированного анализа (особенно прочих иностранных инвестиций, объединяющих широкий набор операций).

СПИСОК ИСТОЧНИКОВ/REFERENCES

1. Hannan S.A. Revisiting the determinants of capital flows to emerging markets — a survey of the evolving literature. IMF Working Paper. 2018;214.
2. Ahmed S., Zlate A. Capital flows to emerging market economies: A brave new world? *Journal of International Money and Finance*. 2014;48.
3. Herrmann S., Mihaljek D. The determinants of cross-border bank flows to emerging markets: New empirical evidence on the spread of financial crisis. BOFIT Discussion Papers. 2011;(3).



4. Felices G., Orskaug B.-E. Estimating the determinants of capital flows to emerging market economies: A maximum likelihood disequilibrium approach. Bank of England Working Paper. 2008;354.
5. When the tide goes out: Capital flows and financial shocks in emerging markets. Unctad policy brief. 2015;(40).
6. Богатова И. Э. Анализ состава и тенденций международных инвестиционных потоков в России за 2005–2013 гг. *Российский внешнеэкономический вестник*. 2014;(11):109–124.
Bogatova I. E. Analysis of the composition and trends of international investment flows in Russia for 2005–2013. *Rossiiskii vneshneekonomicheskii vestnik*. 2014;(11):109–124.
7. Головнин М. Ю. Новые тенденции участия России в международном движении капитала. *Вестник Института экономики Российской академии наук*. 2018;(6):9–23.
Golovnin M. Yu. New trends of Russia's participation in the international capital movement. *Vestnik Instituta ekonomiki Rossiiskoi akademii nauk*. 2018;(6):9–23.
8. Wang G. C.S. How to handle multicollinearity in regression modeling. *The Journal of Business Forecasting Methods and Systems*. 1996;15(1):23–27.
9. Булатов А. С. Россия в международном движении капитала: перелом тенденций. *Вопросы экономики*. 2017;(5):148–158.
Bulatov A. S. Russia in the international movement of capital: Breaking trends. *Voprosy ekonomiki*. 2017;(5):148–158.
Хейфец Б. А. Деофшоризация российской экономики: возможности и пределы. М.: Институт экономики РАН; 2013.
10. Heifets B. A. Deoffshorisation of the Russian economy: Opportunities and limits. Moscow: Institute of Economics RAS; 2013.

ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРАХ

Михаил Юрьевич Головнин — доктор экономических наук, член-корреспондент РАН, заместитель директора, Институт экономики РАН, Москва, Россия

mg-inecon@mail.ru

Гаяне Рубеновна Оганесян — младший научный сотрудник, Институт экономики РАН, Москва, Россия
ogr1802@yandex.ru

ABOUT THE AUTHORS

Mikhail Yu. Golovnin — Doctor of Economic Sciences, Corresponding Member of the Russian Academy of Sciences, Deputy Director of the Institute of Economics of the Russian Academy of Sciences, Moscow, Russia
mg-inecon@mail.ru

Gaiane R. Oganessian — Junior Researcher, Institute of Economics of Russian Academy of Sciences, Moscow, Russia
ogr1802@yandex.ru

Статья поступила 08.09.2019; принята к публикации 05.10.2019.

Авторы прочитали и одобрили окончательный вариант рукописи.

The article received on 08.09.2019; accepted for publication on 05.10.2019.

The authors read and approved the final version of the manuscript.