

<https://doi.org/10.31107/2075-1990-2023-6-27-42>



Бегство капитала из России и возможные источники финансирования расходов бюджета

Павел Евгеньевич Жуков

E-mail: PZhukov@fa.ru, ORCID: 0000-0003-0951-7164

Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, г. Москва, Российская Федерация

Аннотация

В исследовании рассматривается проблема бегства капитала из России в современных условиях и связанная с ней проблема финансирования расходов бюджета. Обосновывается различие между экспортом капитала и бегством капитала, который происходит в ситуации крайне высоких рисков или неблагоприятного инвестиционного климата. Анализируется платежный баланс России в 2022 г. Производится оценка размера бегства капитала из России в 2022 г. (примерно 232,2 млрд долл. США); показано, что в современной ситуации имеет место именно бегство капитала от политических и экономических рисков.

Далее анализируется комплекс сложных проблем финансирования расходов федерального бюджета России в современных условиях. Рассматриваются три возможных механизма финансирования дефицита бюджета (дополнительных расходов) — за счет новых государственных займов, за счет ФНБ и продажи государственных активов и путем введения новых чрезвычайных налогов. Делается вывод, что привлечь новые средства за счет государственных заимствований практически невозможно без значительного повышения расходов бюджета на обслуживание долга и эффектов вытеснения частных заимствований государственными. В завершение работы обосновывается предложение о введении нового гибкого налога на экспорт капитала, который может создать стимулы для инвестирования в российскую экономику и решить проблемы финансирования расходов федерального бюджета в современных условиях.

Ключевые слова: прямые иностранные инвестиции, бегство капитала, экспорт капитала, доходы бюджета, дефицит бюджета, чрезвычайный налог

JEL: F21, G11, H50, H61, H68

Для цитирования: Жуков П. Е. Бегство капитала из России и возможные источники финансирования расходов бюджета // Финансовый журнал. 2023. Т. 15. № 6. С. 27–42.

<https://doi.org/10.31107/2075-1990-2023-6-27-42>.

© Жуков П. Е., 2023

<https://doi.org/10.31107/2075-1990-2023-6-27-42>

Capital Flight from Russia and Possible Sources of Financing Budget Expenditures

Pavel E. Zhukov

Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow, Russian Federation
PZhukov@fa.ru, <https://orcid.org/0000-0003-0951-7164>

Abstract

The article considers the problems of capital flight from Russia in current conditions and the related problems of financing budget expenditures. The difference between capital export and capital flight, which occurs in conditions of extremely high risks or unfavorable investment climate, is substantiated. The balance of payments of Russia in 2022 is analyzed, and it is substantiated that in the current situation capital flows are largely capital flight from political and economic risks. The author estimates the size of capital flight from Russia in 2022 (approximately \$232 billion), and concludes that the mandatory sale of foreign exchange earnings in modern conditions can be replaced by more flexible control measures. Further, the paper analyzes a set of complex problems of financing the federal budget expenditures of Russia in the current conditions. Three possible mechanisms of financing the budget deficit (or additional expenditures) are considered: at the expense of new public debt, at the expense of the National Welfare Fund and sale of state assets, as well as at the expense of new emergency taxes. It is concluded that attraction of new sources for government borrowing is practically impossible without a significant increase in interest expenditures. At the end of the paper, for the recovery of the Russian economy, there is a proposal to introduce a new flexible tax on the export of capital, which can create incentives for investment in the Russian economy and solve the problems of financing federal budget expenditures in modern conditions.

Keywords: foreign direct investment, capital flight, capital export, budget revenues, budget deficit, emergency tax

JEL: F21, G11, H50, H61, H68

For citation: Zhukov P.E. (2023). Capital Flight from Russia and Possible Sources of Financing Budget Expenditures. *Financial Journal*, 15 (6), 27–42 (In Russ.).
<https://doi.org/10.31107/2075-1990-2023-6-27-42>.

© Zhukov P.E., 2023

АКТУАЛЬНОСТЬ ПРОБЛЕМАТИКИ И МЕТОДЫ ОЦЕНКИ РАЗМЕРОВ БЕГСТВА КАПИТАЛА

В условиях международных санкций органы государственной власти России вынуждены искать новые методы управления экономикой. В том числе это касается такой важной экономической деятельности, как иностранные инвестиции, которые оказывают большое влияние на баланс капитальных операций, курс рубля и развитие экономики. Этим обусловлена актуальность темы исследования.

Современная экономическая теория оценивает экспорт капитала как нормальное и в целом позитивное явление, за исключением нелегального экспорта капитала, который часто рассматривается как индикатор уровня коррупции в стране¹.

Международное движение капитала и иностранные инвестиции

Прямые инвестиции в другие страны позволяют образовывать транснациональные корпорации, способствуют обмену технологиями и их развитию, что необходимо как отдельным странам (и реципиентам, и донорам), так и глобальной экономике в целом.

Если подходить к проблеме движения капитала в рамках презумпции принципа открытости экономики [Sachs, Larraín, 1993] и в качестве критерия эффективности рассматривать прибыль на капитал, то можно предположить, что чем меньше ограничений со стороны государства, тем выше эффективность глобальных рынков, выше норма прибыли на капитал и тем лучше для общего развития глобальной экономики [Obstfeld, 2005].

¹ <https://gfn integrity.org/report/trade-related-illlicit-financial-flows-in-134-developing-countries-2009-2018/>.

В теории Манделла — Флеминга [Mundell, 1963; Fleming, 1962] рассматриваются эффекты транснационального движения капитала для экономики, зависящие от денежно-кредитной политики государства. При этом используется аппарат IS-LM кривых с дополнением в виде платежного баланса (BoP). В том числе рассматриваются эффекты фиксированного обменного курса и гибкого обменного курса (случай, когда платежный баланс равен нулю).

В обычной модели IS-LM действует локальная ставка процента (см., например [Mishkin, 2010; Sachs, 1993; Жуков, 2012a]), а в теории Манделла — Флеминга показано, что в глобальной экономике со свободным движением капитала вступает в силу трилемма Манделла — Флеминга («невозможная троица») — нельзя одновременно поддерживать свободное движение капитала, придерживаться регулируемого обменного курса валюты и проводить независимую денежно-кредитную политику. Свободное движение капитала считается предпочтительной политикой для стран, интегрированных в мировую экономику, и поддерживается МВФ (см. например, документ МВФ «Либерализация и управление капиталными потоками — институциональный взгляд» [МВФ, 2012]). Свобода движения капитала внутри ЕС входит в число четырех базовых принципов ЕС и с 1998 г. закреплена в законодательстве этого объединения².

Главная проблема с применением известных в литературе теоретических моделей в том, что они обычно не учитывают несовершенства финансовых рынков и протекционистские меры, принимаемые правительствами как развивающихся, так и развитых стран.

В работе [Blanchard, 2017] обосновывается возможность и целесообразность ограничения движения капитала для развивающихся стран в целях защиты их внутренних рынков капитала от экспансии и эффектов кризиса в развитых странах. В работе [Styrin, Ushakova, 2020] сделан вывод, что макропруденциальная политика центрального банка способна существенно влиять на трансмиссию проблем денежно-кредитной политики из развитых стран и с глобальных рынков капитала на внутренний рынок России (и других стран). Несмотря на то что большинство современных развитых стран являются членами ВТО, между США и ЕС постоянно идут торговые споры³ и делаются попытки ввести те или иные протекционистские меры.

Эффект взаимодействия России с этими мощными конгломератами при свободном движении капитала неоднозначен [Bulatov, 2017]. Отдельную проблему представляют офшорные зоны, которые как развивающиеся, так и развитые страны создают в целях привлечения иностранных капиталов. В общем и целом стремление минимизировать налоги в стране резиденции часто является одним из главных мотивов как для экспорта, так и для бегства капитала [Burmester, Scott-Kennel, 2019].

Нетто-импортеры и нетто-экспортеры капитала

В исследованиях по прямым иностранным инвестициям страны обычно делятся на две категории — нетто-импортеры иностранных инвестиций и нетто-экспортеры [Булатов, 2011]. Считается, что развивающиеся страны притягивают иностранные инвестиции за счет двух факторов — обилия трудовых ресурсов (в этом случае повышается норма прибыли на капитал), а также большого и бурно растущего внутреннего рынка (Китай, Индия, Вьетнам, Бразилия, Малайзия и др.) [Вергун, 2013].

Однако это разделение чрезмерно упрощает реальную ситуацию. Развитые страны являются как экспортерами, так и импортерами капитала. А развивающиеся страны с положительным сальдо торгового баланса становятся экспортерами капитала. В работе [Жуков, 2012б] показано, как механизм развития современного экономического кризиса

² <https://web.archive.org/web/20101202041812/http://eeas.europa.eu/eea/>.

³ <https://tass.ru/info/6314373>.

запускается несбалансированностью торговли между развитыми и развивающимися странами, созданной переносом производственных мощностей из первых во вторые. При этом профицит торгового баланса в блоке развивающихся стран влечет за собой инвестиции в развитые страны. В основном это портфельные инвестиции в ценные бумаги (в том числе государственные), инвестиции в недвижимость, но также и прямые инвестиции [Таций, Томберг, 2012]. В работе [Brunnermeier, Huang, 2018] предлагается смягчение нестабильности международных потоков капитала путем создания производных ценных бумаг на основе пула суверенных облигаций развивающихся стран.

В современных реалиях само разделение на развитые и развивающиеся страны становится условным. Китай — вторая по ВВП экономика мира (первая по ППС) — все еще сохраняет некоторые преимущества развивающейся страны для прямых иностранных инвестиций (растущий рынок, льготное налогообложение в специальных экономических зонах и др.). При этом Китай лидировал в 2022 г. по профициту платежного баланса и экспорту капитала [Салицкий, Семенова, 2016; Салицкий, 2018]. Также Китай наращивает инвестиции как в Россию, так и в другие соседние страны [Гельбрас, 2011]. Россия, в свою очередь, также активно развивала инвестиции в страны СНГ [Кузнецов, 2012]. С другой стороны, многие страны ЕС (например, Ирландия, Польша и др.) для привлечения иностранных инвестиций используют режимы льготного налогообложения, аналогично развивающимся странам, образуя офшорные зоны либо создавая режим фактически офшорного налогообложения для иностранных инвесторов.

Офшорные инвестиции

Величина офшорных капиталов в денежных средствах и ценных бумагах в 2016 г. оценивалась NBER как минимум в 7,5 трлн долл. США [Ковалева и др., 2018]. В этой же работе отмечается, что крупнейшие стратегические компании России контролируются офшорными компаниями и эти же компании являются главными центрами прибыли, что не удивительно, так как использование офшорных дочерних компаний, филиалов и посредников позволяет снизить налог на прибыль корпораций, НДС и другие налоги.

В работе [Bulatov, 2022] рассматриваются различные мотивы для бегства капитала из России — несовершенство институтов, оптимизация бизнеса, избежание (уклонение) уплаты налогов — и делается вывод, что разделить эти мотивы крайне сложно. Можно лишь по платежному балансу оценить общий объем утечки капитала из России в 154 млрд долл. США в течение 2015–2020 гг. и долю российских ТНК (транснациональных корпораций) в 70–74 млрд долл. (это 0,8% ВВП за указанный период).

Можно предположить, что главным мотивом для инвестиций в офшорные зоны выступает минимизация налогов, но также важным мотивом можно считать сокрытие бенефициаров [Ковалева и др., 2018]. Более того, именно офшорные зоны являются одними из основных источников прямых иностранных инвестиций в Россию [Хейфец, 2009; Веселов и др., 2020]. Еще сложнее оценить нелегальный экспорт капитала, основанный на занижении таможенной стоимости экспорта, который остается за пределами статистики платежного баланса и может быть оценен только при помощи «зеркальной» таможенной статистики и экспертных оценок⁴.

Презумпция эффективности частных инвестиций для развития экономики по сравнению с государственными инвестициями является общепринятой концепцией для современной экономической теории. Как уже отмечалось, экспорт капитала в виде прямых инвестиций связан с нормальной логикой развития крупных корпораций в современной глобальной экономике [Buckley, 2018].

⁴ <https://gfnintegrity.org/report/trade-related-illlicit-financial-flows-in-134-developing-countries-2009-2018/>.

Но также экспорт капитала часто обусловлен стремлением корпораций минимизировать налоги, что используется странами — нетто-импортерами капитала при предоставлении налоговых льгот иностранным инвесторам с целью привлечения прямых иностранных инвестиций.

По мнению представителей неокейнсианской школы [Domar, 1946], инвестиции являются главным фактором развития экономики, и, следовательно, если государство допускает свободный нетто-экспорт капитала, то это тормозит рост национальной экономики.

Экспорт капитала и бегство капитала

Для представителей неоклассической школы очевидно, что если капиталы в большом объеме вывозятся из страны, то это значит, что они не находят в ней эффективного применения. Это означает, что либо в этой стране высокие инвестиционные риски, либо в целом неблагоприятный инвестиционный климат. Однако при глобальном подходе, который применяется МВФ [МВФ, 2012], не различаются два принципиально разных явления — экспорт капитала и бегство капитала.

Бегство капитала — ситуация, когда капиталы перемещаются из страны не потому, что это содействует нормальному экономическому развитию корпораций, а потому, например, что налоги в стране слишком высоки, что типично для развивающихся стран с левым правительством (например, случай Аргентины)⁵. Другой причиной может быть то, что в стране слишком высокие коррупционные и (или) политические риски либо низкий уровень уважения к праву собственности, в результате чего в стране нет гарантии сохранности капитала. Иногда это характеризуется как «недостаточное развитие институтов права» [Булатов, 2011], но правильнее было бы говорить в первую очередь о высоких политических и налоговых рисках инвестора [Жуков, Расулова, 2020]. Особый случай — когда риски в стране резиденции компании слишком высоки из-за военного конфликта и международных санкций. Все эти причины в совокупности обычно характеризуются как неблагоприятный (крайне неблагоприятный) инвестиционный климат.

Напротив, в случае экспорта капитала (как легального, так и нелегального) стимулом к вывозу капитала является стремление к развитию бизнеса и повышению нормы прибыли. В этом случае обычно инвестиционный климат в стране резиденции оценивается как нормальный или благоприятный и вывозу капитала всегда сопутствуют прямые иностранные инвестиции [Buckley, 2018].

Например, Китай сегодня является одним из главных экспортеров капитала, но его инвестиционный климат оценивается весьма высоко [Тацкий, Томберг, 2012]. При этом прямые инвестиции в Китай продолжают, в том числе благодаря высоким темпам роста экономики [Салицкий, 2018]. Следует отметить, что прямые иностранные инвестиции почти всегда рассматриваются как благо, так как при этом происходит передача новых технологий [Buckley, 2018]. Например, прямые иностранные инвестиции в экономику России до 2014 г. были важным фактором повышения ее конкурентоспособности, а после 2014 г. сосредоточились в основном в добывающих отраслях [Жуков, Расулова, 2020; Веселов и др., 2020].

Экспорт капитала свойственен в первую очередь развитым странам, интегрированным в мировую экономику, — странам ЕС, США, Японии, Южной Корее и др. Однако сегодня к нетто-экспортерам капитала также можно отнести Китай, ОАЭ, Саудовскую Аравию и другие развивающиеся страны с избытком капитала. Напротив, бегство капитала свойственно в основном для развивающихся стран с нестабильной экономикой и высокими финансовыми, политическими и коррупционными рисками (хотя иногда с такими

⁵ <https://econs.online/articles/ekonomika/plastyr-na-ziyayushchey-rane-tri-desyatiletiya-kontrolya-kapitala/>.

проблемами сталкиваются и развитые страны со слишком высокими налогами⁶). Оценки международного движения капитала, как правило, производятся на основе платежного баланса, как это делает МВФ⁷ [Булатов и др., 2014].

Обязательная продажа валютной выручки

Многие годы (после 2000-х) в России считалось, что лучшим механизмом для снижения утечки капитала является обязательная продажа валютной выручки, хотя это всегда было неэффективно против нелегального экспорта капитала. Если валютная выручка превышала возможности инвестиций за рубежом и внутри страны, то ее изымали в виде налогов на экспорт природных ресурсов и (или) НДС и накапливали в резервах Банка России. Кроме того, превышение нефтегазовых доходов бюджета по сравнению с утвержденными в бюджете (8 трлн руб. в 2023 г.) накапливались в ФНБ (Фонде национального благосостояния).

Такая политика «стерилизации» излишней валютной ликвидности помогала избежать излишнего усиления рубля и других эффектов «голландской болезни» [Моисеев, 2016]. Именно такой политики придерживались российские денежные власти до 2022 г., используя бюджетное правило, экспортные пошлины и НДС.

При этом сохраняются широкие возможности для офшорных инвестиций и офшорных потоков капитала. Еще одна проблема офшорных инвестиций в том, что потоки капитала, как правило, имеют анонимный характер и этот характер защищается мощными лоббистскими группами международных корпораций и международных инвесторов. Возможности для раскрытия личностей инвесторов в рамках FATF остаются весьма широкими, но пока что включают только ограниченный список причин (обычно — уголовных преступлений). Также существуют широкие возможности для инвестиций граждан в криптовалюты — по экспертным оценкам, инвестиции российских граждан в криптовалюты достигли 2 трлн руб.⁸ при объеме сделок до 5 млрд долл. США⁹.

ОСЛАБЛЕНИЕ ВАЛЮТНОГО КОНТРОЛЯ И БЕГСТВО КАПИТАЛА ИЗ РОССИИ В 2022 г.

В 2022 г. в связи с необходимостью предоставить больше возможностей экспортерам было выпущено не менее 12 указов Президента РФ по вопросам валютного контроля в условиях санкций. После введения западных санкций экспортеры вначале были обязаны продавать 80% валютной выручки в рамках всех внешнеторговых договоров, но потом это требование снизили до 50%, а летом 2022 г. его совсем отменили. Определение того, какие экспортеры и какой объем валютной выручки должны продавать, поручили комиссии Правительства России по иностранным инвестициям. Далее правительственная комиссия по иностранным инвестициям на заседании 09.06.2022 установила, что размер валюты, подлежащей обязательной продаже, равен нулю. Наконец, последний Указ Президента Российской Федерации от 06.02.2023 № 72 «Об особом порядке проведения расчетов между некоторыми юридическими лицами — резидентами при осуществлении внешнеэкономической деятельности» полностью отменил требование к российским сырьевым экспортерам по продаже 50% валютной выручки.

При этом обычные доводы экономической теории в пользу свободы движения капитала в условиях санкций не работают — инвестиции российских компаний в любой момент

⁶ <https://www.elibrary.imf.org/display/book/9781451941883/ch06.xml>.

⁷ <https://www.elibrary.imf.org/subject/044>.

⁸ <https://www.forbes.ru/investicii/482864-sredstvo-peredvizhenia-deneg-kak-izmenilas-rol-kriptovalut-dla-rossian-v-2022-godu>.

⁹ <http://www.cbr.ru/s/25f0>.

могут быть заморожены или даже конфискованы, а иностранные инвестиции в Россию (другая сторона свободного движения капитала) почти прекращены. Поэтому вывоз капитала сегодня нельзя рассматривать как обычный экспорт капитала (как это было бы в нормальных условиях). Сегодня это почти всегда бегство капиталов от политических рисков, экономической неопределенности и от рисков их возможной мобилизации государством. Исключениями из этого правила являются проведение российскими корпорациями прямых инвестиций в дружественные юрисдикции в целях построения новых производственных цепочек взамен «оборванных» санкциями. Эти важные для России инвестиции также находятся под санкционными рисками, так как Минфин США анализирует эти действия и пытается их запретить.

По данным ФТС, положительное сальдо торгового баланса РФ в 2022 г. увеличилось на 66,5% по сравнению с 2021 г.¹⁰ (см. табл. 1). В связи с санкциями не вызывает удивления сокращение объема импорта товаров и услуг в целом за 2022 г. на 9%. В то же время в 2022 г. российский экспорт оказался на 14% больше, чем в 2021-м. Более того, был превышен рекорд XXI в., достигнутый в 2013 г. (592 млрд долл. США)¹¹. Профицит счета текущих операций платежного баланса Российской Федерации в 2022 г. составил 233 млрд долл. — в два раза больше, чем в 2021 г.

Таблица 1

**Показатели торгового баланса, экспорта и импорта
товаров и услуг Российской Федерации в 2021 и 2022 гг.**

	2021 г., млрд долл. США	2022 г., млрд долл. США	Прирост в 2022 г. к 2021 г., %
Сальдо торгового баланса	199,6	332,4	66,5
Импорт товаров и услуг	379,9	345,8	-9
Экспорт товаров и услуг	550	628,1	14

Источник: Платежный баланс Российской Федерации (IV кв. 2022 г.) / Банк России, 26 января 2023 г. (https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/43679/Balance_of_Payments_2022-4_13.pdf).

Чистая международная инвестиционная позиция Российской Федерации в 2022 г. увеличилась с 485 млрд до 770,4 млрд долл. США, прирост чистых активов (по данным Банка России) составил 285,4 млрд долл.¹² Таким образом, увеличение чистых активов корпоративного сектора можно приблизительно оценить в 334 млрд долл. США (285,4 млрд долл. плюс снижение международных резервов ЦБ РФ на 48,6 млрд долл., по оценке автора). Однако при этом нужно учесть, что 101,8 млрд долл. составляют чистые выплаты долга, поэтому величину бегства капитала в 2022 г. можно приблизительно оценить в 232,2 млрд долл. США.

Этот эффект зарубежные аналитики рассматривают как бегство капиталов¹³, а главным стимулом к бегству капиталов является оценка инвестиционных рисков в России как крайне высоких. Также, по-видимому, имеет место стремление владельцев капитала нарастить свои сбережения в офшорных «безопасных гаванях» с намерением эмигрировать туда в случае увеличения рисков. Таким образом, можно сделать вывод, что начиная с 2022 г. в условиях беспрецедентно жестких санкций против России действие факторов, стимулирующих бегство капитала, резко усилилось.

¹⁰ <https://www.vedomosti.ru/economics/news/2023/03/13/966198-fts-profitsit-torgovogo-balansa-rossii>.

¹¹ Сайт ФТС. URL: <https://customs.gov.ru/press/federal/document/385906>.

¹² Платежный баланс, международная инвестиционная позиция и внешний долг Российской Федерации в 2022 году / Сайт Банка России. URL: https://www.cbr.ru/statistics/macro_itm/svs/p_balance/.

¹³ Klein M. C. Russia Sanctions, "Mobilization", and Capital Flight, 08.11.2022. URL: <https://theovershoot.co/p/russia-sanctions-mobilization-and>.

В 2023 г. ситуация изменилась — положительное сальдо внешней торговли за январь–сентябрь 2023 г. снизилось почти в три раза (87,8 млрд долл. США против 252,7 млрд за январь–сентябрь 2022 г.)¹⁴. Профицит текущего счета платежного баланса Российской Федерации в январе–сентябре 2023 г. уменьшился почти в пять раз по сравнению в 2022 г. (40,9 млрд долл. США против 196,0 млрд).

В сентябре 2023 г. был пересмотрен базовый сценарий прогноза ЦБ на 2023 г., теперь профицит счета текущих операций по итогам 2023 г. ожидается в размере 45 млрд долл. США. При этом остается прогноз положительного сальдо внешней торговли товарами — 119 млрд долл., но из него нужно вычесть отрицательное сальдо торговли услугами — 33 млрд долл. и отрицательное сальдо баланса первичных и вторичных доходов — 40 млрд долл.¹⁵ Таким образом, в 2023 г., по всей видимости, не будет таких широких возможностей для бегства капитала, какие наблюдались в 2022 г.

В то же время, учитывая непрозрачные дисконты цен на энергоносители при продаже их в Индию и Китай (что связано с санкциями), можно предположить, что при снижении открытого (легального) экспорта капитала увеличился нелегальный, обычно связанный именно с продажей товаров по заниженным ценам с последующей аккумуляцией комиссионных на офшорных счетах. Кроме того, импорт услуг и баланс первичных и вторичных доходов также могут быть каналами для бегства капитала.

ПРОБЛЕМЫ ФЕДЕРАЛЬНОГО БЮДЖЕТА РОССИИ В УСЛОВИЯХ САНКЦИЙ И БЕГСТВА КАПИТАЛОВ

В современных условиях санкций и мобилизационной экономики Россия столкнулась с целым комплексом сложных проблем в области финансирования государственных расходов.

Первая часть этих проблем — потери нефтегазовых и иных экспортных доходов из-за беспрецедентных международных санкций, введенных против России. Вторая часть проблем — острая необходимость фискального стимулирования экономики, которая в случае непринятия экстренных мер может войти в рецессию в условиях санкций. В области внешней торговли крайне необходимо налаживание новых логистических цепочек импорта и экспорта. Здесь компании в принципе сами могут решать свои проблемы, но есть и проблемы, для которых может потребоваться государственное финансирование, например создание удобной транспортной инфраструктуры для торговли с Индией и Китаем, системы логистики для продажи отечественного СПГ в эти страны и др.

Третья часть проблем связана с необходимостью финансирования чрезвычайных (в том числе военных) расходов бюджета. Четвертая, не менее важная часть проблем обусловлена необходимостью поддержания на прежнем уровне финансирования социальных обязательств и уже принятых государственных программ.

В первой части проблем, связанных с санкциями против России, мы видим замораживание зарубежных российских активов Банка России (в том числе средств Фонда национального благосостояния). Кроме того, в США и ЕС (а также в иных странах G7 и в других государствах, поддержавших санкции) заморожены счета ведущих российских предприятий, попавших под санкции, произведена блокировка SWIFT большинства крупных российских банков.

По заявлениям официальных лиц США и ЕС в целом санкции были рассчитаны на то, чтобы лишить Россию возможности финансировать военные действия и производить военные материалы. Однако, по мнению председателя Правительства РФ М. В. Мишустина,

¹⁴ https://www.cbr.ru/statistics/macro_itm/svs/bop-eval/.

¹⁵ <https://www.interfax.ru/business/925076>.

цели санкций были гораздо шире — в целом подорвать экономику России, спровоцировать массовые увольнения и закрытие предприятий, создать ситуацию массовой безработицы и вызвать социальный протест в обществе¹⁶.

Эти цели не были достигнуты в 2022 г. Влияние санкций на экономику России в 2022 г. оказалось незначительным. Экспорт углеводородов и нефтегазовые доходы бюджета даже увеличились (падение объема экспорта углеводородов из России было компенсировано ростом цен) — в 2022 г. экспорт составил 383,7 млрд долл. США (на 43% больше, чем в 2021 г.)¹⁷.

Предварительные данные показывают, что в текущем 2023 г. ситуация, по-видимому, будет значительно хуже. В декабре 2022 г. США, ЕС (а также иные государства G7 и Австралия) ввели потолок цен на нефть — 60 долл. за баррель. Кроме того, США и ЕС ввели эмбарго на закупки российской нефти, доставляемой танкерами по морю.

В 2023 г. российские компании активно переориентируют экспорт нефти и газа, направляя его в сторону Китая, Индии и других дружественных стран, не присоединившихся к санкциям. По подсчетам аналитиков агентства Vortexa, в первой половине 2023 г. экспорт нефти и нефтепродуктов из России составил 6,75 млн барр. в сутки¹⁸, при этом до 91% поставок сырой нефти пришлось на Индию и Китай. В частности, поставки сырой нефти в Индию увеличились более чем в 20 раз.¹⁹

По-видимому, большую часть потерянного Россией рынка газа ЕС займут поставки из США. Так, поставки из США в ЕС СПГ в 2022 г. выросли в 2,5 раза и составили 56 млрд куб. м. Очевидно, что энергетические компании США получили из-за антироссийских санкций заметные конкурентные преимущества, в то время как экономика стран ЕС теряет конкурентные преимущества из-за роста цен на энергоносители. В целом можно сказать, что антироссийские санкции оказались весьма выгодны для компаний США, но нанесли серьезный удар по компаниям ЕС²⁰.

МЭА прогнозирует, что потребление природного газа в европейских странах ОЭСР в 2023 г. может сократиться более чем на 50 млрд куб. м. По оценкам ЕС, его затраты в 2023 г. в целях смягчения энергетического кризиса, вызванного снижением экспорта газа из России и последовавшим за этим ростом цен, составят не менее 500 млрд евро (а по оценке экспертов McKinsey, они могут превысить 1 трлн евро в 2023 г.)²¹.

Общие потери России из-за эмбарго (по оценкам МЭА) составят около 1 трлн долл. США к 2030 г., а доля России на мировом энергетическом рынке, предположительно, сократится с 20 до 13%. Сегодня главная проблема — значительный рост расходов бюджета и одновременно снижение его доходов (а значит, увеличение бюджетного дефицита). Даже очень консервативный прогноз Минфина России на 2023–2025 гг. предполагает постоянное снижение доходов федерального бюджета в отношении к ВВП начиная с 2023 г. После увеличения доходов бюджета до 19% ВВП (27,69 трлн руб.) в 2022 г. последует их снижение до 17,4% ВВП в 2023 г., до 17,1% ВВП в 2024 г. и до 16,4% ВВП в 2025 г. При этом основная часть снижения приходится на нефтегазовые доходы (что естественно в условиях санкций) — с 8% ВВП в 2022 г. до 5% ВВП в 2025 г.

¹⁶ Ежегодный отчет Правительства РФ в Государственной думе РФ, 23 марта 2023 г. URL: <http://government.ru/news/48055/>.

¹⁷ Сайт РБК. URL: <https://www.rbc.ru/economics/01/03/2023/63ff42ef9a79476bdd5d92e0>.

¹⁸ Сайт агентства Anadolu. URL: <https://www.aa.com.tr/en/economy/russia-exports-91-of-its-crude-oil-to-china-india-in-march-as-trade-routes-shift/2864079#>.

¹⁹ Сайт РБК. URL: <https://www.rbc.ru/politics/05/04/2023/642d48f49a7947c21d211fb5>.

²⁰ Сайт Forbes. URL: <https://www.forbes.ru/finansy/478911-eksperty-ocenili-zatraty-es-na-bor-bu-s-gazovym-krizisom-bole-cem-v-eur1-trln>.

²¹ Сайт Forbes.

Потенциальный дефицит бюджета при сохранении уровня расходов 2022 г. составил бы не менее 1,6% ВВП в 2023 г., 1,9% ВВП в 2024-м и до 2,6% ВВП в 2025 г.²² Однако, по предварительным данным (см. табл. 2), в январе–октябре 2023 г. доходы увеличились на 4,4% по сравнению с 2022 г. (на 2023 г. планировалось падение на 6%). Нефтегазовые доходы бюджета снизились на 26,3% (до 7,2 трлн руб.), но нефтегазовые доходы выросли на 28,7% (до 15,9 трлн руб.).

Таблица 2

**Доходы и расходы федерального бюджета России
за январь–октябрь 2023 г. (млрд руб.), по предварительной оценке**

	январь–октябрь 2023 г.	январь–октябрь 2022 г.	%, год к году	Утверждено законом 466-ФЗ от 05.12.2022*
Доходы	23 106	22 139	4,4	26 130
Нефтегазовые доходы, в т. ч.:	7210	9788	-26,3	8939
базовые нефтегазовые доходы	6617	4985	32,7	8000
Ненефтегазовые доходы, в т. ч.:	15 896	12 351	28,7	17 191
НДС (производство и импорт)	9335	7633	22,3	10 417
налог на прибыль	1567	1376	13,9	1633
Расходы	24 341	21 785	11,7	29 056
дефицит	-1235	355	-	-2925

* Федеральный закон от 5 декабря 2022 г. № 466-ФЗ «О федеральном бюджете на 2023 год и на плановый период 2024 и 2025 годов».

Источник: данные Минфина России (https://minfin.gov.ru/ru/press-center/?id_4=38746-predvaritelnaya_otsenka_ispolneniya_federalnogo_byudzheta_za_yanvar-oktyabr_2023_goda).

Таким образом, исходя из табл. 2, ситуация с доходами бюджета существенно улучшилась после их резкого падения в начале 2023 г. Однако на 12.11.2023 сайт «Электронный бюджет» прогнозировал расходы бюджета 32,5 трлн руб. (на 3,4 трлн руб. выше плановых показателей), а доходы — 26,1 трлн руб. (на уровне плановых показателей), что означает прогнозируемый дефицит примерно 6,4 трлн руб. Анализ данных об исполнении расходов бюджета затруднен тем, что Минфин России прекратил публиковать подробные данные (начиная с 2022 г.), но можно предположить, что реальный дефицит федерального бюджета может быть существенно выше запланированного уровня. При этом планируемые объемы государственного долга, отраженные в Федеральном законе о федеральном бюджете на 2023 г. и на период 2024–2025 гг. (далее — 466-ФЗ от 05.12.2022), не предполагают резкого увеличения финансирования первичного дефицита бюджета — всего лишь на 0,23 трлн, 0,31 трлн и 0,12 трлн руб. на 2023, 2024 и 2025 гг.²³

**ВОЗМОЖНОСТИ ФИНАНСИРОВАНИЯ ЧРЕЗВЫЧАЙНЫХ РАСХОДОВ
ФЕДЕРАЛЬНОГО БЮДЖЕТА НА 2023–2025 гг.**

Рассмотрим три варианта финансирования дополнительного дефицита бюджета свыше уровня 2,9 трлн руб., предусмотренного 466-ФЗ от 05.12.2022: за счет увеличения государственного долга, использования средств ФНБ (наиболее вероятный на сегодняшний день вариант), введения новых чрезвычайных налогов (либо увеличения ставок налогов).

²² Основные направления бюджетной, налоговой и таможенно-тарифной политики на 2023 год и плановый период 2024 и 2025 годов. URL: https://minfin.gov.ru/ru/document?id_4=300570.

²³ Основные направления бюджетной, налоговой и таможенно-тарифной политики на 2023 год и плановый период 2024 и 2025 годов.

Первый вариант — финансирование дополнительных расходов за счет новых государственных заимствований. В этом варианте государство не вводит дополнительные налоги, которые могут отрицательно воздействовать на развитие экономики, и финансирует фактический дефицит бюджета только за счет новых государственных заимствований. Однако каковы предельные возможности для новых заимствований с целью финансирования первичного дефицита бюджета?

Дополнительные средства государство может привлечь только за счет эффекта вытеснения частных заимствований государственными облигациями, которое возможно, очевидно, только при условии повышения доходности государственных облигаций [Mishkin, 2010]. Это означает изменение сложившихся пропорций финансового рынка в пользу государственных облигаций и называется вытеснением, так как в этом случае государственные инвестиции вытесняют частные. Следовательно, хотя теоретически и существует возможность увеличения государственных заимствований на финансовом рынке, но это означало бы существенное изменение его структуры.

В приложении 40 к 466-ФЗ от 05.12.2022²⁴ указываются три главных источника: дополнительные нефтегазовые доходы (939 млрд руб.), изменение средств ФНБ на сумму 2903 млрд руб. и остатки средств на счетах федерального бюджета в сумме 1964 млрд руб. Последний источник, по-видимому, был использован в первую очередь при финансировании государственных контрактов в начале 2023 г.

Проведем расчет увеличения долга в случае, если каждый год в 2023–2025 гг. будет проводиться финансирование первичного дефицита бюджета в размере 3 трлн руб. (см. табл. 3) аналогично первичному дефициту бюджета за январь–апрель 2023 г.

Таблица 3

**Рост госдолга при дополнительном финансировании первичного дефицита
федерального бюджета в размере 3 трлн руб. (дополнительно к 466-ФЗ
от 05.12.2022 при доходности новых размещений 10%), млрд руб.**

	2023	2024	2025
Государственные ценные бумаги — превышение размещения над погашением	1747,4	1937,6	2000,5
Обслуживание госдолга	1519,3	1625,2	1878,3
Финансирование первичного дефицита за счет роста госдолга, предусмотренное 466-ФЗ от 05.12.2022	228,1	312,4	122,2
Финансирование дополнительного первичного дефицита за счет увеличения госдолга	3000,0	3000,0	3000,0
Дополнительные расходы на обслуживание госдолга	150,0	450,0	750,0
Дополнительное превышение размещения госдолга над погашением	3150,0	3450,0	3750,0
Увеличение госдолга по 466-ФЗ от 05.12.2022 с уровня 2022 г.	1747,4	3685,0	5685,5
Увеличение госдолга с уровня 2022 г. — при дополнительном первичном дефиците 3 трлн руб. в год	4897,4	10 285,0	16 035,5

Источник: расчеты автора.

На начало 2023 г. стоимость облигаций органов государственного управления составила 19,6 трлн руб. (51% рынка облигаций). Из табл. 3 следует, что в текущем варианте Закона на 466-ФЗ от 05.12.2022 происходит увеличение доли государственного долга на рынке облигаций с 51 до 66,5%. Но если предположить ежегодный дополнительный первичный

²⁴ Сайт Минфина России. URL: https://minfin.gov.ru/ru/document/?DOCUMENT_NUMER_4=466-%D0%A4%D0%97&P_DATE_from_4=&P_DATE_to_4=&M_DATE_from_4=&M_DATE_to_4=&t_4=8992603966332692413&order_4=M_DATE&dir_4=desc&by_doc_number_4=1&INF_BLOCK_ID_4=0.

дефицит в 3 трлн руб., то при условии финансирования всего дефицита за счет государственных облигаций государственный долг займет 97% объема рынка облигаций, что означает почти полное вытеснение корпоративных облигаций государственными. Конечно же, в реальности такая ситуация не возникнет. Во-первых, объем долгового рынка растет, и при росте 10% в год госдолг уже займет не 97%, а только 66% общего объема рынка облигаций. Во-вторых, Банк России способен смягчить этот эффект, выкупая ОФЗ на вторичном рынке. Однако это может разогнать инфляцию, как это уже произошло в США при финансировании дефицита бюджета в 6 трлн долл. за 2020–2022 гг., которое на две трети было смягчено за счет операций ФРС на открытом рынке.

Проблема в том, что даже умеренное изменение пропорций рынка в сторону увеличения доли госдолга приведет к вытеснению частных инвестиций, росту ставок процента и торможению экономики. И что не менее важно, это возможно только при повышении доходности государственных ценных бумаг (в современных условиях, исходя из последних размещений ОФЗ в 2022 г., — свыше 10% годовых)²⁵. В любом случае такие меры означали бы торможение развития экономики и перекалывание текущих проблем бюджета на будущие периоды, что всегда связано с рисками [Sachs, Larraín B., 1993; Mishkin, 2010; Жуков, 2015].

Для сравнения: рынок облигаций США в 2022 г. занимал 51% капитализации мирового рынка облигаций, или 51 трлн долл. США (из них государственные облигации — 26 трлн долл.), а рынок акций США составил 42% капитализации мирового рынка акций, или 52,2 трлн долл. Таким образом, хотя объем государственного долга к ВВП в России намного ниже, чем в США, доля государственного долга пропорционально объему рынка облигаций примерно такая же, как в США. Объем дефицита в США за 2020–2022 гг. был примерно 6 трлн долл., то есть 11,76% от объема рынка облигаций (для России это примерно 4,5 трлн руб.). Этот дефицит привел к резкому росту инфляции в 2022 г. — до 10% в конце года, которую удалось подавить только путем резкого повышения ставки ФРС до 4,5%.

Из приведенного анализа следует, что хотя объемы государственного долга России далеки от предельных значений, но возможности финансирования дополнительного дефицита бюджета путем внутренних заимствований фактически уже используются почти полностью (с учетом расходов по обслуживанию долга). Существенное повышение долгового финансирования расходов бюджета приведет как минимум к двум неприятным последствиям — вытеснению частных инвестиций государственными ценными бумагами и повышению процентных ставок по кредитам. Оба эффекта негативно влияют на развитие экономики и, в результате ряда побочных эффектов, на инфляцию [Sachs, Larraín, 1993; Mishkin, 2010]. Следовательно, для финансирования дополнительных расходов в 2023 г. и далее остаются только альтернативные источники — продажа государственного имущества (в том числе золота и других активов ФНБ), общее повышение налогов, возможные чрезвычайные налоги, которые в условиях военного времени являются общепринятой практикой.

Рассмотрим второй вариант финансирования дефицита бюджета — привлечение средств ФНБ (который наиболее популярен сегодня). Теоретически это безупречный вариант — если мы реализуем какие-то государственные активы (например, золотые слитки) населению и компаниям и за счет этих средств финансируем дефицит бюджета, то это не должно повысить инфляцию (так как не влияет на денежную массу).

При этом следует учитывать, что хотя объем ФНБ на 1 сентября 2023 г. составил 13,7 трлн руб., но объем ликвидных активов — только 7,25 трлн руб. (на конец 2024 г. планируется 6,4 трлн руб.). Использование этого источника может не покрыть всех потребностей финансирования дефицита бюджета, и, кроме того, оно связано с инфляционными

²⁵ Сайт Банка России. URL: https://www.cbr.ru/statistics/macro_itm/svs/key-ind/.

рисками и рисками вытеснения, аналогичными увеличению госдолга. Инфляционно безопасный путь финансирования дефицита бюджета за счет средств ФНБ может быть связан с использованием внешних источников (например, продажа золота за рубеж), но и этот вариант теоретически может быть заблокирован санкциями США.

Третьей (альтернативной) возможностью для финансирования чрезвычайных расходов бюджета может быть введение специальных (или даже чрезвычайных) налогов — это обычная практика для государства, находящегося в условиях военных действий. Следовательно, велика вероятность того, что в 2023–2025 гг. государству придется прибегнуть к новым налогам с компаний. Такие механизмы, по всей видимости, будут рассматриваться в условиях международных санкций и экономического кризиса [Пансков, 2016].

В связи с этим 4 августа 2023 г. был подписан закон, устанавливающий 10-процентный налог на сверхприбыль для крупных компаний — разовый взнос в бюджет для крупного бизнеса (с прибылью свыше 10 млрд руб. в 2022 г.). Но доходы от этого налога, по оценкам Минфина России, ожидаются только на уровне 300 млрд руб.²⁶, что, вероятно, недостаточно для решения всех проблем финансирования дефицита бюджета.

Возможен также смешанный путь — чрезвычайные займы у корпораций их свободных средств под низкий процент на длительный срок. В этом случае банки, по-видимому, должны, в свою очередь, также получить возможность рефинансирования со стороны Центрального банка, например путем операций типа РЕПО с этими бумагами. Подобные методы исторически применялись при необходимости финансировать значительные объемы военных расходов (например, в Германии в 1934 г. гениальный финансист доктор Шахт придумал векселя типа МЕФО), однако их применение должно быть очень ограниченным и контролируемым, чтобы не вызвать инфляции.

ВЫВОДЫ И ПРЕДЛОЖЕНИЯ

Очевидно, что отмена мер по введению обязательной продажи валютной выручки была не случайной, она имела серьезные причины. В частности, при обязательной продаже возникает вопрос о том, как регулировать курс рубля. Политика «стерилизации» излишней валютной ликвидности помогала избежать излишнего усиления рубля и других эффектов «голландской болезни» [Моисеев, 2016]).

Однако в марте 2023 г. Россия уже столкнулась с противоположным явлением — ослаблением рубля из-за бегства капитала. Очевидно, что с учетом масштабов бегства капитала после отмены валютного контроля требуется найти какие-то новые механизмы его мобилизации в интересах национальной экономики для обеспечения выпадающих доходов бюджета, а также для финансирования государственных программ.

Анализ платежного баланса России показывает, что существует возможный путь финансирования дополнительных государственных расходов за счет нового чрезвычайного налога — налога на экспорт (бегство) капитала. Фактически речь идет о временной и чрезвычайной мере с целью заставить вывозимые из России валютные доходы сырьевых экспортеров работать на развитие экономики России и одновременно финансировать чрезвычайные расходы бюджета. Такой налог, с одной стороны, будет создавать дополнительные стимулы для внутренних инвестиций (а значит, стимулировать развитие экономики), а с другой стороны — станет дополнительным источником финансирования чрезвычайных расходов бюджета, а также государственных инвестиционных проектов и федеральных программ в условиях санкций.

Базой для налога может быть объем валютных средств, инвестированных в зарубежные активы в течение каждого налогового периода (например, месяца), за исключением

²⁶ <https://tass.ru/info/18447795>.

инвестиций, освобожденных от налога, то есть совершенных на цели, предусмотренные законом (или иным нормативным актом). При этом необходимо определить государственные органы, которые будут заниматься правоприменительной практикой (например, Росфинмониторинг и комиссия Правительства России по иностранным инвестициям).

Освобожденными от налога могут быть прямые инвестиции в компании дружественных юрисдикций в целях построения новых производственных цепочек взамен «оборванных» санкциями. По итогам каждого налогового периода выявляется сумма средств, инвестированных в иностранные банки и иные активы из валютной выручки прошлых периодов, и облагается налогом по разумной ставке. Например, если бы ставка составляла 5% ежемесячно (15% ежеквартально), то с прироста иностранных инвестиций экспортеров в сумме 232,2 млрд долл. за 2022 г. (экспортеры, оставившие на счетах валютную выручку в связи с ослаблением валютного контроля в 2022 г.) налог за I кв. 2023 г. по ставке 15% (за 3 мес.) составил бы 34,83 млрд долл. США, что при курсе 90 руб. за доллар (3,13 трлн руб.) могло бы полностью покрыть дополнительный дефицит бюджета за 2023 г. Кроме того, продажа дополнительных объемов валютной выручки могла бы повысить курс рубля и стерилизовать излишнюю денежную массу, что, предположительно, снизило бы инфляцию. При этом важно, чтобы налог не носил конфискационный характер, так как иначе возникнет риск массового уклонения — период обложения не должен превышать, например, восемь месяцев, а предельная ставка — 40% (что примерно соответствует ставке налога на прибыль корпораций в некоторых развитых странах).

Соответственно, у экспортеров создается стимул для инвестиций в экономику России, но у них может также и возникнуть вопрос о том, куда вкладывать свои средства. Для того чтобы увеличить возможности таких вложений, Правительство России, Минфин России и Банк России могут с участием коммерческих партнеров создать новые частно-государственные инвестиционные компании с целью реализации государственных программ либо использовать уже действующие инвестиционные и торговые компании.

Другим альтернативным видом инвестиций могут быть инвестиции в долгосрочные бескупонные облигации Минфина России с низкой доходностью, а также, возможно, в облигации Банка России (уполномоченных коммерческих банков), обеспеченные золотом или иными активами.

Список источников

1. Булатов А. С. Россия в международном движении капитала: сравнительный анализ // Вопросы экономики. 2011. № 8. С. 66–74.
2. Булатов А. С. и др. Российская модель экспорта капитала / ред. Булатов А. Москва: МГИМО-Университет (серия «Научная школа МГИМО»). 2014. 120 с.
3. Веселов Д. С., Горецкая Е. О., Канцалиева Л. А. Анализ притока прямых иностранных инвестиций в экономику РФ // Экономика: теория и практика. 2020. № 3 (59). С. 67–72.
4. Вергун А. Н. Страны БРИКС в международных инвестиционных процессах // Вестник МГИМО-Университета. 2013. № 2 (29). С. 127–134.
5. Гельбрас В. Г. Россия и Китай в условиях глобального кризиса // Мировая экономика и международные отношения. 2011. № 11. С. 63–71.
6. Жуков П. Е. Кризис суверенного долга и эффективность государственной политики // Государственный университет Минфина России. Финансовый журнал. 2012а. № 2 (12). С. 37–48.
7. Жуков П. Е. Проблема безопасности границ государственного долга // Вестник Финансового университета. 2012б. № 6 (72). С. 83–90.
8. Жуков П. Е. Управление финансовыми рисками в современных условиях санкций и стагнации российской экономики // Управленческие науки в современном мире. 2015. Т. 1. № 1. С. 484–488.
9. Жуков П. Е., Расулова Г. М. Проблемы привлечения прямых иностранных инвестиций в Россию на современном этапе // Вестник евразийской науки. 2020. Т. 12. № 4. С. 38.
10. Ковалева Е. И., Расопчина Ю. Л., Москвитин И. А. и др. Привлекательность офшорных зон для бизнеса и деофшоризация российского капитала // Экономика и предпринимательство. 2018. № 6 (95). С. 174–177.
11. Кузнецов А. В. Российские прямые инвестиции в странах СНГ // Международные процессы. 2012. Т. 10. № 2 (29). С. 18–28.

12. Михалева М. Ю. Эконометрический анализ возможности эмиссионного финансирования дефицита государственного бюджета // *Фундаментальные исследования*. 2020. № 6. С. 91–102.
13. Моисеев С. Р. Валютные интервенции. Исторический опыт Банка России в 1992–2015 годах // *Деньги и кредит*. 2016. № 6. С. 24–31.
14. Либерализация и управление потоками капитала — институциональный взгляд / Международный валютный фонд, 14.12.2012. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2016/12/31/The-Liberalization-and-Management-of-Capital-Flows-An-Institutional-View-PP4720>.
15. Пансков В. Г. Налоговые инструменты подъема российской экономики в условиях экономического кризиса // *Инновационное развитие экономики*. 2016. № 3-1 (33). С. 24–30.
16. Салицкий А. И., Семенова Н. К. Россия и евроазиатский проект Китая // *Азия и Африка сегодня*. 2016. № 7 (708). С. 2–10.
17. Салицкий А. И. Внешняя экспансия Китая — результат победившей модернизации // *Вестник Российской академии наук*. 2018. Т. 88. № 2. С. 171–178. <https://doi.org/10.7868/S0869587318020081>.
18. Таций В. В., Томберг И. Р. Прямые инвестиции Китая: политика и экономика // *Мировая экономика и международные отношения*. 2012. № 6. С. 74–79.
19. Хейфец Б. Офшорные финансовые сети российского бизнеса // *Вопросы экономики*. 2009. № 1. С. 52–67.
20. Blanchard O.-J. Currency Wars, Coordination, and Capital Controls // *International Journal of Central Banking*. 2017. 13 (2). P. 283–308.
21. Buckley P. J. International theory and outward direct investment by emerging market multinationals // *Management International Review*. 2018. № 58. P. 195–224.
22. Bulatov A. S. Offshore orientation of Russian Federation FDI // *Transnational Corporations*. 2017. № 224. P. 71–90.
23. Bulatov A. S. MNEs and capital flight: the case of Russia // *Russian Journal of Economics*. 2022. Vol. 8. № 2. P. 174–188.
24. Brunnermeier M. K., Huang L. A Global safe asset for and from emerging market economies // *NBER Working Paper Series*. 2018. № 25373.
25. Burmester B., Scott-Kennel J. Hide and seek: Evasion and search as FDI motivation // *Critical Perspectives on International Business*. 2019. № 15 (4). P. 273–295.
26. Domar E. Capital Expansion, Rate of Growth and Employment // *Econometrica*. Vol. 14. No. 2. April 1946. P. 137–147.
27. Fleming J. M. Domestic financial policies under fixed and floating exchange rates // *IMF Staff Papers*. 1962. № 9. P. 369–379.
28. Mishkin F. S. *The Economics of Money, Banking and Financial Market*. N.Y., Columbia: University Press, 2010. 748 p.
29. Mundell R. A. Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates // *Canadian Journal of Economics and Political Science*. 1963. № 29 (4). P. 475–48.
30. Obstfeld R. The Trilemma in History: Tradeoffs among Exchange Rates, Monetary Policies, and capital mobility // *The Review of Economics and Statistics*. 2005. № 87. P. 423–438.
31. Styryn K., Ushakova Y. IBRN Initiative on Interactions of Monetary and Prudential Policies // *Russian Journal of Money and Finance*. 2020. № 79. P. 58–74.
32. Sachs J., Larraín B. F. *Macroeconomics in the Global Economy*. Prentice Hall, 1993. 778 p.

References

1. Bulatov A.S. (2011). Russia in International Capital Movements: Comparative Analysis. *Voprosy ekonomiki*, 8, 66–74 (In Russ.).
2. Bulatov A.S. et al. (2014). Russian Capital Export Model. Bulatov A.S. (ed.). Moscow: MGIMO-University, series “MGIMO Scientific School” (In Russ.).
3. Veselov D.S., Goreckaya E.O., Kancaliev L.A. (2020). Analysis of the Influx of Foreign Direct Investment Into the Russian Economy. *Ekonomika: teoriya i praktika — Economics: Theory and Practice*, 3 (59), 67–72 (In Russ.).
4. Vergun A.N. (2013). BRICS Countries in International Investment Processes. *Vestnik MGIMO Universiteta — MGIMO Review of International Relations*, 2 (29), 127–134 (In Russ.).
5. Gel'bras V.G. (2011). Russia and China in a Global Crisis. *Mirovaya ekonomika i mezhdunarodnye otnosheniya — World Economy and International Relations*, 11, 63–71 (In Russ.).
6. Zhukov P.E. (2012a). The Sovereign Debt Crisis and the Effectiveness of Public Policy. *Finansovyy zhurnal — Financial Journal*, 2 (12), 37–48 (In Russ.).
7. Zhukov P.E. (2012b). The Problem of Security of the Borders of Public Debt. *Vestnik Finansovogo universiteta — World Economy and International Relations*, 6 (72), 83–90 (In Russ.).
8. Zhukov P.E. (2015). Managing Financial Risks in the Current Conditions of Sanctions and Stagnation of the Russian Economy. *Upravlencheskie nauki v sovremennom mire*, 1 (1), 484–488 (In Russ.).

9. Zhukov P.E., Rasulova G.M. (2020). Problems of Attracting Foreign Direct Investment to Russia at the Present Stage. *Vestnik evrazijskoj nauki*, 12 (4), 38 (In Russ.).
10. Kovaleva E.I., Rastopchina Yu.L., Moskvitin I.A. et al. (2018). Offshorezones' Benefits for Business and Deoffshorization of Russian Capital. *Ekonomika i predprinimatel'stvo – Journal of Economy and Entrepreneurship*, 6 (95), 174–177 (In Russ.).
11. Kuznetsov A.V. (2012). Russian Direct Investment in CIS Countries. *Mezhdunarodnye processy – International Processes*, 10, 2 (29), 18–28 (In Russ.).
12. Mihaleva M.Yu. (2020). Econometric Analysis of the Possibility of Emission Financing of the State Budget Deficit. *Fundamental'nye issledovaniya – Fundamental Research*, 6, 91–102 (In Russ.).
13. Moiseev S.R. (2016). Currency Interventions. Historical Experience of the Bank of Russia in 1992–2015. *Dengi i kredit – Russian Journal of Money and Finance*, 6, 24–31 (In Russ.).
14. IMF (2012). The Liberalization and Management of Capital Flows an Institutional View, 14.12.2012. Available at: <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2016/12/31/The-Liberalization-and-Management-of-Capital-Flows-An-Institutional-View-PP4720>.
15. Panskov V.G. (2016). Tax Instruments for Boosting the Russian Economy in the Context of the Economic Crisis. *Innovacionnoe razvitie ekonomiki – Innovative Development of Economy*, 3-1 (33), 24–30 (In Russ.).
16. Salitskii A.I., Semenova N.K. (2016). Russia and China's Eurasian Project. *Aziya i Afrika segodnya – Asia and Africa Today*, 7 (708), 2–10 (In Russ.).
17. Salitskii A.I. (2018). The Outward Expansion of China as a Result of Its Victorious Modernization. *Vestnik Rossijskoj akademii nauk – Herald of the Russian Academy of Sciences*, 88 (2), 171–178 (In Russ.). <https://doi.org/10.7868/S0869587318020081>.
18. Tatsii V.V., Tomberg I.R. (2012). Chinese Direct Investment: Politics and Economics. *Mirovaya ekonomika i mezhdunarodnye otnosheniya – World Economy and International Relations*, 6, 74–79 (In Russ.).
19. Kheifets B. (2009). Offshore Financial Networks of Russian Business. *Voprosy ekonomiki*, 1, 52–67 (In Russ.).
20. Blanchard O.-J. (2017). Currency Wars, Coordination, and Capital Controls. *International Journal of Central Banking*, 13 (2), 283–308.
21. Buckley P.J. (2018). International theory and outward direct investment by emerging market multinationals. *Management International Review*, 58, 195–224.
22. Bulatov A.S. (2017). Offshore orientation of Russian Federation FDI. *Transnational Corporations*, 224, 71–90.
23. Bulatov A.S. (2022). MNEs and capital flight: the case of Russia. *Russian Journal of Economics*, 8 (2), 174–188.
24. Brunnermeier M.K., Huang L. (2018). A Global safe asset for and from emerging market economies. *NBER Working Paper Series* № 25373.
25. Burmester B., Scott-Kennel J. (2019). Hide and seek: Evasion and search as FDI motivation. *Critical Perspectives on International Business*, 15 (4), 273–295.
26. Domar E. (1946). Capital Expansion, Rate of Growth and Employment. *Econometrica*, 14 (2), 137–147.
27. Fleming J.M. (1962). Domestic financial policies under fixed and floating exchange rates. *IMF Staff Papers*, 9, 369–379.
28. Mishkin F.S. (2010). *The Economics of Money, Banking and Financial Market*. N.Y., Columbia: University Press, 748 p.
29. Mundell R.A. (1963). Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates. *Canadian Journal of Economics and Political Science*, 29 (4), 475–48.
30. Obstfeld R. (2005). The Trilemma in History: Tradeoffs among Exchange Rates, Monetary Policies, and capital mobility. *The Review of Economics and Statistics*, 87, 423–438.
31. Styrin K., Ushakova Y. (2020). IBRN Initiative on Interactions of Monetary and Prudential Policies. *Russian Journal of Money and Finance*, 79 (3), 58–74.
32. Sachs J., Larraín B.F. (1993). *Macroeconomics in the Global Economy*. Prentice Hall, Macroeconomics, 778 p.

Информация об авторе

Павел Евгеньевич Жуков, кандидат экономических наук, доцент департамента общественных финансов Финансового университета при Правительстве Российской Федерации, г. Москва

Information about the author

Pavel E. Zhukov, Candidate of Economic Sciences, Associate Professor, Public Finance Department, Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow

Статья поступила в редакцию 25.04.2023
Одобрена после рецензирования 30.08.2023
Принята к публикации 05.12.2023

Article submitted April 25, 2023
Approved after reviewing August 30, 2023
Accepted for publication December 5, 2023