

А.Н. Лощенкова

РАНХиГС, Институт экономической политики им. Е.Т. Гайдара,
Москва

Ю.К. Зайцев

МГИМО, РАНХиГС, Москва

Влияние динамики обменного курса рубля на приток иностранных инвестиций в российскую экономику

Аннотация. Проведенное исследование отражает актуальные вопросы инвестиционного сотрудничества Российской Федерации с зарубежными странами, на специфику которого особый эффект оказали западные экономические санкции и российские антисанкции последних четырех лет. Экономический кризис периода 2014–2017 гг. в Российской Федерации позволил выявить ряд закономерностей, связанных с изменением уровня обменного курса и динамикой входящих прямых иностранных инвестиций (ПИИ) в Россию. В своем исследовании на основе макроэкономического моделирования авторы дают оценку влияния уровня обменного курса на приток ПИИ в страны мира и в Российскую Федерацию на региональном и секторном уровне. Результаты работы позволили установить, что укрепление реального обменного курса рубля повышает потенциал внутреннего рынка региона, отрасли и Российской Федерации в целом: наблюдается приток ПИИ в экономику. Проведенное исследование позволило выявить ключевые направления инвестиционного сотрудничества Российской Федерации. На основе изученного опыта и практики авторы предлагают ряд рекомендаций для Российской Федерации по инвестиционному сотрудничеству с зарубежными странами с учетом имеющегося потенциала в различных секторах и регионах Российской Федерации.

Ключевые слова: *прямые иностранные инвестиции, обменный курс, российский рубль, горизонтальные инвестиции, вертикальные инвестиции, Российская Федерация.*

Классификация JEL: F650, F410.

DOI: 10.31737/2221-2264-2019-44-44

1. Обзор литературы

Портфельные и прямые иностранные инвестиции являются важным источником капитала, дополняющим внутренние частные инвестиции, и часто связаны с созданием новых рабочих мест, стимулированием технологического обмена и поощрением общего экономического роста в принимающих странах. В частности, важными факторами, влияющими на приток ПИИ, являются уровень обменного курса и его волатильность.

Девальвация валюты, т.е. снижение ее стоимости по отношению к другой валюте, может привести к росту конкурентоспособности страны в результате снижения заработных плат и стоимости производства по сравнению с другими странами. Поэтому данная страна становится более привлекательной для инвестирования в производственные мощности путем роста уровня доходности иностранных инвесторов,

реализующих инвестиционные проекты в этой стране. Однако воздействие этого канала может осуществиться при выполнении ряда предпосылок. Во-первых, изменение обменного курса должно привести к изменению относительных издержек производства в разных странах, а значит, не должно быть компенсировано ростом заработной платы и издержек производства в стране–получателе иностранных инвестиций. Во-вторых, наличие у инвесторов ожиданий дальнейшего роста валютного курса отражается в повышении стоимости финансирования инвестиционного проекта, поскольку условие паритета процентных ставок уравнивает ожидаемые ставки доходности в разных странах при поправке на риск.

Девальвация российской валюты, обусловленная падением мировых цен на нефть и санкционным давлением, привела к снижению объемов ПИИ в российскую экономику в период 2014–2016 гг. (Зайцев, 2017). Тем не менее по итогам 2017 г. объем привлеченных прямых иностранных инвестиций в Россию только из стран ЕС превысил 14 млрд долл. США (что более чем в 6 раз превышает уровень 2016 г.) (Зайцев, Кнобель, 2018). С одной стороны, это может быть вызвано усилением применения европейскими инвесторами стратегий локализации. С другой стороны, данная тенденция позволяет сделать предположение о положительной связи между усилением обменного курса национальной валюты и повышением притока объемов ПИИ. Таким образом, целью настоящей работы является оценка влияния уровня обменного курса на приток прямых иностранных инвестиций.

В этой связи для достижения цели настоящей работы представляется необходимым провести обзор эмпирической литературы для формирования гипотез, с помощью эконометрических моделей проверить выдвинутые гипотезы, оценив влияние обменного курса на приток ПИИ в страны мира, а также в Российскую Федерацию на секторном и региональном уровнях.

В современной литературе можно выделить три направления исследований ПИИ. Это модели, изучающие ПИИ на микро- и макроуровнях, а также современные смешенные (эkleктические) модели, объединяющие различные подходы к изучению вопроса. В первую категорию входят модели, рассматривающие ПИИ на макроуровне. Наиболее ранняя модель ПИИ – классическая – объясняет экономическое сотрудничество между развитыми и развивающимися странами. Согласно теории развитые страны заинтересованы вкладывать средства в развивающиеся страны, чтобы поднять свое благосостояние. Если ставка процента в развивающихся странах выше, чем производительность капитала в развитых странах, то обе стороны получают выгоду. Согласно Г. Макдугалу (MacDougall, 1960) направление потоков ПИИ определяется разностью процентных ставок в странах.

Следующая модель ПИИ, относящаяся к макроблоку, – это модель ПИИ, основанная на влиянии обменных курсов валют. Модель

была предложена Р. Алибером (Aliber, 1970) и рассматривает взаимосвязи потоков ПИИ и изменений обменного курса. Модель основана на устойчивости различных валют и различиях в устойчивости в стране, принимающей ПИИ, и в стране-источнике инвестиций. Автор предположил, что более слабые валюты (по сравнению с более сильной валютой страны-инвестора) способствуют привлечению ПИИ, так как создают возможность воспользоваться разницей в ставке рыночной капитализации. Тем не менее модель не объясняет потоков ПИИ в странах с регулируемым валютным курсом. В рамках данной модели была предложена динамическая модель ожиданий обменного курса. Автор модели (Cushman, 1985) показывает, что ожидаемая девальвация валюты в принимающей стране может положительно или отрицательно коррелировать с потоком ПИИ.

В этой работе ПИИ делятся на две группы: ориентированные на рынок и ориентированные на экспорт. Затем автор показывает, что существует отрицательная связь между ожидаемой девальвацией валюты в принимающей стране и рыночно-ориентированными ПИИ в этой стране, существует положительная связь между ожидаемым обесценением валюты страны пребывания и ПИИ, ориентированными на экспорт.

Так, разные типы инвестиций по-разному реагируют на изменения обменного курса. Обесценение обменного курса может замедлять приток горизонтальных ПИИ в страну, однако оно способствует притоку вертикальных ПИИ (Aizenman, Marion, 2004). Однако некоторые исследователи отвергают эмпирическую значимость условия паритета процентных ставок, предполагая несовершенство рынков капитала и отсутствие у инвесторов полной информации о реализуемых ими за рубежом инвестиционных проектов (Froot, Stein, 1991).

С микроуровнем связаны две модели — олигополистическая модель ПИИ и модель интернализации. В основе олигополистической модели ПИИ лежит предпосылка о несовершенстве рынка (Lahiri, Opo, 2008). Модель определяет три важных мотива, которые влияют на выбор той или иной страны в качестве места для создания нового предприятия: а) фирмы стремятся расширить доступ к рынку страны пребывания; б) фирмы хотят использовать в производстве факторы, присущие стране пребывания; в) компании могут инвестировать в иностранное государство вслед за своим конкурентом (Head, Ries, Mayer, 2002).

Согласно модели компании следуют за интернационализацией конкурентов, чтобы не потерять свое стратегическое преимущество. В частности, авторы утверждают, что в олигополистических отраслях за лидерами рынка, инвестирующими за рубежом, следуют и их домашние конкуренты (Knickerbocker, 1973).

В центре внимания модели интернализации был рост транснациональных компаний и того, что побуждает их участвовать в про-

ектах, связанных с ПИИ (Buckley, Casson, 1976). Модель предполагает, что фирма преодолевает несовершенства мировых рынков, создавая локальный рынок, на котором она будет иметь преимущество. Авторы П. Бакли и М. Кассон допускают, что иностранные компании имеют олигополистическую силу в принимающих ПИИ странах, которая помогает ТНК создавать барьеры для входа других компаний и контроля над потоками капитала. Таким образом, создается внутренний рынок, что позволяет фирме снизить свои издержки за счет интеграции, трансфертного ценообразования, экономии от масштаба (Kim, 2010).

В рамках эклектической модели ПИИ ее автор Дж. Даннинг (Dunning, 1980) объединил основные теории несовершенного рынка (олигополистическая теория и теория интернализации), добавив локационный элемент, согласно которому принимающая страна должна иметь особые преимущества местонахождения (*Location-specific advantages* или *L-advantages*) по сравнению с другими странами, включая страну происхождения инвестора.

Эклектичная парадигма предполагает, что чем больше преимуществ фирма получает и будет создавать в результате интернализации, а также приобретать и использовать за счет местоположения за пределами своей страны, тем больше будет приток ПИИ в страну ее пребывания.

Из обозначенных в данной работе моделей основное значение для целей настоящей работы и выдвижения исследовательских гипотез будут иметь те, которые объясняют связь между обменным курсом и притоком ПИИ в национальную экономику.

3. Анализ стилизованных фактов

Введенные в 2014 г. экономические санкции заставили пересмотреть инвестиционные стратегии большей части зарубежных инвесторов. Однако на практике можно встретить различные виды поведения фирм. Так, классификация фирм, предложенная в рамках рассмотренной выше динамической модели, на фирмы, ориентированные на внутренний рынок, и фирмы, ориентированные на экспорт своей продукции из страны, принимающей инвестиции, позволяет подразделить иностранные фирмы на две категории, различным образом реагирующие на изменения обменного курса.

В 2015 г., когда падение курса было особенно ощутимым, иностранные фирмы, ориентированные на российский рынок, сократили объемы своих инвестиций, в то время как фирмы, ориентированные на экспорт своей продукции, нарастили объемы своего присутствия в виде инвестиций в основной капитал. Анализ стилизованных фактов на основе микроданных позволяет проиллюстрировать данное предположение (табл. 1).

На основе анализа наиболее репрезентативных фактов из выборки наиболее крупных зарубежных компаний, осуществляющих

Таблица 1

Поведение иностранных инвесторов в Российской Федерации
в период действия санкций

Фирмы, ориентированные на внутренний рынок	Фирмы, ориентированные на экспорт
Компания «MITSUBISHI MOTORS RUS» (Япония) уменьшила объем инвестиций в РФ на 30% (2015 г.)	Компания «RUSHONG-HUA & CO. Limited» (Китай) нарастила инвестиции в России на 33% до 12,5 млн долл. США в секторе добычи нефти и газа. Доля инвестиций составила 35,52% от выручки (2015 г.).
Компания «AIS BETA LUNGS» (Германия), производящая электронное оборудование для автомобилей, снизила инвестиции в РФ на 26%. Доля ее инвестиций в выручке упала на 22% (2015 г.)	«JSC INGA» (Великобритания) увеличила инвестиции на 8,03 млн долл. США в секторе добычи нефти и газа (2015 г.).
ПИИ, ориентированные на внутренний рынок: фирмы ориентированы на внутренний рынок страны, принимающей инвестиции	ПИИ, ориентированные на экспорт: фирмы ориентированы на экспорт продукции из страны, принимающей инвестиции

Источник: составлено авторами на основе данных базы «Руслана».

деятельность в России, было выявлено следующее. Так, фирмы (к примеру, «JSC INGA», «RUSHONG-HUA & CO.Limited»), ориентированные на экспорт своей продукции из России как страны, принимающей инвестиции, увеличили объемы своих капитальных вложений при девальвации российской валюты. В то время как такие компании, как «AIS BETA LUNGS», ориентированные на внутренний российский рынок, сократили свои инвестиции по итогам 2015 г.

4. Гипотезы и методология исследования

Стилизованные факты позволили нам сформулировать исследовательские гипотезы.

Основные гипотезы, находящиеся в центре исследования, связанные с влиянием обменного курса на различные виды ПИИ:

- 1) снижение обменного курса принимающей ПИИ страны будет коррелировать со снижением ПИИ, ориентированных на рынок, в эту страну и с увеличением в нее ПИИ, ориентированных на экспорт;
- 2) чем больше страна ориентирована на экспорт, тем меньше растет ПИИ при более крепком курсе (отрицательное влияние укрепления обменного курса на экспортно-ориентированные отрасли).

Для проверки сформулированных гипотез было предложено оценить три эконометрических уравнения — одно для анализа влияния обменного курса на приток ПИИ в страны мира, другое — для анализа влияния обменного курса на приток ПИИ в регионы России, третье —

для оценки влияния обменного курса на ПИИ в отрасли российской экономики. Во всех случаях в основе регрессионного анализа использовался метод наименьших квадратов (МНК)¹.

Для оценки влияния обменного курса на приток ПИИ в страну i в год t оценивалась модель с фиксированными индивидуальными эффектами:

$$\ln FDI_{it} = \alpha + \beta_1 REER_{it} + \beta_2 \ln REER_{it} \times ExpShare_{it} + \beta_3 \ln InterRate_{it} + \beta_4 \ln GDP_{it} + \beta_5 \ln Portfolio_{it} + \beta_6 \ln Inflation_{it} + \varepsilon_i, \quad (1)$$

где $\ln REER_{it}$ – логарифм реального эффективного обменного курса страны i в год t ; $\ln REER_{it} \times ExpShare_{it}$ – перекрестный член произведения логарифма реального эффективного обменного курса страны i в год t и на отношения экспорта к ВВП страны i в год t ; $\ln InterRate_{it}$ – логарифм величины реальных процентных ставок по кредиту для страны i в год t ; $\ln GDP_{it}$ – логарифм ВВП в постоянных ценах страны i в год t ; $\ln Portfolio_{it}$ – логарифм отношения портфельных инвестиций к ВВП для страны i в год t ; $\ln Inflation_{it}$ – логарифм уровня инфляции для страны i в год t ; ε_i – фиксированные индивидуальные эффекты на страну.

Панельная регрессия строилась по 28 странам мира, из которых 15 стран – развитые и 13 – развивающиеся:

- 1) **развитые страны–члены ОЭСР:** Австралия, Австрия, Бельгия, Великобритания, Германия, Дания, Италия, Канада, Норвегия, Новая Зеландия, США, Швейцария, Швеция, Франция, Япония;
- 2) **страны с быстро растущей и/или переходной экономикой:** Бразилия, Индия, Израиль, Китай, Латвия, Литва, Мексика, Республика Корея, Россия, Турция, Чили, Южная Африка, Эстония.

Страны были исследованы за период с 1999 по 2016 г. (всего 18 лет). Таким образом, число наблюдений в выборке составляет 504.

В данную спецификацию не включены индексы инвестиционной привлекательности страны из-за высокой корреляции с другими объясняющими переменными, в частности отношением притока портфельных инвестиций к ВВП страны, поскольку портфельные инвестиции осуществляются в страны с благоприятным инвестиционным климатом.

Для оценки влияния обменного курса на приток ПИИ в разрезе российских отраслей (22 отрасли)² оценивалась модель с фиксированными индивидуальными эффектами на данных 2005–2016 гг.:

¹ При разработке методологии оценки допускалось наличие обратной причинно-следственной связи между притоком ПИИ и реальным обменным курсом, многие страны в выборке применяли режим плавающего обменного курса. Поэтому для решения возможной проблемы эндогенности использовались различные инструменты, в том числе цены на нефть и индекс интенсивности санкций в качестве инструментов влияния на динамику реального обменного курса рубля. К сожалению, эти инструменты оказались довольно слабыми, поскольку коэффициент при эндогенной переменной реального курса становится незначимым во всех трех моделях. Однако решение проблемы эндогенности имеет свой потенциал, в частности за счет использования квартальных данных с лагом по реальному курсу, и может служить предметом будущих исследований по данной тематике.

² Операции с недвижимым имуществом, аренда и предоставление услуг; финансовая деятельность; транспорт и связь; гостиницы и рестораны; оптовая и розничная торговля; ремонт автотранспортных средств, мотоциклов, бытовых изделий и т.д.; строительство; производство и распределение электроэнергии, газа и воды; производство транспортных средств и оборудования; производство электрооборудования, электронного

$$\begin{aligned} \ln FDI_{it} = & \alpha + \beta_1 \ln REER_t + \beta_2 \ln REER_t \times \\ & \times ExpShare_{it} + \beta_3 \ln Corrupt_t + \beta_4 \ln COC_t + \\ & + \beta_5 \ln Volatility_t + \beta_6 \ln InflationRUS_t + \beta_7 Rating_t + \beta_8 Pereschet_t + \varepsilon_i, \end{aligned} \quad (2)$$

где $\ln REER_t$ – логарифм реального эффективного обменного курса России в год t ; $\ln REER_t \times ExpShare_{it}$ – перекрестный член логарифма реального эффективного обменного курса России в год t и доли экспорта в производстве в отрасли i в год t ; $\ln Corrupt_t$ – логарифм индекса восприятия коррупции в России в год t ; $\ln COC_t$ – логарифм процентной ставки по кредитам в России в год t ; $\ln Volatility_t$ – логарифм волатильности номинального обменного курса рубля в год t ; $\ln InflationRUS_t$ – логарифм уровня инфляции в России в год t ; $Rating_t$ – кредитный рейтинг России в год t ; $Pereschet_t$ – дамми-переменная, которая необходима для контроля изменений в учете ПИИ, которые произошли после 2009 г.; переменная принимает значение 0 до 2008 г. включительно, 1 – с 2009 г.; ε_i – фиксированные индивидуальные эффекты влияния на отрасль. Число наблюдений (с учетом пропущенных значений по некоторым переменным) составило 197.

В данную спецификацию не включены портфельные инвестиции, поскольку отсутствуют адекватные статистические данные о динамике портфельных инвестиций по отраслям российской экономики.

Для оценки влияния обменного курса на приток ПИИ в регион России i в год t оценивалась модель с фиксированными индивидуальными эффектами на выборке из всех регионов России с 2000 по 2016 г.:

$$\begin{aligned} \ln FDI_{it} = & \alpha + \beta_1 \ln REER_t + \beta_2 \ln REER_t \times \\ & \times ExpShare_{it} + \beta_3 \ln Corrupt_t + \beta_4 \ln COC_t + \\ & + \beta_5 \ln VRP_{it} + \beta_6 \ln Volatility_t + \beta_7 \ln Inflation_{it} + \varepsilon_i, \end{aligned} \quad (3)$$

где $\ln REER_t$ – логарифм реального эффективного обменного курса России в год t ; $\ln REER_t \times ExpShare_{it}$ – перекрестный член логарифма реального эффективного обменного курса России в год t и доли экспорта в ВВП региона i в год t ; $\ln Corrupt_t$ – индекс восприятия коррупции в России в год t , который рассчитан как отношение места, занимаемого Россией в рейтинге, на число стран, участвующих в этом рейтинге; $\ln COC_t$ – логарифм долгосрочной процентной ставки в России; $\ln VRP_{it}$ – логарифм валового регионального продукта региона i в год t ; $\ln Volatility_t$ – логарифм волатильности номинального обменного курса в России в год t ; $\ln Inflation_{it}$ – логарифм уровня инфляции региона i в год t ; ε_i – фиксированные индивидуальные эффекты на регион. Выборка состоит из всех регионов России с показателями с 2000 по 2016 г. Таким образом, число наблюдений (с учетом пропущенных значений по некоторым переменным) составляет 1212.

и оптического оборудования; производство машин и оборудования; производство резиновых и пластмассовых изделий; химическое производство; производство кокса и нефтепродуктов; целлюлозно-бумажное производство, издательская и полиграфическая деятельность; обработка древесины и производство изделий из дерева; производство кожи, изделий из кожи и обуви; текстильное и швейное производство; производство пищевых продуктов, включая напитки, и табака; добыча полезных ископаемых; рыболовство, рыбоводство; сельское хозяйство, охота и лесное хозяйство.

В эту спецификацию не включены переменные притока портфельных инвестиций в регион из-за отсутствия адекватных статистических данных, а также индексы инвестиционной привлекательности, поскольку они сильно коррелируют с индексами свободы от коррупции, которые включены в модель.

4. Используемые статистические данные и эмпирические результаты оценки

Данные о притоке ПИИ в страны ОЭСР и страны БРИКС, об экспорте товаров и услуг стран, уровне инфляции, ВВП, объеме портфельных инвестиций, процентных ставках по кредиту в выбранных странах были взяты из базы данных Всемирного банка (World Bank, 2018), данные о реальном эффективном обменном курсе взяты из базы данных МВФ (IMF, 2018).

Данные о притоке ПИИ в разрезе российских отраслей взяты с официального сайта ЦБ РФ и Росстата. Данные об объеме товарного экспорта и валовой добавленной стоимости отраслей – из баз данных Росстат: раздел «Национальные счета» (Росстат, 2018а) и раздел «Промышленное производство» (Росстат, 2018б). Для устранения пропусков значений в этих базах данные были достроены следующим образом: для переменной $\ln REER_t \times ExpShare_{it}$ экспорт услуг в разрезе отраслей (видов деятельности) представлен значениями показателей внешней торговли (экспорта) услугами, которые основываются на 6 издании «Руководства по платежному балансу и международной инвестиционной позиции» (РПБ6) (2009 г.) Международного валютного фонда и «Руководстве по статистике международной торговли услугами, 2010 год» Департамента по экономическим и социальным вопросам ООН. Годовая волатильность обменного курса рубля была рассчитана на основе данных о среднемесячном номинальном обменном курсе доллара США к рублю, собранных из баз данных (Центральный банк РФ, 2018; Росстат, 2018в). Данные о российской инфляции представлены в (Росстат, 2018г).

Данные о долгосрочной процентной ставке в России взяты из базы данных ОЭСР (OECD Data, 2018). Индекс восприятия коррупции для РФ взят из рейтинга (Transparency International, 2018) (чем выше балл или место, занимаемое Россией в рейтинге, как и любой другой страной, тем сильнее распространена в стране коррупция), а долгосрочный кредитный рейтинг РФ – из рейтинга (Trading Economics, 2018). В спецификации по отраслям, в отличие от остальных оцененных моделей (по странам и по регионам РФ), среднероссийская инфляция использовалась в качестве переменной, поскольку уровень инфляции в отдельной отрасли не влияет на приток ПИИ в эту отрасль, имеют значения различия в региональных уровнях инфляции, отражающих либо темпы экономического развития территории, либо темпы снижения реальной покупательной способности населения территории, что и будет влиять на приток ПИИ.

Данные о притоке ПИИ в регионы России взяты с официального сайта Банка России (Центральный банк РФ, 2018) и дополнены данными Росстата (Росстат, 2018д). Данные об экспорте, ВРП и уровне инфляции регионов взяты из статистического сборника Росстата «Регионы России. Социально-экономические показатели» (Росстат, 2018д).

В табл. 2 представлены результаты оценки трех спецификаций моделей на выборках по странам ОЭСР и БРИКС, отраслям и регионам РФ.

Согласно полученным оценкам спецификации по странам ОЭСР и БРИКС практически все выдвинутые гипотезы не отвергаются на уровне значимости 1%, однако коэффициент при переменной логарифма уровня инфляции незначим. Это можно объяснить тем, что

Таблица 2

Результаты оценок моделей с фиксированными индивидуальными эффектами по странам ОЭСР и БРИКС, отраслям и регионам РФ

Переменные	По странам ОЭСР и БРИКС	По отраслям российской экономики	По российским регионам
Логарифм реального эффективного обменного курса страны i в год t	1,108*** (0,276)	2,989* (1,703)	1,997*** (0,536)
Перекрестный член логарифма реального эффективного обменного курса в год t и доли экспорта в ВВП / производстве ВРП в год t	0,231*** (0,059)	-0,023 (0,250)	-0,025 (0,033)
Логарифм величины реальных процентных ставок по кредиту	-0,159*** (0,055)	3,922*** (1,472)	1,021*** (0,210)
Логарифм ВВП	0,679*** (0,049)	-	-
Логарифм ВРП	-	-	1,103*** (0,088)
Логарифм портфельных инвестиций	0,174*** (0,024)	-	-
Логарифм уровня инфляции в год t	-0,054 (0,051)	3,164 (4,124)	-0,702 (1,573)
Индекс восприятия коррупции в год t	-	1,944 (2,076)	-1,840*** (0,723)
Кредитный рейтинг РФ	-	0,675 (0,575)	-
Логарифм волатильности реального обменного курса в РФ в год t	-	-0,239 (0,149)	0,048 (0,042)
Дамми на пересчет	-	-0,870* (0,475)	-
Число наблюдений	500	197	1212
R^2 -within	0,3811	0,1378	0,3165
R^2 -between	0,8583	0,1283	0,5307

Источник: расчеты авторов.

в случае роста инфляции до высоких рисков наблюдается и рост экономической активности, что, в свою очередь, может способствовать притоку ПИИ. Коэффициенты при переменных обменного курса, ВВП, портфельных инвестиций имеют ожидаемый положительный знак и высоко значимы. Это означает, что с ростом ВВП в стране растет и покупательная способность населения, и объем внутреннего рынка, что делает выгодными иностранные вложения в эту страну с ориентацией бизнеса на удовлетворение потребностей внутреннего рынка.

Если страна назначения ориентирована на экспорт, то в случае укрепления ее валюты следует ожидать замедления притока ПИИ, однако результаты получились противоположными. Это можно объяснить только случаем, когда ПИИ направлены на размещения производства с высокой долей импорта (например, комплектующих или сырья) либо ориентированы на внутренний рынок. Этот результат также можно объяснить тем, что доля трудоемких товаров в экспорте стран, вошедших в выборку, не так велика, но высока доля капиталоемких товаров в экспорте, поэтому при укреплении курса отечественные производители в экспортно-ориентированных странах будут привлекать иностранные инвестиции, необходимые для закупки оборудования и других капитальных средств для производства своей продукции.

Рост притока портфельных инвестиций в страну свидетельствует о высокой степени доверия к этой стране со стороны инвесторов, что также способствует и росту притока ПИИ. Коэффициент при переменной процентной ставки имеет отрицательный знак и высоко значим. Это означает, что с ростом в стране процентной ставки приток ПИИ в нее будет снижаться. Возможно, это объясняется тем, что в таком случае стоимость капитала будет расти и через определенное время дальнейшее развитие бизнеса с привлечением средств страны назначения станет затруднительным. Вероятно, также сократится спрос на продукцию в стране назначения, особенно если такая продукция является промежуточной.

Согласно нашим результатам оценок спецификаций по отраслям российской экономики значимыми являются только коэффициенты при переменных реального обменного курса и процентной ставки. С ростом процентной ставки приток ПИИ растет, так как растет цена капитала. При росте реального обменного курса приток ПИИ в любую отрасль увеличивается, что также свидетельствует об ориентации размещаемых производств на внутренний рынок. Коэффициенты при переменных перекрестного члена, инфляции, кредитного рейтинга, волатильности имеют ожидаемые знаки, однако являются статистически незначимыми из-за небольшого числа наблюдений.

Судя по коэффициентам детерминации, качество спецификации по регионам находится на должном уровне. При переменной реального эффективного обменного курса получен ожидаемый положительный коэффициент, значимый на уровне 1%. Таким образом,

рост реального обменного курса положительно влияет на приток ПИИ в регионы России. Коэффициенты при переменных коррупции, ВРП и процентных ставок имеют ожидаемые знаки и высокую статистическую значимость. С ростом коррупции в России приток ПИИ в регионы снижается, поскольку ухудшается инвестиционный климат и повышаются издержки ведения бизнеса, повышаются риски для потенциальных зарубежных инвесторов. Рост валового регионального продукта свидетельствует о повышении покупательной способности населения региона и увеличении масштабов внутреннего рынка, что рассматривается как стимул для осуществления ПИИ в регион. К сожалению, полученный коэффициент при перекрестном члене логарифма курса и доли экспорта в ВРП региона хотя и имеет ожидаемый отрицательный знак в соответствии с выдвинутой гипотезой, однако является статистически незначимым. Коэффициенты при переменных волатильности курса и уровня региональной инфляции также являются незначимыми. Незначимость коэффициента при волатильности номинального курса может объясняться тем, что волатильность курса рассчитывалась для России в целом, поэтому показатель не различается по регионам в одном и том же году, а фактически реальный эффективный курс может по регионам различаться значительно.

Незначимость коэффициента при региональном уровне инфляции объясняется тем, что инфляция вызывает двунаправленное действие на приток ПИИ в регион. Выдвигаемая гипотеза была основана на том, что низкая инфляция является показателем стабильности и низких валютных рисков для инвесторов, поэтому ее рост отрицательно влияет на приток ПИИ. Однако рост инфляции может свидетельствовать об экономическом росте и увеличении деловой активности, что, в свою очередь, способствует притоку ПИИ в регион.

Таким образом, укрепление реального обменного курса рубля повышает потенциал внутреннего рынка региона, отрасли или России в целом, и наблюдается приток ПИИ.

Отмеченная выше проблема эндогенности модели требует пояснения с точки зрения возможного смещения полученной оценки влияния реального курса на ПИИ. В частности, в краткосрочном периоде возможно завышение МНК-оценки, поскольку в соответствии с тождеством платежного баланса увеличение притока инвестиций приводит к укреплению курса национальной валюты. Напротив, в долгосрочном периоде, если приток ПИИ наблюдается в торгуемые сектора, это приводит к росту в них производительности труда, что, в свою очередь, ослабляет национальную валюту, и, следовательно, стоит ожидать занижение полученной оценки коэффициента (Kosteletou, Liargovas, 2000).

5. Выводы

Несмотря на санкционное давление, иностранные компании, осуществляющие инвестиции, ориентированные на внутренний рос-

сийский рынок (продовольствие, обрабатывающие производства), продолжают инвестировать в Россию в силу необходимости локализации производства из-за девальвации рубля после 2014 г. Во вторую группу попадают компании, попавшие под контрсанкции из сектора сельского хозяйства, которые переместили производство в Россию для избегания процедур импортирования сельскохозяйственных товаров, в отношении которых используется режим эмбарго. Так, к примеру, фирмы, ведущие сельскохозяйственный бизнес и зарегистрированные в ЕС, в 2015 г. направили в Россию 26,78 млн долл. США в качестве ПИИ, что составило прирост 80% по отношению к предыдущему периоду. При этом с укреплением российской валюты в 2016 г. был установлен прирост этого рода инвестиций, что является подтверждением выдвинутой нами гипотезы.

Уменьшение притока ПИИ, зафиксированное в 2015–2016 гг., связано с падением интереса иностранных (особенно западных) инвесторов к России. Изменить ситуацию может улучшение оценок рисков инвесторов по отношению к российскому рынку. Риски могут быть снижены за счет улучшения факторов инвестиционного климата, имеющих регуляторный, макроэкономический и политический характеры.

Помимо этого, как показывают примеры, стратегии локализации могут также способствовать притоку ПИИ в российскую экономику. При этом большую выгоду от локализации производства иностранными производителями в России получают местные рынки, что связано с поддержкой развития местных производителей путем предоставления новых навыков и технологий.

В работе были подтверждены выдвинутые нами гипотезы о значимости влияния обменного курса на приток ПИИ на уровне страны, региона и сектора. По сути, обменный курс выступает в качестве одного из факторов инвестиционного климата, характеризующего национальную экономику.

ЛИТЕРАТУРА

- Зайцев Ю.К.** (2017). Макроэкономические факторы формирования инвестиционного климата // *Экономический анализ: теория и практика*. Т. 16. № 6 (465). С. 1012–1021.
- Зайцев Ю.К., Кнобель А.Ю.** (2018). Прямые иностранные инвестиции в 2017 г. // *Экономическое развитие России*. Т. 25. № 7. С. 11–15.
- Росстат (2018а). Национальные счета. [Электронный ресурс] Режим доступа: http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/accounts/.
- Росстат (2018б). Промышленное производство. http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/enterprise/industrial/#.
- Росстат (2018в). Финансы России. [Электронный ресурс] Режим доступа: http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/publications/catalog/doc_1138717651859.

- Росстат (2018г). Цены в России. [Электронный ресурс] Режим доступа: http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/publications/catalog/doc_1138717314156.
- Росстат (2018д). Регионы России. Социально-экономическое положение. http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/publications/catalog/doc_1138623506156.
- Центральный банк РФ (2018). Статистика внешнего сектора. [Электронный ресурс] Режим доступа: <http://www.cbr.ru/statistics/?PrId=svs>.
- Aizenman J., Marion N.** (2004). The merits of horizontal versus vertical FDI in the presence of uncertainty // *Journal of International Economics*. Vol. 62. P. 125–148.
- Aliber R.Z.** (1970). A Theory of Direct Foreign Investment. In: Kindleberger C.P. (ed.). *The International Corporation, A Symposium, MIT Press*.
- Buckley P.J., Casson M.** (1976). *The future of the multinational enterprises*. London: Macmillan.
- Chen K.-M., Rau H.H., Lin C.-C.** (2006). The impact of exchange rate movements on foreign direct investment: Market-oriented versus cost-oriented // *The Developing Economics*. Vol. XLIV-3. P. 269–287.
- Cushman D.O.** (1985). Real exchange rate risk, expectations and the level of direct investment // *Review of Economics and Statistics*. Vol. 67 (2). P. 297–308.
- Dunning J.H.** (1980). Towards an eclectic theory of international production // *Journal of International Business Studies*. Vol. 11. No. 1. P. 9–31.
- Froot K.A., Stein J.C.** (1991). Exchange rates and foreign direct investment: An imperfect capital markets approach // *Quarterly Journal of Economics*. Vol. 106. P. 1191–1217.
- Head K., Ries J., Mayer T.** (2002). Revisiting oligopolistic reaction: Are decisions on foreign direct investment strategic complements? // *Journal of Economic and Management Strategy*, Vol. 11. No. 3. P. 453–472.
- IMF (2018). International financial statistics. [Электронный ресурс] Режим доступа: <http://data.imf.org/?sk=4C514D48-B6BA-49ED-8AB9-52B0C1A0179B>.
- Kim C.Y.** (2010). The exchange rate effects on the different types of foreign direct investment. A Dissertation, Presented to the Department of Economics, and the Graduate school of the University of Oregon in partial fulfillment of the requirements for the degree of Doctor of Philosophy. P. 132.
- Knickerbocker F.T.** (1973). *Oligopolistic reaction and multinational enterprise*. Division of research. Cambridge: Harvard University. P. 17–34.
- Kosteletou N., Liargovas P.** (2000). Foreign direct investment and real exchange rate interlinkages // *Open Economies Review*. Vol. 11(2). P. 135–148.
- Lahiri S., Ono Y.** (2008). An oligopolistic Heckscher–Ohlin model of foreign direct investment. Southern Illinois University Carbondale. Discussion papers. Paper 55. [Электронный ресурс] Режим доступа: http://opensiuc.lib.siu.edu/econ_dp/55.
- MacDougall G.D.A.** (1960). The benefits and costs of private investment from abroad: A theoretical approach // *Economic Record*. Vol. 36. P. 13–35.
- OECD Data 2008 (2018). Long-term interest rates. [Электронный ресурс] Режим доступа: <https://data.oecd.org/interest/long-term-interest-rates.htm>.

- Transparency International (2008). [Электронный ресурс] Режим доступа: <https://www.transparency.org/research/cpi>.
- Trading Economics (2008). Russia – credit rating. [Электронный ресурс] Режим доступа: <https://tradingeconomics.com/russia/rating>.
- World Bank (2008). World development indicators. [Электронный ресурс] Режим доступа: <http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=world-development-indicators>.

Поступила в редакцию 14.01.2019

REFERENCES (with English translation or transliteration)

- Aizenman J., Marion N.** (2004). The merits of horizontal versus vertical FDI in the presence of uncertainty. *Journal of International Economics*, 62, 125–148.
- Aliber R.Z.** (1970). A theory of direct foreign investment. In: Kindleberger C.P. (ed.). *The international corporation. A Symposium*. Cambridge: MIT Press.
- Buckley P.J., Casson M.** (1976). The future of the multinational enterprises. London: Macmillan.
- Chen K.-M., Rau H.H., Lin C.-C.** (2006). The impact of exchange rate movements on foreign direct investment: Market-oriented versus cost-oriented. *The Developing Economics*, XLIV-3, 269–287.
- Cushman D.O.** (1985). Real exchange rate risk, expectations and the level of direct investment. *Review of Economics and Statistics*, 67(2), 297–308.
- Dunning J.H.** (1980). Towards an eclectic theory of international production. *Journal of International Business Studies*, 11, 1, 9–31.
- Froot K.A., Stein J.C.** (1991). Exchange rates and foreign direct investment: an imperfect capital markets approach. *Quarterly Journal of Economics*, 106, 1191–1217.
- Head K., Ries J., Mayer T.** (2002). Revisiting oligopolistic reaction: Are decisions on foreign direct investment strategic complements? *Journal of Economic and Management Strategy*, 11, 3, 453–472.
- IMF (2018). International financial statistics. Available at: <http://data.imf.org/?sk=4C514D48-B6BA-49ED-8AB9-52B0C1A0179B>.
- Kim C.Y.** (2010). The exchange rate effects on the different types of foreign direct investment. A Dissertation, presented to the Department of Economics, and the Graduate school of the University of Oregon in partial fulfillment of the requirements for the degree of Doctor of Philosophy, 132.
- Knickerbocker F.T.** (1973). Oligopolistic reaction and multinational enterprise. Division of research. Cambridge: Harvard University, 17–34.
- Kosteletou N., Liargovas P.** (2000). Foreign direct investment and real exchange rate interlinkages. *Open Economies Review*, 11(2), 135–148.
- Lahiri S., Ono Y.** (2008). An oligopolistic Heckscher–Ohlin model of foreign direct investment. Southern Illinois University Carbondale. Discussion Papers. Paper 55. Available at: http://opensiuc.lib.siu.edu/econ_dp/55.
- MacDougall G.D.A.** (1960). The benefits and costs of private investment from abroad: A theoretical approach. *Economic Record*, 36, 13–35.

- OECD Data 2008 (2018). Long-term interest rates. Available at: <https://data.oecd.org/interest/long-term-interest-rates.htm>.
- Rosstat (2018a). *Nacionalnyye scheta* [Russian Statistical Agency. National Accounts]. Available at: http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/accounts/ (in Russian).
- Rosstat (2018b). *Promyshlennoye proizvodstvo*. [Industrial production]. Available at: http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/enterprise/industrial/# (in Russian).
- Rosstat (2018c). *Finansy Rossii* [Russian Statistical Agency. Russia's Finance]. Available at: http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/publications/catalog/doc_1138717651859 (in Russian).
- Rosstat (2018d). *Regiony Rossii. Socialno-ehkonomicheskoye polozheniye* [Russian Statistical Agency. Russian regions. Socio-economic development]. Available at: http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/publications/catalog/doc_1138623506156 (in Russian).
- Trading economics (2008). Russia – credit rating Available at: <https://tradingeconomics.com/russia/rating>.
- Transparency international (2008). Available at: <https://www.transparency.org/research/cpi>.
- Tsentralfinansovyy bank RF (2018). *Statistika vneshnego sektora* [Statistics of External Sector] Available at: <http://www.cbr.ru/statistics/?PrtId=svs> (in Russian).
- World Bank (2008). World Development Indicators Available at: <http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=world-development-indicators>.
- Zajcev Yu.K. (2017). Makroekonomicheskiye faktory formirovaniya investitsionnogo klimata. [Macroeconomic factors of investment climate]. *Economic Analysis: Theory and Practice*, 16, 6, 1012–1021 (in Russian).
- Zajcev Yu.K., Knobel A.Yu. (2018). Prjamyye inostrannyye investitsii v 2017 g. [Foreign direct investments in 2017]. *Ehkonomicheskoye razvitiye Rossii*. [Economic Development of Russia], 25 (7), 11–15 (in Russian).

Received 14.01.2019

A.N. Loshchenkova

Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration, Gaidar Institute Moscow, Moscow, Russia

Yu.K. Zaytsev

Moscow State Institute of International Relations (MGIMO University), Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration, Moscow, Russia

The impact of exchange rate dynamics on foreign direct investments inflow to the Russian Federation

Abstract. The study reflects current issues of investment cooperation between the Russian Federation and foreign countries, the specificity of which has been particularly affected by Western economic sanctions and Russian anti-sanctions of the last four

years. The economic crisis of the period 2014–2017 in the Russian Federation revealed a number of patterns related to changes in the exchange rate and the dynamics of incoming foreign direct investment (FDI) in Russia. In their study, based on macroeconomic modeling, the authors assess the impact of the level of the exchange rate on FDI inflows to the countries of the world and to the Russian Federation at the regional and sectoral levels. The results of the work made it possible to establish that strengthening the real ruble exchange rate increases the potential of the domestic market in the region, industry and the Russian Federation as a whole: there is an influx of FDI into the economy. The conducted study revealed the key areas of investment cooperation of the Russian Federation. Based on the studied experience and practice, the authors offer a number of recommendations for the Russian Federation on investment cooperation with foreign countries, taking into account the existing potential in various sectors and regions of the Russian Federation.

Keywords: *foreign direct investments, exchange rate, Russian ruble, horizontal investments, vertical investments, Russian Federation.*

JEL Classification: F650, F410.

DOI: 10.31737/2221-2264-2019-44-44