

**Федеральное государственное бюджетное образовательное
учреждение высшего профессионального образования
«РОССИЙСКАЯ АКАДЕМИЯ НАРОДНОГО ХОЗЯЙСТВА
И ГОСУДАРСТВЕННОЙ СЛУЖБЫ ПРИ ПРЕЗИДЕНТЕ
РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ»**

Божечкова А.В., Горюнов Е.Л., Трунин П.В.

**Изучение факторов и последствий ограничений
на движение капитала**

Москва 2016

Аннотация. Данная работа посвящена изучению ключевых факторов введения ограничений на движение капитала и анализу последствий их введения. В работе представлены основные теоретические подходы к анализу ограничений на потоки капитала, рассмотрена эволюция взглядов международных организаций в отношении подобных ограничений, выявлены ключевые цели введения мер по ограничению потоков капитала, включая необходимость проведения независимой денежно-кредитной политики в условиях фиксированного валютного курса и поддержание финансовой стабильности. В исследовании также проведен анализ опыта введения ограничений на приток и отток капитала в развитых и развивающихся странах, включая Бразилию, Малайзию, Исландию, Кипр и др., рассмотрены конкретные меры, проанализированы причины различий в последствиях введения подобных ограничений. Кроме того, в работе проводится обзор эмпирических исследований по оценке эффективности ограничений на движение капитала.

In this paper we study key factors that determine implementation of capital controls and their consequences. We describe theoretical framework that takes into account capital flow restrictions, survey evolution of views regarding such restrictions and summarize the most common objectives of capital controls, including support of independent monetary policy under fixed exchange rates, maintaining financial stability etc. We also analyze existing international experience on capital controls including inflow and outflow controls in both advanced and emerging economies (Brazil, Malaysia, Iceland, Cyprus etc.). We consider several particular measures and study factors that explain their different macroeconomic outcomes. Finally, we discuss empirical works analyzing effectiveness of capital flows restrictions.

Божечкова А.В., старший научный сотрудник центра изучения проблем центральных банков ИПЭИ Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ,

Горюнов Е.Л., научный сотрудник ИЭП имени Е.Т.Гайдара.

Трунин П.В. ведущий научный сотрудник центра изучения проблем центральных банков ИПЭИ Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ

Данная работа подготовлена на основе материалов научно-исследовательской работы, выполненной в соответствии с Государственным заданием РАНХиГС при Президенте Российской Федерации на 2015 год.

СОДЕРЖАНИЕ

СОДЕРЖАНИЕ	3
ВВЕДЕНИЕ.....	5
1 Обзор макроэкономических моделей, учитывающих ограничения на потоки капитала.....	7
1.1 Введение: экономическая теория международных потоков капитала и смежные темы	7
1.2 Основные понятия и определения	9
1.3 Потоки капитала в неоклассической теории	10
1.4 Неоклассическая теория и направление потоков капитала: парадокс Лукаса.....	13
1.5 Институциональные обоснования парадокса Лукаса.....	16
1.6 Эмпирические исследования связи экономического роста и мобильности капитала	18
1.7 Несовершенства рыночного механизма и экономическая политика.....	25
1.8 Фиксированный обменный курс и мобильность капитала в модели Манделла-Флеминга	29
1.9 Ограничения мобильности капитала при фиксированном курсе в модели Манделла-Флеминга	33
1.10 Политика фиксированного обменного курса при высокой волатильности потоков капитала	34
1.11 Эффекты несовершенства финансового сектора при волатильных потоках капитала.....	38
1.12 Ограничение мобильности капитала как элемент макропруденциального регулирования.....	41
1.13 Ограничения мобильности капитала как обеспечительная мера для парораспределительной политики и финансовых репрессий	44
1.14 Ограничение владения нерезидентами отдельных отраслей из-за опасений потери суверенного контроля.....	47
1.15 Позиция международных организаций.....	48
1.16 Теоретические исследования ограничений мобильности капитала: заключение	52
2 Анализ международного опыта введения ограничений на движение капитала	53
2.1 Причины, меры и последствия введения ограничений на приток капитала: примеры отдельных стран.....	57
2.1.1 Чили (1991-1997 гг.)	57
2.1.2 Малайзия (1994 г.).....	59
2.1.3 Таиланд (1995-1997 гг.).....	62

2.1.4 Бразилия (1993-1997 гг.)	64
2.1.5 Бразилия (2009-2012 гг.)	70
2.2 Причины, меры и последствия введения ограничений на отток капитала: примеры отдельных стран	75
2.2.1 Малайзия (1997-1999 гг.)	75
2.2.2 Таиланд (1997-1998 гг.)	77
2.2.3 Россия (1998 г.)	79
2.2.4 Кипр (2013-2015 гг.)	82
2.2.5 Исландия (2008-2011 гг.)	83
2.3 Практика использования ограничений на движение капитала в постоянном режиме (опыт Индии и Китая)	85
ЗАКЛЮЧЕНИЕ	93
Список использованных источников	98

ВВЕДЕНИЕ

На протяжении последних десятилетий политика регулирования трансграничных финансовых потоков эволюционировала в направлении обеспечения большей либерализации. Эта тенденция наблюдалась как в развитых экономиках, так и в развивающихся рынках. Теоретическим фундаментом данной политики выступала неоклассическая теория роста, с точки зрения которой перемещение капитала из стран, где имеется его избыток в страны, где он дефицитен, приводит к общему росту благосостояния. Следовательно, любые ограничения на перемещение капитала и финансовые транзакции тормозят экономическое развитие и необходимо стремиться к полной глобальной мобильности капитала. Кризисы, спусковым механизмом для которых был массированный отток капитала, происходили в основном не в развитых странах, а в странах с формирующимся рынком, где институты рыночной экономики, включая финансовые институты, не были в достаточной степени развиты. Поэтому распространенным было представление, в соответствии с которым потоки капитала как таковые не несут существенной угрозы для развитой финансовой системы, а противодействовать кризисам и предотвращать их следует не путем ограничения потоков капитала, а совершенствованием институтов.

Пересмотр этих представлений произошел после кризиса 2008-09 г., когда стало очевидно, что дисбалансы, возникающие в финансовом секторе, потенциально весьма разрушительны для экономики, а высокая мобильность капитала, являющаяся одним из факторов формирования этих дисбалансов, приносит не только выигрыш, но и связана с существенными рисками дестабилизации. Вместе с тем высокая мобильность капитала приводит к тому, что конъюнктура глобального рынка капитала начинает существенным образом влиять на состояние финансовых рынков в каждой отдельной стране, чем значительно снижает эффективность политики национальных центральных банков. В связи с этим в последние годы в экономической литературе активно обсуждается вопрос о возможности применения ограничений на потоки капитала как одного из инструментов поддержания долгосрочной устойчивости финансовой системы, а также обеспечительной меры, позволяющей повысить эффективность политики национальных денежных властей.

Данный вопрос является актуальным для российской экономики, учитывая тот факт, что переход Банка России к инфляционному таргетированию осуществляется в неблагоприятных условиях, требующих принятия решений, направленных на поддержание макроэкономической и финансовой стабильности. Более того, в России это осложняется наличием высокой зависимости от плохо предсказуемой конъюнктуры мирового рынка углеводородов.

В этой связи особый интерес представляет анализ международного опыта введения ограничений на приток и оттока капитала развитыми и развивающимися странами, выявление причин различий в последствиях введения подобных ограничений, а также анализ эффективности мер по ограничению мобильности капитала на основе обзора эконометрических исследований по данной тематике.

Целью данной работы является выявление ключевых факторов и последствий установления ограничений на международное движение капитала.

Первый раздел данного исследования посвящен экономической теории международных потоков капитала и смежным темам, включая международную торговлю товарами и услугами, рассмотрены ключевые определения. Во втором разделе описан международный опыт введения ограничений на движение капитала, выявлены ключевые факторы и последствия введения ограничений на приток и отток капитала. В третьем разделе приведен обзор эмпирических подходов к анализу влияния ограничений на движение капитала на основные макроэкономические показатели.

1 Обзор макроэкономических моделей, учитывающих ограничения на потоки капитала

1.1 Введение: экономическая теория международных потоков капитала и смежные темы

Теоретические представления об эффектах, связанных с введением ограничений на международное движение капитала, заметно эволюционировали на протяжении всего XX века. Эти представления были дополнены и отчасти пересмотрены в начале нового столетия. Причиной этого стал кризис 2008-09 годов, а также в какой-то степени более ранний азиатский кризис 1997-98 гг. Данные кризисы, имевшие глобальные последствия, показали, что высокая мобильность капитала несет макроэкономические риски. Экономическая политика в области регулирования трансграничных потоков капитала, опиравшаяся на данные представления, также менялась со временем. В дальнейшем мы рассмотрим теоретические основания, которые лежат в основе современного понимания роли потоков капитала в экономике, уделив внимание эволюции этих представлений.

Прежде всего трансграничным операциям с капиталом будет дано определение, чтобы сразу очертить область анализа. Затем будет представлен теоретический блок, суммирующий основные представления экономической теории относительно макроэкономических эффектов, связанных с трансграничным перемещением капитала. Международные потоки капитала обуславливают множество процессов в экономике, поэтому полноценный теоретический анализ данных потоков требует обращения к смежным областям экономического анализа.

Первой смежной областью является теория долгосрочного экономического роста. Поскольку экономический рост связан с накоплением капитала, трансграничные потоки капитала, становясь дополнительным источником инвестиций в основной капитал, оказывают влияние на экономическое развитие и темпы роста [1]. В теории долгосрочного экономического роста были получены определенные эмпирические и теоретические результаты, иллюстрирующие воздействие на экономическое развитие ограничений по счету капитала. Обратной стороной потоков капитала выступает международная торговля, поскольку само внешнее кредитование имеет смысл тогда, когда у заемщика есть недостаток

внутренних ресурсов, а значит привлеченный внешний кредит будет уравниваться импортом ресурсов, т.е. потоки международной торговли тесно связаны с потоками капитала [2].

Тесную связь с регулированием потоков капитала имеет денежная политика, а звеном, соединяющим эти две сферы, выступает обменный курс. В развивающихся экономиках, а также в развитых странах в период действия Бреттон-вудского режима была распространена политика управляемого (в частности, фиксированного) обменного курса. При слишком мягких ограничениях на мобильность капитала или при их полном отсутствии денежные власти лишаются возможности эффективно управлять обменным курсом, поэтому свободное движение капитала и режим управляемого обменного курса вступают в конфликт, который нередко приводит к вынужденному отказу от режима управляемого (фиксированного) обменного курса с рядом последствий для экономики. Таким образом, наличие ограничений по счету капитала становится одним из факторов, влияющих на степень свободы денежных властей [3].

Важной отличительной особенностью международных потоков капитала является их высокая волатильность. Под воздействием глобальных факторов направление потоков капитала может быстро измениться на противоположное, что способно стать мощным макроэкономическим шоком, угрожающим значительными потерями благосостояния. По этой причине международные потоки капитала несут в себе существенные риски, которые также нужно учитывать при анализе эффектов ограничений по счету капитала [4].

В последние десятилетия в исследовательском сообществе особое внимание уделяется анализу разного рода макроэкономических рисков, и, в первую очередь, рисков финансовой дестабилизации. Это было спровоцировано как кризисом 2008-09 годов, так и более ранним азиатским кризисом 1997-98 годов, который также имел глобальные последствия и продемонстрировал хрупкость финансовых систем в условиях высокой мобильности капитала. С учетом этих обстоятельств возник запрос на исследования, которые бы помогли выработать оптимальный комплекс регулирующих мер, позволяющих сделать финансовый сектор и экономику в целом более устойчивыми к описанным шокам. В данном контексте меры по регулированию и блокированию некоторых трансграничных операций с капиталом сегодня рассматриваются как допустимые, поскольку высокая мобильность капитала

становится фактором быстрого накопления дисбалансов в финансовой системе, которые затем в период повышенной макроэкономической турбулентности приводят к дестабилизации финансового сектора с разрушительными последствиями для экономики.

Таким образом, современное понимание эффектов, которые ограничения на операции с капиталом создают в экономике, следует рассматривать в контексте политики макропруденциального регулирования, суть которой состоит в предотвращении возникновения дисбалансов в финансовой системе. Макропруденциальный подход предполагает согласованное использование широкого круга инструментов прямого и косвенного регулирования, поэтому меры по ограничению операций с капиталом рассматриваются в едином пакете с мерами денежной и фискальной политики [5] [6].

Резюмируя вышесказанное, можно выделить три основных направления экономических исследований, имеющих непосредственное отношение к тематике международных потоков капитала: теории долгосрочного экономического роста, денежно-кредитная политика в открытой экономике и макропруденциальная политика при волатильных потоках капитала.

1.2 Основные понятия и определения

По определению, операция по счету капитала происходит каждый раз, когда тот или иной актив меняет владельца, причем одна из сторон транзакции представлена резидентом, а другая нерезидентом. Конкретная категория актива при этом может быть любой. Все транзакции с ценными бумагами, деривативами, валютой, активами, относящимися к основному капиталу, будут отражаться в счете международного движения капитала в случае, если актив переходит от резидента к нерезиденту, и наоборот. Соответственно, если некоторый актив меняет собственника, но при этом обе стороны транзакции представлены либо резидентами, либо нерезидентами, то данная операция не относится к классу операций, отражаемым по международному счету капитала.

Международные экономические операции отражаются т.н. платежном балансе, где фиксируются не только операции, связанные с перемещением товаров и услуг между странами, но и трансграничные операции с финансовыми активами. В

соответствии с терминологией платежного баланса, которую использует МВФ и ОЭСР, операции, соответствующие предложенному выше определению, учитываются в т.н. «финансовом счете» (financial account) [7]. Однако в мировой экономической литературе по отношению к данным операциям часто употребляется термин «операции по счету капитала» (capital account transactions), поэтому в дальнейшем мы будем придерживаться этого термина.

Понятие ограничения по трансграничным операциям с капиталом употребляется в экономической литературе и документах международных организаций достаточно широко. Согласно подходу МВФ, к таким ограничениям относятся практически любые меры регулирования транзакций по международному счету капитала. Для этих мер в международной литературе используется термин «контроль над движением капитала» (capital controls). К ним в частности относятся любые прямые запреты операций, требования предварительного разрешения или уведомления для проведения операций, наличие множественных обменных курсов, предназначенных для различных операций, налоги, дискриминирующие по признаку принадлежности к той или иной стране и т.д. [8].

1.3 Потоки капитала в неоклассической теории

Сперва обратимся к неоклассической теории, описывающей международное движение капитала в предположении об отсутствии неопределенности и совершенства всех рынков. В описанных условиях можно выявить два основных макроэкономических эффекта, связанных с трансграничным движением капитала. Первый эффект связан с распределением потребления во времени или сглаживанием потребления. Второй эффект связан с изменением динамики накопления капитала. Далее мы рассмотрим каждый из этих эффектов несколько подробнее, для чего будем сравнивать две ситуации: первая предполагает мобильность капитала, а вторая – автаркию, когда экономика может опираться только на собственные ресурсы. Сравнивая эти две ситуации можно получить представление об эффекте, возникающем при снятии ограничений на движение капитала. Экономика будет считаться малой, т.е. ее внутреннее состояние не влияет на состояние мировых рынков капитала.

Мобильность капитала позволяет более эффективно перераспределять потребление во времени. Чтобы проиллюстрировать это рассмотрим экономику, которая в каждом периоде производит какое-то фиксированное количество выпуска, заданное экзогенно. Если экономика не имеет доступа к международному рынку, то она не имеет возможности переносить выпуск одного периода в потребление другого, и в итоге в каждом периоде потребление равно выпуску. Это означает, что если в будущем ожидается рост производства, то в автаркии домохозяйства не могут уже сегодня увеличить потребление. Доступ к международным рынкам дает им такую возможность: занимая в текущем периоде на мировом рынке капитала по мировой ставке, домохозяйства могут профинансировать свое текущее потребление заемными средствами, а возврат средств будет происходить в будущем когда выпуск будет высоким. Тогда в первом периоде произойдет приток иностранного капитала, поскольку внешние инвесторы станут держателями актива (обязательств по кредиту) и вместе с тем возникнет отрицательный торговый баланс. В будущем, когда долг будет погашаться, ситуация изменится: экспорт будет сопровождаться оттоком капитала. Аналогичным образом, можно использовать мировой рынок капитала для сбережений. В каждом из этих случаев со снятием ограничений по счету капитала благосостояние увеличивается.

Мобильность капитала позволяет перераспределять капитал в пользу тех экономик, где он дефицитен. Механизм работает следующим образом. Экономика, в которой соотношение между капиталом и трудом смещена в сторону первого, предельная производительность капитала будет высокой. Экономика без доступа к международному рынку капитала может осуществлять инвестиции исключительно из внутренних сбережений и высокая ставка, равная предельной производительности, будет стимулировать домохозяйства делать сбережения. Однако, в закрытой экономике высокие сбережения сокращают потребление, поэтому ценой инвестиций в капитал будет низкое текущее потребление. Если же допустить наличие доступа к глобальному финансовому рынку, то возникает дополнительный внешний источник для финансирования инвестиций и накопления производственного капитала. Тогда в оптимуме процесс накопления капитала достигнет точки, в которой предельная производительность капитала сравняется с мировой ставкой, а недостающие средства будут привлечены с мирового рынка. Вместе с этим текущее потребление перестает быть жестко

привязано к внутренним сбережениям. Так же, как и в предыдущем случае, кредитование на мировых рынках в текущем периоде означает положительный баланс счета капитала и отрицательный торговый баланс, который в будущем меняется на обратный. Возможна и противоположная ситуация, когда экономика имеет избыток капитала и его предельная производительность ниже мировой ставки. Это будет стимулировать отток капитала и кредитование остального мира. Благосостояние в обоих случаях вырастет, поскольку произойдет приток капитала в ту экономику, где он более производителен, а добавочный выпуск, возникающий в результате такого более оптимального распределения капитала будет поделен между экономикой и остальным миром. Направление потока капитала определяется соотношением между ставкой мирового рынка капитала и предельной производительностью капитала внутри страны, равной той ставке, которая сформировалась бы в автаркии (т.н. автаркической ставкой).

В соответствии представленным неоклассическим подходом барьеры для мобильности капитала снижают благосостояние, причем природа ограничений при этом не имеет значения. Она может иметь административный характер, когда государство прямо (через квоты) или косвенно (через налоги) снижает привлекательность трансграничных сделок с финансовыми активами и делает менее привлекательным привлечение иностранных кредитов или размещения сбережений в иностранных активах. Невозможность заключать подобные финансовые контракты может иметь и институциональные причины, к которым, к примеру, относится невозможность для кредитора обеспечить исполнение контракта, т.е. угроза оппортунистического поведения заемщика. Это будет повышать риски для кредитора и повышать стоимость долга, следствием чего станет снижение объема привлекаемых средств ниже оптимума и объем инвестиций, недостаточный для выравнивания производительности капитала между странами. Эмпирические исследования показывают, что два данных фактора играют главную роль в сдерживании международных потоков капитала.

1.4 Неоклассическая теория и направление потоков капитала: парадокс Лукаса

Прямым следствием изложенной теории является то, что бедные развивающиеся страны и растущие экономики будут занимать на международных рынках капитала, а кредиторами будут выступать развитые экономики. При этом бедные экономики будут импортировать товары и услуги из богатых стран, в результате чего ускоренное накопление капитала будет сопровождаться отрицательным торговым балансом. Исследования показывают, что подобная картина не всегда наблюдается в реальности, и, более того, в некоторых случаях направление движения капитала оказывается противоположным тому, которое следует из теории. Также характерна положительная, а не отрицательная корреляция между темпами экономического роста и торговым балансом в развивающихся экономиках [9].

В широко цитируемой работе Р. Лукаса [10] отмечается, что простая неоклассическая теория роста не может объяснить, почему при той разнице в производительности труда, которая наблюдается между богатыми и бедными странами, не возникает мощных потоков капитала, выравнивающих производительность. По оценкам Лукаса, если бы неоклассическая теория роста была бы верна, то в развитых странах процесс инвестирования практически бы остановился, а вместо этого процесс накопления капитала был бы наиболее интенсивным в бедных экономиках. Это противоречие между действительным и теоретически предсказанным направлением и объемом потоков капитала приобрело название «парадокс Лукаса». В дальнейшем этот феномен попал под более пристальное внимание экономистов, в результате чего появились некоторые теоретические объяснения, позволяющие понять, какие факторы сдерживают перемещение капитала из богатых стран в бедные. Теоретические объяснения подкреплены результатами эмпирических исследований. Они также подсказывают, какие именно несовершенства, обуславливающие парадокс Лукаса, не учтены в неоклассической теории роста.

Две группы факторов, препятствующих перетокам капитала, выделяются в статье [11]. К первой группе факторов относятся те, которые связаны с фундаментальными структурными особенностями экономики и проводимой государством политикой. Вторая группа факторов относится к несовершенствам

международного рынка капитала. В результате авторы приходят к следующему ряду причин, которые могут объяснить отсутствие потоков капитала между богатыми и бедными странами.

Первая причина может состоять в неучтенном факторе производства. Неоклассическая теория предсказывает, что капитал будет двигаться туда, где его предельная производительность выше, при этом предельная производительность зависит исключительно от т.н. капиталовооруженности, т.е. от количества производственного капитала, приходящегося на одного работника. Так как по предположению теории все страны используют одинаковую технологию с двумя факторами производства (трудом и капиталом) и обладающую свойством постоянной отдачи от масштаба, то предельная производительность определяется только соотношением в уровнях запасов этих факторов, которыми располагает экономика. Однако в реальности могут существовать дополнительные факторы производства, которые влияют на предельную производительность капитала.

Предельная производительность является ненаблюдаемой величиной и ее можно оценивать только косвенно, и оценка будет опираться на ту или иную производственную функцию. Если при оценке была выбрана неверная производственная функция, то полученные на ее основании оценки предельной производительности капитала будут смещенными. Поэтому одним из возможных объяснений отсутствующих потоков капитала в бедные страны может быть то, что разница между истинной предельной производительностью в богатых и в бедных странах в действительности мала, а те оценки, которые говорят о большом разрыве в производительности опираются на неверные модели, в которых не учитываются все факторы производства. Примером таких факторов авторы называют землю и человеческий капитал.

Помимо этого, причиной отсутствия выравнивания в капиталовооруженности между богатыми и бедными странами может быть различающаяся совокупная факторная производительность. Предельные производительности в странах с избытком и дефицитом капитала могут быть равны, поскольку высокая предельная производительность в бедной стране может быть подавлена низкой совокупной факторной производительностью. Фактически это означает, что богатые и бедные страны используют различную технологию, что не учтено в неоклассической модели роста, использованной Лукасом в его работе. Все приведенные объяснения не

выводят рассуждение за пределы неоклассического подхода, для которого характерно игнорирование разного рода несовершенств, вызванных асимметрией информации, неполнотой контрактов, агентскими издержками и прочими факторами, относящимися к институциональной сфере. Оказывается, что парадокс Лукаса может объясняться и чисто технологическими причинами и несовершенными инструментами оценки действительной производственной функции.

Кроме технологической теории, отсутствие потоков капитала в бедные страны можно объяснить налоговой политикой и слабыми институтами. Авторы интерпретируют налоговую политику в обобщенном смысле, т.е. относят к налогам к примеру инфляционный налог. Ключевым фактором в данном случае оказывается невозможность для инвестора получить доходность, равную предельной производительности капитала. В результате стимулы к инвестициям в бедные экономики снижаются и потоки капитала оказываются недостаточными для выравнивания производительности. Слабые институты, к которым обычно относят плохую защищенность прав собственности, также работают как своего рода дополнительный налог на инвестора, поскольку они затрудняют ему получение дохода от инвестиций. Аналогичным образом влияет на стимулы к инвестициям проблема асимметрии информации, которая будет приводить оппортунистическому поведению управляющих предприятиями в отношении внешних инвесторов. Невозможность эффективно осуществлять контроль над фирмой снижает доходность от вложений в бедные страны. Формальную модель, иллюстрирующую это соображение предлагают Гертлер и Рогофф [12]. Наконец, последним фактором в этой группе авторы называют т.н. «суверенный риск», под которым понимается риск отказа от платежей по финансовым контрактам, как самих государств, так и отдельных фирм, возможно под давлением государства. При отсутствии инструментов по принуждению к выплате долга, суверенный риск становится фактором, сдерживающим потоки капитала. Общий эффект в этом случае оказывается тем же – снижение потенциала инвестирования в бедную экономику.

Эмпирические оценки, проделанные авторами, показывают, что именно низкое качество институтов является главной причиной, объясняющей отсутствие масштабного инвестирования богатых стран в бедные. Рейнхарт и Рогофф в своем исследовании [13] делают больший акцент на кредитном риске трансграничных инвестиций. Анализируя эпизоды дефолтов по государственному долгу, а также

периоды аномально высокой инфляции, они приходят к выводу, что развивающиеся экономики довольно четко делятся на две группы, в одной из которых находятся страны не объявлявшие дефолт, а в другой – страны, демонстрировавшие серийные дефолты. Оказывается, предыстория дефолтов некоторой страны является хорошей мерой ее склонности к дефолтам в будущем. Свойство стран быть склонными к дефолтам приобрело в их более ранней работе [14] название «нетерпимости к долгу» (debt intolerance). Опираясь на полученные оценки, Рейнхарт и Рогофф, приходят к выводу, что, с учетом фактора склонности стран к серийным дефолтам, никакой аномалии в потоках капитала нет. Более того, существует наоборот избыточный поток инвестиций в страны нетерпимые к долгу.

1.5 Институциональные обоснования парадокса Лукаса

Теоретическое объяснение неготовности кредитовать развивающиеся экономики и их правительства предлагаются в ряде работ. В статье Итона и Герсовитца [15] рассматривается модель, в которой страны, занимающие на рынках не могут быть подвергнуты каким-либо болезненным санкциям в случае их отказа платить по собственным обязательствам. В таких условиях у заемщиков возникает стимул отказаться от погашения кредитов, привлеченных на глобальных рынках капитала, а реакция рынков капитала на событие дефолта сводится к временному ограничению доступа на рынки капитала страны, допустившей дефолт. В результате дисциплинирующее воздействие на заемщика оказывает именно угроза того, что, в случае его отказа выполнять финансовые обязательства перед внешними кредиторами, государство лишится возможности получать финансирование со стороны международного рынка капитала. При этом внешние кредиторы устанавливают определенный лимит на долг, который они готовы предоставить бедным странам, причем данный лимит оказывается ниже того уровня долга, который соответствует общественному оптимуму.

Другое объяснение предлагают Алесина и Табеллини в работе [16]. Они рассматривают теорию, в которой постоянная смена правительств, зачастую сопровождающаяся отказом каждого следующего правительства от обязательств предыдущего, характерная для некоторых бедных стран, приводит к тому, что стоимость иностранного кредита становится чрезмерно высокой. Помимо этого,

дополнительный негативный эффект на стоимость кредита оказывает плохо предсказуемая налоговая политика. Причем следствием этого становится не только сокращение внешнего кредитования, но и снижение внутренних инвестиций, поскольку неопределенность налоговой политики оказывает негативное воздействие на стимулы любого инвестора вне зависимости от того, по какую сторону границы он находится. Экономика, страдающая от бегства частного капитала склонна к введению ограничений по счету капитала, чтобы ограничить его отток и перенаправить средства на внутренний рынок. Таким образом, политическая неопределенность угнетает внутренние инвестиции, снижает привлекательность вложений в эту экономику для кредитора из богатых стран с избытком капитала и приводит к введению ограничений по счету капитала.

Торнелл и Веласко [17] предлагают другую возможную причину недостаточно интенсивных потоков капитала в бедные страны. Они рассматривают проблему недостаточной защиты прав собственности и возможность для различных лоббистских групп присваивать доход от инвестиций. В их статье капитал может быть инвестирован в две технологии, одна из которых более производительна и обладает большей отдачей, но при этом она характеризуется возможностью изъятия полученной прибыли и активов группами интересов. Менее производительная технология, хотя и дает низкий возврат на инвестиции, при этом безопасна с точки зрения экспроприации продуктов производства. Таким образом, инвестор выбирает оптимальный портфель инвестиций, а риски экспроприации влияют на ожидаемый возврат от вложений и определяют структуру портфеля. Авторы интерпретируют вложение в производственный капитал внутри экономики как вложение в высокопроизводительную технологию с риском потери активов. Отсутствие гарантированных защищенных законом прав собственности становится тем фактором, который создает потенциальную возможность присваивания активов внутренними группами интересов. Безопасные, но менее доходные вложения авторы интерпретируют как инвестиции на глобальном рынке капитала в страны с развитой институциональной средой и высокой степенью защищенности инвестиций. Поскольку эти страны также имеют избыток капитала, доходность от подобных инвестиций оказывается ниже, чем доходность от вложений внутри страны, если исключить риск потери активов. В результате незащищенность прав собственности приводит к тому, что бедные страны страдают от утечки капитала.

Торнелл и Веласко обращают внимание на следующий эффект: чем выше разница между доходностью внутренних рискованных и внешних безрисковых инвестиций, тем больше стимулы у групп интересов к отъему собственности и тем выше риск потери активов в лоббистской борьбе. В этом смысле страны с недостатком капитала могут оказаться в ловушке, поскольку недостаток капитала приводит к его высокой предельной производительности и, как следствие, большей разнице между внешней и внутренней доходностью, что, в свою очередь, в большей степени мотивирует ориентацию групп интересов на усилия по отъему собственности. В конечном итоге авторы заключают, что снятие ограничений на отток капитала снижает издержки по безопасному вложению средств на глобальном рынке, т.е., в терминах модели Торнелла и Веласко, повышает доходность инвестиций в «безопасную» технологию. Это приводит к сокращению разницы между доходностью инвестиций вне и внутри страны, снижает стимулы к экспроприации и делает более привлекательным инвестирование внутри страны.

Приведенные исследования показывают, что, помимо чисто административных барьеров, существуют иные весьма значительные барьеры для движения капитала из богатых стран в бедные, причем барьеры эти носят прежде всего институциональный характер. Это означает, что по ряду причин, инвестиции в страны с дефицитом капитала не дают для инвестора дохода, соответствующего высокой предельной производительности на инвестированный капитал. Вместе с тем, это не означает, что подобные инвестиции в принципе неоптимальны. Если бы несовершенства могли бы быть преодолены, бедные страны получили бы значительный приток внешних инвестиций, и это сгладило диспропорции между богатыми и бедными странами и приблизило экономики этих стран к состоянию оптимума общественного благосостояния. С этой точки зрения ограничения транзакций по счету капитала только добавляют потерь по сравнению с общественным оптимумом.

1.6 Эмпирические исследования связи экономического роста и мобильности капитала

Во множестве эмпирических работ были предприняты попытки найти связь между либерализацией счета капитала и темпами экономического роста. Результаты

показывают, что устойчивого влияния либерализации на экономический рост не наблюдается. Некоторые исследователи находят неоднозначную зависимость между мобильностью капитала и темпами экономического роста, при этом направление связи зависит от некоторых институциональных и культурных характеристик экономики. Эффект от либерализации также часто оказывается различным для стран, находящихся на разном уровне развития.

Весьма существенную проблему при эмпирическом оценивании эффекта либерализации счета капитала представляет проблема эндогенности, связанная с тем, что решение о либерализации принимается правительством в зависимости от внутренних характеристик экономики, которые не всегда могут быть наблюдаемы. Поэтому если наблюдается то или иное изменение макроэкономической динамики после снятия ограничений по капиталу, то нельзя однозначно считать это следствием либерализации, т.к. возможно это стало следствием изменения некоторых структурных характеристик экономики. Пример теоретического объяснения ускорения экономического роста следующего за либерализацией счета приводится в работе Бартоллини и Дрейзена в их работе [18]

В работе Куинна [19] на выборке из 64 стран, куда вошли как развитые, так и страны с развивающимися рынками, была оценена связь между экономическим ростом и ослаблением ограничений по счету капитала. Анализируя период времени с 1960 по 1980 г. автор находит положительную значимую связь между ростом и ослаблением ограничений. Автор склоняется к интерпретации наблюдаемой связи как причинно-следственной, но никаких альтернативных оценок, подтверждающих свои соображения, не приводит.

Иной подход используют Ливайн и Зеврос [20]. Их работа сфокусирована на определении эмпирической связи между развитием локального финансового рынка и либерализацией счета капитала. В их выборку попали 16 стран, относящихся к группе развивающихся рынков. Авторы показывают, что после снятия барьеров финансовые рынки становились более ликвидными, а их капитализация росла. Хотя они напрямую не проверяют, как либерализация влияет на экономический рост, тем не менее, полученные результаты они интерпретируют как наличие значимого полезного эффекта от снятия ограничений по счету капитала, поскольку в соответствии с другим их эмпирическим исследованием [21], развитие финансового рынка способствует быстрому экономическому росту.

Этот вывод подтверждается в статье [22], где авторы рассматривают взаимосвязь между глубиной финансового сектора, экономическим ростом и открытостью внутреннего рынка капитала. В выборке присутствуют развитые экономики и развивающиеся рынки, а рассматриваемый временной интервал покрывает период с 1976 по 1995 г. Авторы обнаруживают, что страны с более открытыми рынками капитала имеют более глубокий финансовый сектор и растут более высокими темпами, чем страны, имеющие значительные ограничения по счету капитала. Авторы при этом отмечают, что положительная связь между открытостью рынка и ростом наблюдается в основном в подвыборке стран ОЭСР, но среди остальных стран зависимость неустойчива. Таким образом, их анализ предполагает, что упразднение барьеров между внутренним и внешним рынком капитала не всегда положительно влияет на рост и причиной этого может быть уровень развития. Эдвардс [23], используя более точные показатели открытости счета капитала, также находит неоднозначное влияние открытости счета капитала на экономический рост, подчеркивая, что страны могут выиграть от интеграции с мировым рынком капитала только в том случае, если они достигли достаточного уровня развития.

Сходный результат получают Чинн и Ито [24], рассматривая связь между развитостью финансового сектора, открытостью рынков капитала и различными другими факторами. Панельное исследование использует данные по 108 странам за период с 1980 по 2000 г. Согласно их выводам либерализация помогала развитию финансового рынка только в тех странах, где был обеспечен достаточный уровень институционального развития. Показатели институционального развития включали множество индикаторов, среди которых уровень правопорядка и соблюдения законов, уровень коррупции, защищенность прав кредиторов, эффективность бюрократии и т.д. Чинн и Ито не исследуют связь роста и степени открытости счета капитала, а только изучают, как он влияет на развитие финансового рынка. Но поскольку финансовые рынки выполняют роль посредника между внешними инвесторами и внутренними заемщиками, отсутствие позитивного влияния либерализации счета капитала на развитость рынка можно интерпретировать как отсутствие явного полезного эффекта от присоединения к глобальным рынкам, а значит экономикам со слабой институциональной средой оказывается сложнее воспользоваться преимуществами доступа к глобальному рынку.

Несколько иной взгляд можно найти в исследовании [25], где рассматриваются страны, не входящие в ОЭСР. Автор выдвигает гипотезу, согласно которой способность экономики развивающейся страны воспринимать внешние инвестиции может зависеть от степени гомогенности населения. Чем меньше степень сегментации населения по этническому признаку и чем меньше разнообразие языковых групп, проживающих в стране, тем, при прочих равных, менее конфликтной будет среда, что является заметным положительным фактором экономического роста для развивающихся экономик. Это заключение подтверждается автором эмпирически. Он также показывает, что чем более гомогенно население по языковому и этническому признаку, тем больше положительный эффект от интеграции с международным рынком капитала. Для стран с высокой сегментацией населения либерализация счета капитала наоборот приводит к значительным потерям. Оценки устойчивы к вариации разных контрольных переменных.

Как следует из приведенных выше эмпирических работ, либерализация международного счета капитала может содействовать экономическому росту, но при этом нет свидетельств наличия сильной устойчивой, наблюдаемой в равной степени в развитых и в развивающихся странах, связи между открытостью счета капитала и темпами экономического развития. Тем не менее, есть определенные основания говорить, что страны с более совершенной правовой, рыночной и институциональной инфраструктурой, а также с более качественным государственным управлением, могут получить выгоды от открытости счета капитала. Авторы исследования [26] отвергают этот вывод. В соответствии с их оценками нет никакого значимого влияния либерализации счета капитала и последующего экономического роста. Если использовать некоторые отдельные индикаторы, измеряющие степень открытости внутреннего рынка капитала, и изучать, как их изменение воздействует на рост, то можно найти слабую зависимость, которая, однако, пропадает, если выбрать альтернативные индикаторы открытости. При этом авторы не находят значимого влияния либерализации на развитие внутреннего финансового сектора. Их исследование использует данные за период с 1973 по 1992 г. для 61 страны, среди которых есть как развитые экономики, так и развивающиеся рынки. Весь временной интервал разбивается ими на несколько промежутков в соответствии с волнами либерализации. Авторы

используют инструментальные переменные, чтобы получить результаты менее подверженные смещению в силу проблемы эндогенности.

В другом исследовании [27] автор пытается более точно оценить роль качества проводимой государством политики и качества институтов в том, как либерализация счета капитала или, наоборот, установление ограничений, влияет на экономический рост и инвестиции. Эконометрический анализ не дает оснований для выводов о том, что качество политики и институтов играет заметную роль для экономики как при снятии ограничений, так и при их введении. Этот вывод противоречит выводам других исследований, в которых как правило обнаруживалась зависимость между качеством государственной политики и развитостью институтов с одной стороны, и наличием позитивного эффекта от повышения интегрированности внутреннего и глобального рынка с другой

Помимо этого, в работе проверяется, действительно ли либерализация ведет к повышению волатильности потоков капитала, поскольку, согласно одному из распространенных аргументов против либерализации, открытие счета капитала ставит финансовую систему страны в уязвимое положение [28]. Пока страна ограничивает потоки капитала, внутренний финансовый рынок оказывается более независимым от глобального рынка и оказывается таким образом защищенным от изменений конъюнктуры на глобальном рынке. Либерализация счета, в соответствии с этой аргументацией, делает экономики более предрасположенными к перегреву при массированном притоке капитала и значительным экономическим спадам, следующим за волнами оттока капитала. Опираясь на проделанный эконометрический анализ, включающий как кросс-секционные исследования, так и специальные методы, которые используются для исследования последствий событий (т.н. «event-study»), автор не находит подтверждения этому тезису.

В двух более ранних исследованиях [29] [30] авторы ставят задачу выяснить, какие характеристики экономики определяют то, имеет ли страна ограничения по счету капитала или нет. В дополнение к этому, авторы исследуют, действительно ли страны с установленными ограничениями растут медленнее, чем страны без подобных ограничений. В первой работе исследуется выборка из 20 стран ОЭСР, а во второй анализ делается для 61 страны, среди которых есть как развитые экономики, так и развивающиеся рынки. В обеих работах авторы не находят

значимой связи между экономическим ростом и наличием ограничений по счету капитала.

Как видно, существующие эмпирические исследования не дают однозначного подтверждения того, что наличие ограничений для трансграничного движения капитала замедляет экономический рост. Некоторые авторы подтверждают наличие ускорения роста после снятия барьеров, но другие экономисты, используя иные методы, иные индикаторы открытости и иной набор контрольных переменных, отвергают наличие такой связи. Отсутствие явного устойчивого влияния открытости счета на экономический рост, однако, не должно восприниматься как эмпирическое опровержение того, что либерализация счета капитала увеличивает общественное благосостояние и содействует инвестициям так, как это утверждает неоклассическая теория. Чтобы обосновать этот тезис следует более внимательно проанализировать выводы из неоклассического анализа.

Обширный обзор литературы по теме ограничений потоков капитала и связи между либерализацией международного счета капитала и ростом можно найти в работе Генри [31]. Автор детально анализирует существующие эмпирические исследования, суммирует и интерпретирует полученные ранее результаты. Он приходит к выводу, что значительное количество выполненных исследований, хотя и представляют интерес с точки зрения понимания эффектов открытости внутренних рынков капитала и либерализации счета капитала, в действительности они не могут рассматриваться как эмпирические проверки истинности неоклассической теории. Причина этого состоит в том, что авторы не занимаются тестированием непосредственных следствий из неоклассической теории, а вместо этого проверяют наличие иного рода эффектов. При этом те исследования, которые могут рассматриваться как эмпирическая проверка неоклассической теории, достаточно точно ее подтверждают.

Рассмотрим более подробно какие выводы в отношении бедных стран с дефицитом капитала можно сделать из неоклассической теории. Страны с дефицитом капитала имеют, согласно предположениям о свойствах производственной функции, более высокую предельную производительность капитала по сравнению с богатыми странами. Это означает, что автаркическая ставка в бедных экономиках будет выше и открытие счета капитала приведет к его импорту. Тогда либерализация счета капитала приведет к снижению стоимости

заимствования для производителей, в результате чего инвестиции получают дополнительный импульс и будут осуществляться до тех пор, пока предельная производительность капитала внутри страны не сравняется с мировой ставкой процента. После того, как внутренняя и внешняя ставка сравняются, уровень инвестиций сократится, а, следовательно, снизится и экономический рост.

Таким образом, неоклассическая теория не предполагает перманентного увеличения уровня инвестиций после либерализации счета капитала, также как она не предполагает перманентного ускорения экономического роста. В теории, устранение барьеров создает возможность привлечь иностранный капитал и обеспечить тем самым скачок в экономическом развитии, по мере того, как потенциал роста исчерпывается, темпы роста вернутся к умеренным значениям. Отсутствие перманентного ускорения экономического роста после либерализации международного счета капитала не означает полное отсутствие полезного эффекта. Наоборот, либерализация оказывает перманентный положительный эффект на уровень выпуска, поскольку тот дополнительный капитал, который экономика накапливает по мере выравнивания внутренней и внешней ставок, пополняет совокупный запас капитала и увеличивает ВВП. Другими словами, либерализация окажет временный положительный эффект на уровень инвестиций и перманентный эффект на уровень капитала и выпуска. В дополнение к этому, либерализация оказывает перманентный эффект на уровень развития финансового сектора.

Из неоклассической теории следует, что для ее проверки нужно проанализировать, как отреагировали инвестиции на снятие ограничений на трансграничное движение капитала. При этом для подтверждения теории достаточно найти временное ускорение экономического роста и временный всплеск инвестиционной активности после снятия барьеров. Само по себе сравнение темпов экономического роста между теми странами, где имеются значительные ограничения по счету капитала, и странами, где поддерживается высокая степень мобильности капитала, не даст ничего для опровержения или подтверждения неоклассической теории. То, что в эмпирических работах не наблюдалось устойчивой связи между темпом роста ВВП, уровнем инвестиций и степенью открытости счета капитала никак не противоречит теории.

1.7 Несовершенства рыночного механизма и экономическая политика

Теория, предложенная в предыдущем разделе, дает однозначные выводы относительно нежелательности введения барьеров для трансграничных операций с капиталом. Такой вывод совершенно естественен для теорий, основанных на неоклассической постановке. Все подобные теории пренебрегают несовершенствами и опираются на предположения об абсолютной гибкости цен, симметричной информации, возможности заключать полные контракты и т.д. Характерная особенность неоклассических теорий состоит в том, что конкурентное децентрализованное равновесие в моделях этого класса обеспечивает оптимум общественного благосостояния, а любые ограничения, вводимые государством, всегда нежелательны, поскольку только приводят к снижению уровня благосостояния. Хотя неоклассические теории часто являются неплохим приближением реальности и помогают проиллюстрировать некоторые экономические закономерности, они имеют ограниченную ценность при анализе ситуаций, где несовершенства рыночного механизма играют ключевую роль и абстрагирование от них может привести к искаженным выводам.

В этом разделе будут рассмотрены теории, допускающие наличие разного рода несовершенств. Следствием добавления в теорию предпосылки о существовании несовершенств зачастую становится неоптимальность децентрализованного рыночного равновесия, поэтому в этом случае государственная политика может оказывать полезный эффект и увеличивать общественное благосостояние. Теории, объясняющие необходимость государственного вмешательства, в академической экономической литературе как правило называют теориями «второго по предпочтительности исхода» (second-best outcome theory) [32]. Такое название объясняется следующим образом.

Обычно в рамках любой экономической модели можно определить некоторое идеальное состояние экономики, в котором достигается максимум общественного благосостояния. Этот исход по определению называется «первым по предпочтительности исходом» (first-best outcome), но он может оказаться недоступным ввиду наличия разного рода несовершенств, таких, например, как асимметричность информации, неполнота контрактов или наличие ценовых жесткостей. Наличие несовершенств делает недостижимыми некоторые состояния

экономики, и они остаются недостижимыми даже в том случае, когда государство проводит правильно выбранную политику. Если сузить все множество возможных состояний экономики до тех, которые достижимы при наличии несовершенств, а затем выбрать из этого множества состояние, которому соответствует максимальное общественное благосостояние, то именно оно будет называться вторым по предпочтительности исходом. Таким образом, второй по предпочтительности исход представляет собой состояние экономики, в котором обеспечивается условный максимум общественного благосостояния. Тогда рациональная государственная политика, направленная на максимизацию общественной пользы, должна быть направлена на обеспечение этого состояния. Иначе говоря, государство в рамках такой теории может использовать доступные ему рычаги, чтобы привести экономику в то состояние, которое с одной стороны остается достижимым при наличии несовершенств, а с другой – является наиболее предпочтительным из всего класса достижимых состояний.

В теориях, пренебрегающих несовершенствами, конкурентное рыночное равновесие без вмешательства государства обеспечивает максимум общественного благосостояния, то есть первый по предпочтительности исход. Однако наличие несовершенств может привести к тому, что рыночное равновесие не только не сможет обеспечить первый по предпочтительности исход, но не сможет обеспечить и второй по предпочтительности исход. Другими словами, рыночное равновесие уведет экономику далеко от условного максимума общественного благосостояния и тогда государственное вмешательство будет необходимым условием для его достижения. Подобная логика лежит во множестве экономических теорий, предлагающих мотивацию для государственного вмешательства в экономику.

На практике введение ограничений по международному счету капитала со стороны государства не всегда имеет четкие теоретические обоснования, но тем не менее, в каждом случае у регулирования потоков капитала есть определенный мотив и определенная экономическая логика. Это позволяет сгруппировать все ситуации, в которых были введены меры контроля над операциями с капиталом, в соответствии с конечными целями его введения. Мы выделяем четыре основных мотивации: обеспечение эффективности монетарной политики в условиях фиксированного (управляемого) курса, поддержание финансовой стабильности при волатильных потоках капитала, перераспределение инвестиционных потоков и поддержка

экспортных отраслей, а также ограничение прямых инвестиций нерезидентов для сохранения контроля в некоторых отраслях. Далее мы рассмотрим эти мотивы более подробно.

Во-первых, меры ограничения операций с капиталом могут использоваться как инструмент коррекции дисбалансов в международной торговле и контрциклической денежной политики в ситуации, когда по тем или иным причинам государство считает необходимым поддерживать фиксированный или управляемый курс национальной валюты. Известным теоретическим результатом макроэкономической теории является т.н. «трилемма денежной политики», суть которой заключается в том, что невозможно обеспечить одновременно свободное движение капитала, поддержание управляемого валютного курса и проведение независимой денежной политики. Три этих условия несовместны, поэтому если государство стремится сохранить управление валютным курсом и хочет активно использовать денежную политику для стабилизации выпуска, то ему придется отказаться от свободного движения капитала. Вместе с тем, если курс негибкий, то он не выполняет роль механизма балансирующего международную торговлю, и в этом случае таким механизмом становятся ограничения движения капитала. Таким образом, цель введения ограничений международной мобильности капитала состоит в обеспечении эффективности денежной политики и предотвращения кризиса платежного баланса при управляемом курсе.

Во-вторых, регулирование транзакций с капиталом может преследовать цель поддержания устойчивости финансовой системы в условиях волатильных потоков капитала. Оказывается, что гибкий курс сам по себе не может полностью абсорбировать внешнеэкономические шоки и гарантировать стабильность. Массивный приток капитала может стать испытанием для несовершенной финансовой системы развивающихся экономик, в результате чего в финансовой системе возникнут дисбалансы, создающие угрозу разворачивания масштабного кризиса в финансовом секторе с прямыми последствиями для выпуска. Чтобы не допустить этого, государство располагает возможностью сдерживать приток иностранных инвестиций за счет мер контроля движения капитала. В случае, когда дисбалансы уже возникли и происходит массированный отток капитала, для того, чтобы удержать финансовый сектор от коллапса государство аналогичным образом может применять различные действия по сдерживанию оттока капитала.

Следовательно, в данном случае мотивация введения контроля состоит в снижении уязвимости национально финансовой системы к непредсказуемым по характеру и значительным по объему волнам притока и оттока т.н. «горячих денег» с глобального рынка.

В-третьих, введение ограничений на международное движение капитала может преследовать цели связанные с повышением эффективности политики перераспределения. Возможность инвестировать внутренние сбережения в иностранные активы вне юрисдикции национального правительства затрудняет для него возможность манипулировать этими сбережениями. Сдерживание оттока капитала дает государству большую свободу действий в изъятии этих средств и направления их на те или иные цели. Помимо этого, контроль над движением капитала может использоваться как необходимое условие поддержания заниженного реального обменного курса, что способствует повышению конкурентоспособности экспортных отраслей за счет потребителей импортных товаров и услуг. В такой ситуации ограничение транзакций с капиталом используется как обеспечительная мера для перераспределения благосостояния в пользу экспортных отраслей.

Наконец, в-четвертых, государство может считать нежелательным владение нерезидентами тех или иных системно значимых национальных активов, предполагая, что это может быть связано с рисками. Ограничение права владения активом нерезидентами или прочие дискриминационные меры, имеющие своей целью не допустить попадания актива в собственность внешних инвесторов, считаются мерами контроля международной мобильности капитала.

Разделение на эти четыре группы имеет условный характер, поскольку зачастую меры из первой и второй группы взаимосвязаны. В экономической литературе существуют и альтернативные разделение [33] [32]. Тем не менее, подобное разделение позволяет получить более ясное представление о тех целях, которые преследуют государства, ограничивая сделки с активами между резидентами и нерезидентами.

1.8 Фиксированный обменный курс и мобильность капитала в модели Манделла-Флеминга

Первой макроэкономической моделью открытой экономики, учитывающей фактор мобильности капитала, была модель Манделла-Флеминга [34] [35]. Она, с одной стороны, достаточно проста для понимания и интерпретации полученных результатов, а с другой – удобна для анализа макроэкономической динамики при условии, что действует режим фиксированного обменного курса. В середине XX века в развитых странах поддерживался режим валютных отношений, установленных согласно Бреттон-Вудским соглашениям. В соответствии с этими соглашениями, страны поддерживали постоянные обменные курсы, которые в некоторых случаях могли корректироваться для регулирования платежного баланса. Модель Манделла-Флеминга хорошо подходит для теоретического исследования макроэкономических эффектов, которые возникают при поддержании подобного режима. Трилемма денежной политики является прямым следствием этой теории [3]. Далее мы кратко опишем некоторые важные следствия из модели, предполагая, что отсутствует гибкое курсообразование.

Ключевым элементом модели Манделла-Флеминга является предпосылка о положительной зависимости притока капитала и разницы между внутренней процентной ставкой и ставкой на мировом рынке капитала. Если между мировой и внутренней ставкой есть спрэд, то капитал будет перемещаться в тот сегмент, где доходность выше. Превышение мировой ставки над внутренней приведет к оттоку капитала, т.е. к увеличению владения резидентами иностранных активов и к продаже нерезидентами национальных активов. Когда внутренняя ставка оказывается выше мировой картина меняется на противоположную и спрос на национальные активы возрастает. В зависимости от режима валютной политики, волна притока или оттока капитала будет иметь различные последствия для экономики.

Модель Манделла-Флеминга позволяет изучать последствия изменения в фискальной и монетарной политики, которые, опять же, существенным образом зависят от валютного курса. В дальнейшем мы не будем делать различия между управляемым и фиксированным курсом, считая, что для стран с жестко фиксированным и управляемым курсом общая логика макроэкономических закономерностей едина.

Рассмотрим ситуацию, когда обменный курс фиксирован и вместе с этим существует мобильность капитала. В таких условиях монетарная политика имеет весьма ограниченную эффективность. Предположим, государство решает реализовать меры денежного стимулирования. Следствием этого будет рост совокупного спроса и, в том числе, рост спроса на импорт с одной стороны, и падение внутренней процентной ставки, с другой. Рост спроса на импорт автоматически приведет к росту спроса на иностранную валюту, а падение внутренней ставки снизит привлекательность национальных активов в сравнении с иностранными. Итогом этого будет повышенный спрос на иностранную валюту, который при фиксированном обменном курсе может быть удовлетворен только центральным банком за счет располагаемых резервов. При этом интервенции центрального банка приведут к сокращению денежной массы и этот процесс будет продолжаться до тех пор, пока внутренняя ставка не вернется к первоначальному уровню. Следовательно, попытка денежного стимулирования не достигнет цели, поскольку наращивание денежной массы будет полностью скомпенсировано интервенциями денежных властей, спровоцированными ростом спроса на валюту. Другими словами, денежное стимулирование при фиксированном курсе сдвигает в отрицательную сторону как торговый баланс, так и баланс операций с капиталом, а поскольку сумма этих величин равна изменению валютных резервов, то следствием стимулирования будет исключительно сокращение резервов без значимого расширения выпуска.

Аналогичным образом, стремление ужесточить денежную политику поднятием ставок не даст эффекта, поскольку рост ставок привлечет иностранный капитал. Внешние инвесторы будут предъявлять спрос на национальную валюту и продавать центральному банку иностранную валюту по фиксированному курсу. В следствие этого будет расширяться денежная масса и удержать ставки на высоком уровне не получится.

Наоборот, фискальная политика оказывается эффективным инструментом влияния на динамику выпуска. Расширение государственных расходов приведет к росту совокупного спроса, а в силу эффекта вытеснения инвестиций внутренние ставки вырастут, что привлечет внешних инвесторов. Приток иностранного капитала транслируется в увеличение денежного предложения со стороны центрального банка, который будет осуществлять эмиссию под покупку валюты. Увеличение

денежного предложения окажет понижающее давление на ставки, что сгладит эффект вытеснения. В результате фискального стимулирования выпуск вырастет и несколько увеличится внутренняя процентная ставка. Обратная логика будет работать, если государство будет сокращать госрасходы. В этом случае сокращение совокупного спроса будет снижать ставки и приведет к падению ВВП, оттоку капитала, который повлечет денежное сжатие.

Рассмотрим ситуацию, когда экономика сталкивается с волной притока капитала. В этом случае возникнет дополнительное предложение иностранной валюты на рынке и весь данный объем будет выкуплен центральным банком по фиксированному курсу, денежное предложение расширится и ставка внутри экономики снизится. Итогом данного шока будет увеличение выпуска и сокращение внутренней ставки. Волна оттока капитала, напротив, повлечет падение экономической активности и рост ставок. Иными словами, внутриэкономическая динамика оказывается непосредственно связанной с мировой ставкой, поскольку, когда мировая ставка сокращается, это закономерно влечет приток иностранного капитала, понижающее давление на внутренние ставки и стимулирует выпуск. В данных обстоятельствах национальная денежная политика оказывается бессильной перед влиянием конъюнктуры мирового рынка капитала, поскольку, как было показано выше, при свободном движении капитала и фиксированном курсе монетарные рычаги теряют действенность. В этом проявляется трилемма денежной политики – свободное движение капитала и фиксированный курс несовместимы с суверенной монетарной политикой.

Сделаем еще одно важное замечание, имеющее непосредственное отношение к мотиву введения ограничений операций с капиталом. Если мобильность капитала не предполагается совершенной, то полного выравнивания внутренней и мировой ставок не произойдет, а значит, в зависимости от знака спреда между ставками, будет наблюдаться постоянный приток капитала, либо его постоянный отток. На стороне баланса текущих операций отток (приток) капитала будет сопровождаться положительным (отрицательным) чистым экспортом. Величина торгового баланса и баланса счета движения капитала будет главным образом зависеть от того уровня, на котором центральный банк фиксирует обменный курс.

Если курс окажется завышенным и торговый баланс окажется отрицательным и значительным по величине, то, в отсутствии коррекции обменного курса, импорт

будет устойчиво превышать экспорт, причем импорт будет фактически кредитоваться нерезидентами. Опасность этой ситуации в том, что рост внешней задолженности может приобрести неустойчивый взрывной характер, закономерным следствием которого будет потеря доверия внешних кредиторов к национальным заемщикам. С потерей доверия приток капитала резко сменяется его оттоком, а при фиксированном курсе это влечет жесткое денежное сжатие, потерю резервов, стремительный рост ставок и падение выпуска. В такой ситуации центральный банк будет вынужден отказаться от фиксации обменного курса на прежнем уровне и допустить девальвацию. Следовательно, если изначально курс был зафиксирован на чрезмерно высоком уровне, то при свободном движении капитала это вероятно закончится кризисом внешнего долга и платежного баланса.

Из всего вышесказанного можно сделать следующий вывод. Наличие фиксированного обменного курса вместе со свободным движением капитала фактически лишает центральный банк возможности проводить политику, поскольку внутренняя ставка следует за мировой, а, следовательно, денежное предложение тоже оказывается зависимым от конъюнктуры глобального рынка капитала. У государства неспособного эффективно использовать фискальную политику для влияния на макроэкономическую динамику внутри страны тогда совершенно не остается инструментов воздействия на выпуск и безработицу. Вместе с тем ошибка в выборе целевого уровня обменного курса угрожает дестабилизацией и кризисом платежного баланса. Получается, что фиксированный курс и свободное движение капитала делает экономику хрупкой, чрезвычайно уязвимой ко внешним шокам, подверженной рискам, связанным с поддержкой несостоятельного обменного курса и, одновременно с этим, плохо управляемой. Переход к гибкому рыночному ценообразованию мог бы несколько сгладить эти негативные эффекты, но если государство по тем или иным соображениям считает, что поддержание режима фиксированного обменного курса имеет принципиальное значение, то нужны иные методы. Одним из возможных выходов из этой ситуации оказывается введение мер, ограничивающих международные транзакции с капиталом.

1.9 Ограничения мобильности капитала при фиксированном курсе в модели Манделла-Флеминга

В соответствии с трилеммой денежной политики, отказ от свободного движения капитала делает возможным сочетание активной монетарной политики и фиксированного обменного курса. Свободное движение капитала синхронизировало движение внутренних ставок со ставками мирового рынка капитала, поэтому наличие ограничений для перемещения капитала перекрывает канал, обеспечивающий выравнивание внутренних и мировых ставок. Это до некоторой степени дает возможность центральным банкам влиять на национальную экономику, осуществляя стимулирующую или рестрикционную политику.

Наличие ограничений не приводит к полной изоляции, так как фиксированный обменный курс влияет на торговый баланс, а, следовательно, и на поступление или отток валюты из страны. Сохранение фиксированного курса требует от центрального банка удовлетворять спрос на валюту, продавая резервы, и расширять денежную массу при избытке валюты на рынке. Значит любые манипуляции, которые влияют на торговый баланс, влияют также и на состояние валютного рынка и, посредством него, на денежное предложение. Так, к примеру, монетарное стимулирование экономики приведет к падению ставок и увеличению совокупного спроса. Оживление экономической активности при неизменном курсе повысит спрос на импорт, но не будет стимулировать экспорт, поскольку реальный обменный курс останется прежним. В итоге произойдет ослабление торгового баланса и поступление валюты в страну замедлится или развернется в обратном направлении, вынуждая центральный банк защищать фиксированный курс и терять резервы. В последнем случае монетарная экспансия будет отчасти сдерживаться оттоком валюты, но, в любом случае, этот отток будет происходить медленнее, чем в ситуации со свободным движением капитала. Снижение ставки не спровоцирует распродажу национальных активов и волну оттока капитала с мощным давлением на валютном рынке. Реакция торговых потоков более предсказуема, и они обладают гораздо большей инерцией, чем потоки капитала, поэтому изменение денежного предложения вследствие притока или оттока валюты по каналу текущего счета при отсутствии мобильности капитала будет более мягким.

Заметим, что проблема выбора обменного курса остается: вне зависимости от того, какой режима регулирования потоков капитала выбрало государство,

поддерживать завышенный курс неограниченно долго центральный банк не сможет по причине конечности резервов. Однако, если центральный банк имеет доступ к займам на международном рынке, за счет которых может при необходимости временно пополнять резервы, а также если он время от времени корректирует валютный курс, то подобная система делает экономику относительно устойчивой. Именно этот принцип лежал в основе международной торгово-финансовой системы согласно Бреттон-Вудским соглашениям [36] [37]. Страны поддерживали постоянные обменные курсы, потоки капитала регулировались, а дисбалансы корректировались через предоставление кредитов центральным банкам для финансирования дефицита текущего счета.

1.10 Политика фиксированного обменного курса при высокой волатильности потоков капитала

Описывая мотивы введения ограничений на движения капитала в предыдущем разделе, мы исходили из того, что фиксированный курс является приоритетом. Поскольку жесткая фиксация курса делает экономику уязвимой перед внешними шоками, это компенсируется введением ограничения международного движения капитала. За счет этого удастся достичь управляемости экономики и иметь возможность стабилизировать ее динамику, не отказываясь от политики фиксированного курса. Однако, в соответствии с трилеммой денежной политики, можно вместо отказа от свободного движения капитала в пользу двух других позиций (суверенной денежной политики и фиксированного курса) отказаться от фиксированного курса в пользу свободного движения капитала с сохранением независимости денежной политики. Обеспечивая свободное движение капитала можно, во-первых, исключить искажающее воздействие на рынки капитала, во-вторых, не потерять выгоды от возможности реализовывать независимую денежную политику и, в-третьих, перейти к режиму свободного плавания на валютном рынке и тем самым позволить обменному курсу демпфировать шоки условий торговли и потоков капитала.

Гибкий обменный курс действительно может достаточно эффективно выполнять стабилизирующую роль, а денежная политика при этом сохраняет свою действенность в краткосрочной перспективе. Если центральный банк желает

сдерживать инфляционные процессы, то поднимая ставку он привлекает иностранных инвесторов, реагирующих на премию, равную разнице между повышенной внутренней и мировой ставкой. Приток капитала оказывает давление на обменный курс, однако поскольку он гибкий, цена национальной валюты растет. Через канал переноса обменного курса в цены это сдерживает инфляцию, а укрепление реального курса подавляет экспорт и стимулирует импорт. Результатом этого становится торможение экономики и темпов роста потребительских цен. Таким образом, монетарная политика оказывается эффективной даже в условиях свободного движения капитала.

Аналогичным образом механизм работает в том случае, когда экономика сталкивается с притоком иностранного капитала. Обменный курс реагирует на это сразу, национальная валюта укрепляется, что сдерживает инфляцию и экономическую активность, не давая экономике перегреться. При фиксированном курсе приток капитала, если он не встречает барьеров, сразу транслируется в монетарную экспансию и разгоняет экономический рост. С другой стороны, ухудшение условий торговли при гибком курсе сразу отражается на величине реального обменного курса, происходит девальвация, поддерживающая экспорт и тормозящая импорт, результатом чего будет автоматическая корректировка платежного баланса. В условиях фиксированного курса коррекция реального обменного курса, являющегося основным фактором, воздействующим на платежный баланс, возможна только через изменение внутренних цен, а поскольку цены являются жесткими в краткосрочной периоде, их изменение может занять продолжительное время, на протяжении которого платежный баланс будет дефицитным. В отсутствии ограничений движения капитала дефицит платежного баланса будет усугубляться оттоком капитала и потерей резервов. Таким образом, отказ от управления валютным курсом повышает устойчивость экономики в условиях свободного движения капитала.

Хотя свободное ценообразование на валютном рынке имеет значительные преимущества, прежде всего, как механизм сглаживания шоков внешней торговли и потоков капитала, а фиксация обменного курса связана со множеством макроэкономических рисков [38], многие страны де-факто поддерживают достаточно ригидные валютные режимы. В соответствии с классификацией МВФ, в 1970 г. 97% стран, представленных в этой организации, придерживались жесткой

фиксации курса. К 1980 г. их доля снизилась до 39%, а к началу 2000-х составила 11%. Таким образом, если опираться на декларации центральных банков, то можно заключить, что в последние десятилетия наблюдался устойчивый общий тренд перехода к большей гибкости обменного курса. Однако, в действительности не всегда официальные заявления о свободном курсообразовании соответствовали реальной практике. Чтобы выяснить, насколько гибким является курс, можно проанализировать эпизоды, когда экономики оказывались под ударом внешних шоков. При свободном плавании именно обменный курс становится той переменной, за счет которой абсорбируется внешнее воздействие, а валютные резервы и процентные ставки будут реагировать менее выражено. Оказывается, что во множестве стран, заявляющих о том, что их курсы являются свободно плавающими, волатильность валютных резервов и процентных ставок слишком высока и не соответствует той, которая была бы при гибком курсе. Это является следствием активной политики денежных властей, которые прикладывают значительные усилия, чтобы сдерживать колебания обменного курса. В работах Кальво и Рейнхарт [39] [40] были выполнены соответствующие эмпирические оценки и авторы пришли к выводу, что центральные банки всячески стремились контролировать динамику обменного курса, который становился для них первостепенным якорем денежной политики. Этот феномен приобрел в статье Кальво и Рейнхарт название «боязнь свободного плавания» (fear of floating).

Страны с более гибкими обменными курсами оказываются более устойчивыми к волнам притока и оттока капитала. Эмпирический анализ, представленный в работах [41] [42], показывает, что волны притока капитала приводят к менее выраженному кредитному перегреву в странах, где обменные курсы являются более гибкими. Вместе с этим, фиксированные обменные курсы способствуют тому, что национальные банки и компании больше привлекают кредитов, номинированных в иностранной валюте, что становится фактором кризиса при волне оттока капитала. Эконометрические оценки в работе [41] получены на основе панельных данных по 25 странам, относящимся к группе развивающихся рынков. Авторы рассматривают страны в Латинской Америке, Азии и Европе, используя различные временные интервалы для каждого региона. Работа [42] сделана с использованием данных за период с 1969 по 2012 г., а выборка содержит 179 стран. Авторы подчеркивают, что гибкие обменные курсы не способны

полностью защитить экономику от болезненных последствий оттока капитала, а только лишь позволяют сдерживать процесс накопления чрезмерных дисбалансов в финансовом секторе во время волны притока капитала, чтобы затем поддержать его устойчивость во время волны оттока капитала.

Похожий результат получают авторы статьи [43], где показано, что негибкий обменный курс делает экономику более уязвимой к банковским кризисам и резкому торможению экономического роста. Это происходит, потому что при фиксированном обменном курсе более выраженным становится кредитный перегрев, чрезмерное внешнее заимствование, а также кредитование в иностранной валюте внутри страны. Помимо этого, национальная валюта становится более переоцененной, а в период торможения экономической активности коррекция платежного баланса происходит медленнее, что усугубляет кризисные явления в экономике. Исследование выполнено для стран из группы 50 развивающихся экономик и покрывает временной период с 1980 г. по 2011 г. «Двойные» кризисы, когда банковский кризис сопровождается значительной девальвацией, также чаще происходит в странах, где нет свободного плавления национальной валюты [44] [45].

В теоретической литературе хорошо изучен феномен кризиса платежного баланса при режиме фиксированного обменного курса и его механизмы. Базой для этих теорий выступает понятие теневого обменного курса, т.е. равновесного курса, который сформировался бы в экономике, если бы курсообразование было рыночным. Кризис, выражающийся в вынужденной девальвации, возникает, когда у денежных властей исчерпанным оказывается потенциал защиты обменного курса после выросшего девальвационного давления, вызванного неблагоприятным изменением условий торговли или волной оттока капитала. Спусковым механизмом девальвации становится спекулятивная атака на национальную валюту, которая происходит, когда участники понимают, что теневой обменный курс национальной валюты сократился ниже определенного критического уровня и возможности центрального банка защищать завышенный обменный курс исчерпаны, а значит центральный банк, реагируя на атаку, пойдет на вынужденную девальвацию, что делает атаку выгодной. Теоретические модели, иллюстрирующие эти ситуации представлены в работах [46] [47]. Эффективность введения ограничений на операции с капиталом, как инструмент предотвращения спекулятивной атаки, зависит от условий. Обстфельд в статье [48] показывает, что в некоторых случаях

введение таких барьеров действительно сдерживает спекулятивные атаки, а Деллас и Стокман показывают [49], что ожидания введения ограничений со стороны правительства может само по себе спровоцировать спекулятивную атаку.

1.11 Эффекты несовершенства финансового сектора при волатильных потоках капитала

Как было показано выше, фиксация обменного курса делает экономику более хрупкой и склонной к перегревам и кризисам. Гибкий курс позволяет до определенной степени смягчить влияние внешних факторов, но и он не гарантирует устойчивости. Массированный приток капитала приводит к тому, что экономика не успевает оптимально на него отреагировать, в результате чего возникает значительное реальное укрепление национальной валюты, активы оказываются переоцененными, разворачивается кредитный бум, вызванный снижением терпимости к риску. Финансовые системы развивающихся рынков, как правило, не способны адаптироваться к подобному притоку «горячих денег», следствием чего становится несоответствие в структуре пассивов и активов финансового сектора. Экономика становится зависимой от потока капитала с глобальных рынков и торможение или разворот этих потоков становится спусковым механизмом кризисов. Недостаточная устойчивость развивающихся рынков к волатильным потокам капитала усугубляется эффектом заражения, когда бегство капитала из одной страны индуцирует бегство капитала из стран-партнеров, так и высокой коррелированностью циклов притока-оттока как в рамках стран одного региона, так и глобально. Финансовый сектор при этом оказывается слабым звеном, с которого негативные тенденции распространяются на остальную экономику. Краткий обзор кризисов в странах из группы развивающихся экономик, а также обсуждение их причин можно найти в обзорах Дорнбуша [50] и Кальво [4].

Трансформация сбережений в инвестиции является одной из важнейших функций финансовой системы, при этом временная структура у обязательств и активов отличается. Короткие пассивы обеспечивают инвестиции в долгосрочные проекты, а финансовый посредник оказывается под угрозой кризиса ликвидности. Классический механизм банковского кризиса в результате набега вкладчиков представлен при помощи теоретико-игровой модели в работе [51]. Когда ожидается,

что количество вкладчиков, которые планируют изъять свои средства из банка, превысит некоторую критическую величину, то оставшиеся вкладчики, которые при иных обстоятельствах не имели мотива изымать свои депозиты, в этой ситуации будут иметь рациональные стимулы вывести свои средства. В результате все вкладчики стремятся изъять депозиты и финансовый посредник оказывается банкротом. Этот эффект возникает главным образом потому, что на стороне пассивов у финансового посредника находятся короткие депозиты, а на стороне активов находятся неликвидные обязательства фирм. В ситуации, когда под угрозой набега оказывается единственный банк, существуют возможности предотвратить набег. Гарантии депозитов со стороны центрального банка соответствующим образом влияют на ожидания вкладчиков и в итоге не происходит того сдвига ожиданий, который провоцирует кризис. Однако когда происходит изъятие средств, сравнимых по масштабам с совокупными пассивами банковского сектора, гарантии со стороны центрального банка могут не сработать.

Похожая картина имеет место, когда идет мощная волна оттока капитала [52]. В этот момент возникает риск критического сдвига ожиданий, когда у всех внешних кредиторов возникнет стимул отозвать средства. Тогда иностранные инвесторы, опасаясь, что промедление с изъятием вложений может привести к значительным потерям, будут стремиться вернуть средства даже в том случае, если считают, что качество активов, в которые были инвестированы их средства, является высоким, а их ожидаемая доходность имеет прочные фундаментальные основания. Отсюда следует, что разворот потоков капитала может спровоцировать кризис даже в том случае, когда для этого нет глубоких структурных макроэкономических причин. Такую интерпретацию кризису конца 1990-х, известному как «азиатская лихорадка», дают Раделет и Сакс в работе [53]. По их мнению, быстрое возвращение азиатских экономик к росту после кризиса свидетельствовало об отсутствии каких-либо значительных фундаментальных проблем в их экономиках, а причина кризиса заключается исключительно в панике портфельных инвесторов, вероятность спонтанного возникновения которой тем выше, чем активнее национальный финансовый сектор привлекает внешние кредиты.

В экономической литературе много исследований посвящено несовершенствам финансовых рынков, последствиям этих несовершенств, а также поиску оптимальной политики, которая могла бы сгладить негативные последствия

этих несовершенств. Особое место занимают исследования, связанные с т.н. каскадными эффектами, когда участники рынка копируют стратегии друг друга, и в меньшей степени полагаются в своих инвестиционных решениях на фундаментальные показатели. Следствием этого становится неустойчивая динамика финансовых рынков, фактором которой становится «стадное» поведение участников рынка. Существуют теоретические объяснения такого поведения финансовых инвесторов, не основанные на предположении об их иррациональности. Напротив, каскадные эффекты могут проявляться как следствие взаимодействия участников рынка, каждый из которых действует рационально в своих интересах и при заданных информационных и бюджетных ограничениях [54], [55]. Для развивающихся рынков каскадные эффекты выражаются в наблюдаемом феномене «заражения», когда проблемы в одной отдельной экономике становятся спусковым механизмом для волны оттока капитала не только с финансового рынка этой страны, но также и с других финансовых рынков. Этому предшествует массовое вложение финансовых инвесторов в ценные бумаги ряда стран сходных характеристик, не обеспеченное в достаточной степени изучением фундаментальных показателей этих экономик [56].

Из аргументов, изложенных выше, следует, что короткие портфельные инвестиции, пришедшие с глобального рынка по своему характеру таковы, что делают национальную финансовую систему более предрасположенной к кризису. Портфельные инвестиции нерезидентов также влекут другое, не менее важное несоответствие в структурах активов и пассивов, если кредитование происходит не в национальной валюте, а в международной. Это несоответствие оказывается еще более сильным фактором нестабильности, имеющим как прямые, так и косвенные последствия. Несоответствие валютной структуры активов и пассивов финансового сектора как фактор риска возникновения кризиса рассматривается в работе [57].

Прямым следствием кредитования в иностранной валюте становится переоценка этих обязательств в национальной валюте при ее девальвации. Падение обменного курса делает финансового посредника неспособным погасить выросшую задолженность перед внешними кредиторами, которые в ответ на это начинают выводить средства из экономики, увеличивая давление на курс национальной валюты. Если центральный банк не может удержать обменный курс или действующий валютный режим предполагает свободное плавание, то результатом оттока будет продолжение девальвации и дальнейший рост проблемной

задолженности финансовых посредников перед нерезидентами. Данный механизм развертывания кризиса описан в работе [58].

Косвенным следствием внешнего кредитования в иностранной валюте становится боязнь властей допустить падение обменного курса, поскольку в этом случае значительно вырастает угроза банковского кризиса, бегства капитала и еще более жесткого давления на курс [59]. В таких условиях правительства начинают искусственно удерживать переоцененный обменный курс, что в итоге только усиливает негативный эффект от последствий внешних шоков. Поэтому наличие внешнего долга, номинированного в иностранной валюте, практически связывает руки правительству. Оказавшись в ситуации развивающегося банковского кризиса и девальвации государство оказывается вынужденным принять на себя проблемный внешний долг. Закономерным итогом этого действия зачастую становится последующий государственный дефолт. Этот феномен подробно изучен в книге Рогоффа и Рейнхарт [60].

Эмпирические исследования в основном подтверждают сформулированные выше теоретические рассуждения. Экономисты ОЭСР, используя базу наблюдений за 184 странами с 1970 по 2007 г., приходят к выводу, что размер внешней задолженности и валютная структура пассивов банковского сектора является одним из наиболее значительных факторов случившихся кризисов [61]. Характерным следствием кризисов, связанных с девальвацией и оттоком капитала с развивающихся рынков стало последующее накопление резервов правительствами этих стран. Это явление, получившее название «нового меркантилизма», рассматривается в работе [62].

1.12 Ограничение мобильности капитала как элемент макропруденциального регулирования

В последнее время экономисты стали чаще обращаться к идее использования мер, ограничивающих движение капитала, как защитного барьера от массированных волн притока и оттока капитала, которые переводят финансовый сектор в неустойчивый режим. Одним из первых, кто предложил подобную мотивацию, для «некоторой сегментации национальных финансовых рынков», был Тобин [63]. Такую позицию относительно желательности ограничений в экономической

литературе часто ассоциируют с фразой Тобина, который предложил «подбросить песка в колеса международных рынков капитала». Сегментация рынков капитала может достигаться не только административными рычагами, но и путем введения налога на операции с капиталом между резидентами и нерезидентами [64]. Заметим, что, согласно этой позиции, главной причиной введения ограничений являются не потоки капитала как таковые, а их изменчивый, плохо предсказуемый характер вместе с наличием несовершенств финансовых рынков, которые не могут без искажений воспринять эти финансовые потоки. Предложение ввести т.н. «налог Тобина», т.е. налог на финансовые транзакции, базируется на наблюдении, в соответствии с которым процессы в реальной экономике реагируют на изменения во внешних условиях с гораздо меньшей скоростью, чем финансовые рынки. Высокая ликвидность финансовых рынков приводит к тому, что они оказываются слишком подвижными относительно реальной экономики и это становится причиной переоцененности активов в периоды, когда доминируют оптимистичные настроения, и сменяется обвалом рынков, когда пессимистические настроения провоцируют панику. Налог на финансовые транзакции, согласно позиции Тобина и его единомышленников, сделает финансовые рынки менее ликвидными и более предсказуемыми, замедлит темпы их адаптации к меняющимся обстоятельствам и в этом смысле приблизит их к реальному сектору экономики. Данное соображение применимо не только к международным финансовым рынкам, но и к внутренним национальным рынкам, но в силу того большого размера, которым обладает мировой финансовый рынок по сравнению с экономикой отдельной страны, потенциал раскачивающего воздействия гораздо выше у глобальных движений капитала, чем у внутренних.

В последние десятилетие, а в особенности после кризиса 2007-09 годов, тема т.н. макропруденциальной политики, т.е. регулирования, направленного на предотвращение формирования дисбалансов в финансовом секторе, приобрела актуальность. Введение ограничений на международное движение капитала рассматривается как один из возможных инструментов в общем арсенале инструментов макропруденциального регулирования. Подчеркнем, что макропруденциальное регулирование прежде всего ориентировано на защиту внутреннего финансового рынка от внешних шоков, для чего в первую очередь необходимо предотвратить формирование дисбалансов в финансовой системе.

Поэтому в рамках макропруденциальной политики больше внимания следует уделять ограничению притока капитала, т.к. именно волны притока капитала закладывают дисбалансы и создают предпосылки для будущих кризисов.

Теоретическая модель, описывающая возможную выгоду от введения ограничений на привлечение финансирования от нерезидентов, представлена в статье [65]. В предложенной теоретической модели предприятия привлекают внешнее финансирование, однако при этом не принимают во внимание экстернальные эффекты, оптимизируя только собственный ожидаемый выигрыш. Экстернальные эффекты возникают потому, что отдельные заемщики воспринимают обменный курс и цены на активы как внешние т.е. экзогенные, поэтому не учитывают, как их решения влияют на них, в то время как на агрегированном уровне обменный курс и цены на активы определяются общим поведением отдельных предприятий-заемщиков. Следствием этого становится смещение структуры привлекаемого кредитования в сторону более короткого долга, излишнее накопление долга и эмиссия рискованных финансовых инструментов. В отсутствие регулирования агрегированная уязвимость экономики увеличивается. Задача регулятора, таким образом, состоит в том, чтобы создать условия, при которых заемщик, привлекающий внешний кредит, будет учитывать в своих решениях экстернальный негативный эффект, который он создает. Такое регулирование может принять форму лимитирования объема краткосрочного займа, номинированного в иностранной валюте, что является одним из вариантов ограничения операций по счету капитала. Аналогичная теория развивается в работе [66], где наличие экстернального эффекта приводит к чрезмерному накоплению долга. Развитие этого анализа с точки зрения предложений оптимальной государственной политики, которая могла бы предотвратить перенакопление долга можно найти в работе [67], где авторы, однако, не рассматривают вариант введения ограничений на мобильность капитала, а фокусируются на особой гибкой налоговой политике. Модель, представленная в статье [65], является практически единственной теоретической моделью, в которой акцент делается на использовании ограничений на движение капитала в качестве инструмента макропруденциальной политики. Раньше регулирование потоков капитала не рассматривалось в контексте обеспечения финансовой устойчивости, поскольку это направление исследования не считалось актуальным.

Хотя теоретические модели, раскрывающие взаимосвязь устойчивости финансового сектора и мер по ограничению транзакций с капиталом, редки, во множестве публикаций идет активная дискуссия относительно возможностей использования этих мер. В данном ключе обычно аргументы сторон основываются на эмпирических исследованиях, в которых оценивается эффект от введения тех или иных мер регулирования мобильности капитала. Мы рассмотрим данные исследования в другой части работы, где дается обзор эмпирическим исследованиям устойчивости мер по ограничению движения капитала.

1.13 Ограничения мобильности капитала как обеспечительная мера для парораспределительной политики и финансовых репрессий

В этом разделе мы рассмотрим третий мотив, которыми могут руководствоваться власти, вводя ограничения по счету капитала. В его основе лежит стремление реализовать политику перераспределения богатства и инвестиционных потоков. Введением налога или количественных ограничений на транзакции с капиталом между резидентами и нерезидентами можно повышать доходы государственного бюджета или, путем воздействия на обменный курс, создавать преференции различным отраслям.

Введение ограничений на движение капитала всегда приводит к перераспределению финансовых потоков. Запрет на приобретение иностранных активов для резидентов вынуждает их обращаться на внутренний рынок и предъявлять дополнительный спрос на национальные активы. Если в отсутствие ограничений внутренний инвестор стремился приобрести актив на глобальном рынке, значит, по тем или иным причинам, он считал этот вариант для себя более привлекательным. Введение барьеров, таким образом, снижает его благосостояние и перераспределяет его в пользу эмитента финансовых активов внутри страны. Аналогичным образом, барьер для притока капитала сокращает спрос иностранных инвесторов на национальные активы и ставит в более выигрышное положение внутренних инвесторов, которые не должны больше конкурировать с

нерезидентами. Итогом будет перераспределение богатства от владельцев предприятий, предъявляющих спрос на кредит, к внутренним инвесторам.

В описанной ситуации государство само может быть одной из сторон на рынке капитала, если оно, к примеру, осуществляет займы на внутреннем рынке. Чтобы сделать ставку по привлекаемому с рынка кредиту ниже, государство может воздействовать на спрос на его долг, для чего, к примеру, может ограничить отток капитала, запретив или обложив налогом приобретение и владение резидентами иностранными активами. Это имеет смысл только в том случае, когда реальная доходность на внешнем рынке выше, чем на внутреннем, поэтому государственный долг, размещенный по внутренней ставке, не будет пользоваться спросом. Затруднение доступа внутренних инвесторов на глобальный рынок оставит им меньше альтернативных возможностей для вложений и перенаправит поток сбережений с внешнего рынка на внутренний рынок госдолга. Это позволит избежать болезненного повышения налогов или эмиссионного финансирования бюджета, угрожающего ростом инфляции. Эта логика справедлива и в том случае, когда государство использует инфляционный налог для пополнения бюджета или погашения долга. В этом случае высокая инфляция вызывает бегство от национальной валюты и повышает привлекательность владения иностранными активами, что снижает базу инфляционного налога. В этом случае для предотвращения бегства в иностранную валюту государство может ограничить владение и осуществление транзакций с иностранной валютой. Таким образом, будет достигаться перераспределение доходов от резидентов, держащих национальную валюту, к государству. Подобного рода политика, когда за счет мер регулирования операций с финансовыми инструментами государство перераспределяет средства в свою пользу, в экономической литературе вслед за Маккинноном [68] получило название «финансовой репрессии». В ряде теоретических работ приводятся модели, показывающие, какие эффекты могут следовать после того, как государство применит меры регулирования потоков капитала в целях пополнения бюджета [69] [70] [71] [72].

Существует и другой мотив введения ограничений по счету капитала связанный с перераспределением в пользу экспортных отраслей. В данном случае механизмом перераспределения становится обменный курс. Если реальный обменный курс удерживается на уровне, значительно отклоняющемся от

долгосрочного равновесного уровня, то экономика оказывается в состоянии, которому соответствует перераспределение от потребителей импорта к производителям экспорта. Распространённой стратегией среди развивающихся рынков является опора на экспортные отрасли как локомотивы развития. Для экспортных отраслей, получающих выручку в иностранной валюте и несущих издержки в национальной валюте, более предпочтительной является ситуация, когда обменный курс является заниженным. Заниженный курс делает импорт дорогим для его потребителей, но дает конкурентное преимущество и повышает прибыль экспортных отраслей. Аналогичным образом, когда происходит рост реального курса, то прибыльность компаний, ориентированных на экспорт, снижается. Государство, если считает поддержку данных отраслей стратегически важным, может воздействовать на курс, чтобы сделать его более удобным для экспортеров, однако эффективность подобной политики непосредственно зависит от мобильности капитала. Волны притока и оттока капитала влияют на состояние валютного рынка, поэтому если государство желает обеспечить экспортерам предсказуемую динамику обменного курса, регулирование операций по международному счету капитала может помочь достичь этой цели [73]. Для анализа этой ситуации достаточно использовать подход модели Манделла-Флеминга, подробно описанный выше.

Рассмотрим следующий пример: малая открытая экономика сталкивается с притоком капитала. Если обменный курс не контролируется государством, то повышение спроса на национальные активы вызовет укрепление национальной валюты по отношению к мировой, что сделает экспорт менее конкурентоспособным. При свободном плавании обменного курса государство может снизить процентные ставки, чтобы повлиять на курс и вызвать девальвационное давление, но в этом случае существует риск раскручивания инфляции. При режиме фиксированного обменного курса приток капитала автоматически вызовет рост предложения денег и также угрожает всплеском роста цен вследствие произошедшей монетарной экспансии. В любом случае, поддержка экспортной отрасли через поддержание более выгодного обменного курса имеет обратную сторону – рост инфляции. Введение ограничений на приток капитала позволяет обойти эту дилемму, просто исключив давление на национальную валюту со стороны мировых инвесторов [74].

1.14 Ограничение владения нерезидентами отдельных отраслей из-за опасений потери суверенного контроля

Последний мотив введения ограничений по счету капитала в нашем перечне связан прежде всего с прямыми иностранными инвестициями, когда внешние инвесторы становятся владельцами предприятий внутри страны. С точки зрения дестабилизирующего воздействия, прямые иностранные инвестиции являются наиболее безопасными прежде всего потому, что активы, в которые вкладывают средства иностранные инвесторы, имеют гораздо более низкую ликвидность, чем ценные бумаги, обращающиеся на рынке. Сравнительно низкая ликвидность активов создает для внешнего инвестора барьеры для выхода, а значит дает ему стимулы продолжать инвестиции в приобретенный актив, поскольку в случае, если будет принято решение о выводе средств, внешний инвестор понесет потери, связанные с продажей неликвидного актива. Прямые иностранные инвестиции более эффективны как способ заимствования технологий [75].

Тем не менее, несмотря на явные преимущества прямых иностранных инвестиций, в некоторых случаях правительства считают нежелательным проникновение иностранного капитала в те или иные отрасли, поскольку считают это связано с риском потери контроля над ними или угрожает национальной безопасности. Риск потери контроля при этом связывается с крупными транснациональными корпорациями, которые, как считается, обладают достаточно мощным влиянием, чтобы противостоять национальным властям, особенно в случаях, когда это имеет место в относительно малых странах. Исследование ограничений на прямые иностранные инвестиции в странах ОЭСР показывает, что чаще всего от проникновения внешнего капитала заслоняются телекоммуникационная отрасль, финансовый сектор, воздушный и водный транспорт и СМИ [76]. Мотивация данных ограничений выходит за рамки экономической сферы и принадлежит больше сфере политической. Экономические оценки говорят, что представления об угрозах проникновения иностранного капитала зачастую преувеличены [77].

1.15 Позиция международных организаций

Мнения международных организаций относительно допустимости и желательности использования мер регулирования трансграничного движения капитала за несколько последних десятилетий значительно менялись. Исторический обзор на данную тему можно найти в книге Родрика [78]. Международный торгово-финансовый порядок, установленный в рамках Бреттон-Вудских соглашений и действовавший с середины 40-х по начало 70-х годов XX века, в явном виде предполагал, что страны по своему усмотрению могут вводить ограничения для мобильности капитала, более того, данный элемент рассматривался, как один из основополагающих и обеспечивающих устойчивость системы. Такова была позиция МВФ, как одного из институтов, созданных в рамках Бреттон-Вудского порядка. После распада Бреттон-Вудской системы представление о желательном международном финансово-торговом порядке эволюционировало в сторону большей либерализации и дерегулирования. Рекомендации МВФ и Всемирного банка, сформулированные к концу 80-х в рамках «Вашингтонского консенсуса», предписывали либерализовать международную торговлю и открыть свободный доступ для прямых иностранных инвестиций. Согласно требованиям ОЭСР (требования описаны в двух кодексах: «Кодексе либерализации движения капитала» и «Кодексе либерализации операций по текущему счету» в максимальной степени должны быть либерализованы те финансовые транзакции, которые не создают рисков для экономики (прежде всего это операции, связанные с долгосрочными инвестициями). Более мягкие требования накладываются на краткосрочные операции, а также те, где применение финансовых инноваций может привести к излишней волатильности соответствующих потоков капитала. Регулирование этих операций разрешается. Соглашение, принятое в Европейском союзе («Treaty on European Union»), в еще большей степени ориентировано на обеспечение максимальной свободы для перемещений капитала. В ЕС в целом накладывается запрет на любые ограничения по финансовым транзакциям как между странами-членами ЕС, так и между членами ЕС и внешними странами.

За последние два десятилетия отношение международных организаций к мерам ограничения потоков капитала вновь изменилось. Ранее доминировало представление, согласно которому ограничение потоков капитала сдерживает экономическое развитие, потому что затрудняет доступ к иностранному капиталу и,

как следствие, увеличивает стоимость заимствования для одних экономик (заемщиков) и сужает спектр инвестиционных возможностей для других (кредиторов). Поскольку либерализация потоков капитала снимает все эти ограничения, она является желательной. На протяжении нескольких последних десятилетий политика регулирования трансграничных финансовых потоков эволюционировала в направлении обеспечения большей либерализации, причем в развивающихся экономиках этот тренд был более выраженным. Однако данный взгляд на регулирование потоков капитала был пересмотрен, и решающую роль в этом сыграл опыт азиатского кризиса 1997-98 годов и мирового кризиса 2009 г.

В 2012 г. МВФ опубликовал доклад [6], в котором был представлен новый т.н. «институциональный взгляд» (institutional view) на политику регулирования международных финансовых потоков как на суверенном, так и на межгосударственном уровне. Этот доклад основан на резолюции, принятой странами «Большой двадцатки» и коллективно одобренной министрами финансов и главами центральных банков этих стран («G20 Coherent Conclusions for the Management of Capital Flows Drawing on Country Experiences»). Ключевой вывод доклада состоит в том, что либерализация рынка капитала создает для экономики существенные риски, которые нельзя игнорировать, поэтому страны должны по возможности скоординировано проводить политику, способную компенсировать потенциальные негативные последствия. Хотя преимущества свободного рынка капитала не отрицаются и являются весьма значительными, чтобы избежать возможных негативных последствий, связанных с трансграничными финансовыми потоками, необходим широкий комплекс мер государственной политики. Государству следует активно реагировать на изменение конъюнктуры глобальных рынков капитала и поддерживать долгосрочную устойчивость финансовой системы, используя инструменты валютной, процентной и фискальной политики, а также за счет регулирования финансовой сферы. В качестве допустимой меры предполагается введение различных (в том числе прямых) ограничений на потоки капитала.

В докладе также подчеркивается, что абсолютная либерализация потоков капитала не должна быть безусловной целью для всех стран. Выигрыш от либерализации счета капитала зависит от развитости финансового сектора. Быстрая либерализация при недоразвитых финансовых институтах может разбалансировать весь финансовый сектор и значительно увеличить риски дестабилизации при смене

направления финансовых потоков, поэтому быстрое снятие барьеров может быть ошибкой. Общий курс на снижение барьеров является верным, но власти каждой страны должны сами выбирать подходящий темп либерализации, принимая во внимание макроэкономическую ситуацию, состояние финансового сектора, его развитость и устойчивость к изменениям трансграничных потоков капитала.

С точки зрения нового институционального подхода МВФ опасность представляют не трансграничные потоки капитала как таковые, а их высокая волатильность. Экономике могут дестабилизировать как волны притока капитала, так и волны оттока. Массированный приток капитала может привести к быстрому укреплению национальной валюты и перегреву экономики, а впоследствии, в случае резкого разворота движения капитала, вызвать стремительное обесценение национальной валюты и создать угрозу полномасштабного кризиса в финансовой системе. Поэтому ограничительные меры должны быть принципиально ориентированы не на структурное сдерживание потоков капитала, а на поддержание макроэкономической устойчивости и стабилизацию финансового сектора в условиях значительных колебаний финансовых потоков. Таким образом, возможность использования ограничительных мер не противопоставляется общему курсу на либерализацию потоков капитала и не предполагает полного отказа от него.

В целом ограничения по операциям с капиталом можно разделить на структурные и дискреционные (конъюнктурные). Структурные ограничения направлены на системное повышение устойчивости финансового сектора к шокам потоков капитала и должны быть частью общей макропруденциальной политики. Важная особенность структурных ограничительных мер состоит в том, что они ориентированы не на снижение общего объема трансграничных финансовых потоков капитала, а, прежде всего, на обеспечение желаемого качества этих потоков. В частности, они ориентированы на обеспечение такой структуры обязательств экономических субъектов, которая минимизировала бы риск системного кризиса в случае разворота потоков капитала. Структурные ограничения носят адресный сфокусированный характер. Новый подход МВФ предполагает, что не прямые (качественные, а не количественные) ограничения на потоки капитала, вписанные в комплекс мер макропруденциального регулирования, вполне допустимы. В соответствии с терминологией МВФ, подобные меры регулирования потоков

капитала называются макропруденциальными мерами (Macro-prudential Measures – MPM).

Другую категорию образуют ограничительные меры, введение которых объясняется прежде всего желанием властей сократить объем трансграничных потоков. Подобная политика определяется как «управление потоками капитала» (Capital Flow Management – CFM). Как правило именно в эту категорию попадают дискреционные (конъюнктурные) ограничения операций с капиталом, применяемые властями в качестве реакции на интенсивные краткосрочные движения капитала. Согласно подходу, МВФ дискреционные ограничительные меры могут быть полезными и эффективными только при определенных условиях и должны удовлетворять некоторым требованиям. Во-первых, они должны использоваться только в критических ситуациях (кризисных или предкризисных). Во-вторых, к прямым ограничениям следует прибегать только в том случае, если другие методы (прежде всего процентная/валютная политика) недостаточно действенны. В-третьих, введенные ограничения должны быть временными и четко акцентированными. В-четвертых, ограничения не могут быть основным инструментом политики в области регулирования потоков капитала, а должны быть вписаны в общий комплекс макроэкономической политики, направленной на сглаживание негативных последствий от шоков на глобальном финансовом рынке. Роль ограничений при этом подчиненная – они должны только поддержать этот общий курс.

Из всех международных организация МВФ наиболее четко представил свою позицию в отношении политики регулирования потоков капитала. В публикациях экономистов МВФ подробно раскрываются их представления о роли ограничений мобильности капитала [79] [80]. Сходная позиция прослеживается у экономистов ОЭСР – важнейшим приоритетом является создание устойчивой к шокам финансовой системы и введение ограничений по операциям с капиталом в критической ситуации допустимо [61]. Аналогичной позиции придерживаются Обстфельд, Стиглиц, Нили, Эйхенгрин, [81] [28] [82] [83]. Оппонентами в разные годы выступали такие экономисты, как Эдвардс, Мишкин, Дорнбуш, Фишер [84] [85] [86]. В целом, на сегодняшний день широкого круга экономистов складывается консенсус относительно допустимости применения мер ограничений мобильности капитала, но исключительно из соображений обеспечения финансовой

устойчивости, с использованием адресных мер, а также в комплексе с другими макропруденциальными мерами.

1.16 Теоретические исследования ограничений мобильности капитала: заключение

Суммируя выводы теоретических исследований, посвященных анализу эффектов, возникающих под воздействием ограничений на международную мобильность капитала, можно заключить, что данные ограничения в принципе могут быть полезны, но только при выполнении некоторых условий. Вместе с тем, подобные ограничения имеют и ряд негативных последствий, поэтому их следует вводить в том случае, когда выгоды от этой меры будут перевешивать потери. Исследуя политику в области регулирования международных потоков капитала нельзя рассматривать ее в отрыве от смежных сфер, таких как денежно-кредитная и валютная политика, бюджетно-налоговая политика, качество институциональной среды, международная торговля, структура и развитость финансового сектора и т.д.

Если рассматривать долгосрочный период и анализировать потоки капитала с позиции теории роста, то ограничение потоков капитала не несет никаких выгод, а только затрудняет перемещение капитала из стран, где он в избытке, в страны где имеет место дефицит капитала. С этой точки зрения любые ограничения только снижают общественное благосостояние и замедляют процесс накопления капитала, а либерализация режима трансграничных финансовых сделок, наоборот, несет исключительно полезный эффект. Эмпирические исследования, анализирующие последствия либерализации финансового счета, в целом, подтверждают эту теорию. Следует подчеркнуть, что неоклассическая теория не предполагает, что либерализация окажет перманентный положительный эффект на инвестиции и темпы экономического роста, а приведет только к временному ускорению накопления капитала. Если принять во внимание это соображение и обратиться к эмпирическим работам, проверяющим наличие этого эффекта, то окажется, что они не противоречат предсказаниям неоклассической теории.

Особенностью неоклассической теории является игнорирование различных несовершенств, поэтому в рамках такого подхода оптимальным является отсутствие любых барьеров. Во многих реальных случаях, однако, нельзя пренебречь такими

несовершенствами, поскольку их эффект оказывается значительным. Тогда неоклассическая теория не может применяться и вместо этого применяются теории «второго по предпочтительности (second best) результата», суть которых сводится к тому, что государство за счет оптимально выбранной политики может компенсировать искажения, возникающие из-за несовершенств рыночного механизма, и приблизить состояние экономики к наилучшему из допустимых с точки зрения максимизации общественного благосостояния. Существует ряд теорий, в рамках которых наличие ограничений по счету капитала делает финансовый сектор более устойчивым, поскольку препятствует формированию дисбалансов (прежде всего, валютного и временного дисбаланса между активами и пассивами финансового сектора) в периоды притока капитала и предотвращает экономический обвал, когда приток сменяется массивированным оттоком. Таким образом, ограничения мобильности капитала становятся инструментом макропруденциальной политики. Этой позиции придерживаются такие организации, как МВФ и ОЭСР, а также значительная часть академических экономистов.

Помимо этого, на практике ограничения мобильности капитала могут вводиться как необходимое условие для обеспечения эффективной монетарной политики в условиях фиксированного обменного курса, как необходимый элемент для реализации политики заниженного обменного курса, стимулирующей экспортные отрасли, а также как инструмент перераспределения инвестиционных потоков в пользу государственного бюджета (запрет на инвестирование в иностранные активы как обеспечительная мера для политики финансовых репрессий). В ряде теоретических работ исследуются соответствующие ситуации, при этом общий вывод оказывается следующим: политический курс, использующий манипуляцию обменным курсом или реализующий финансовые репрессии, для которого обеспечительной мерой становится контроль над операциями с капиталом не оптимален и в основном ведет к снижению благосостояния.

2 Анализ международного опыта введения ограничений на движение капитала

В соответствии с методологией МВФ концепция ограничений на движение капитала описывает меры, регулирующие входящие и исходящие капиталные

потоки. Ограничения на движение капитала включают запреты, необходимость предварительного одобрения, уведомления при проведении операций в иностранной валюте; множественную систему валютных курсов; дискриминирующее налогообложение; резервные требования или пени, введенные властями для регулирования процесса заключения и исполнения сделки в случае покупки национальных активов нерезидентами и иностранных активов резидентами. Помимо этого в отчетах МВФ «Exchange Arrangements and Exchange Restrictions» [8] в разделе ограничений на движение капитала также учитывается информация о специфических регуляторных мерах по внутренним финансовым операциям, произведенным в иностранной валюте, в той степени, в которой они ограничивают возможности по заключению сделок в иностранной валюте.

Любая политика, направленная на ограничение или перенаправление операций по счету движения капитала, относится к ограничениям на движение капитала. В рамках предыдущей главы обсуждалось, что основными причинами установления подобных ограничений являются:

1. Обеспечение независимости денежно-кредитной политики в условиях фиксированного валютного курса;
2. Поддержание макроэкономической и финансовой стабильности в условиях значительных колебаний финансовых потоков;
 - введение ограничений в кризисных условиях;
 - защита национальной экономики от турбулентности на мировых финансовых рынках;
3. Промышленная политика:
 - аккумуляция ресурсов для осуществления внутренних инвестиций;
 - поддержание конкурентоспособности национальных товаров;
4. Экономический патриотизм (защита стратегически важных отраслей промышленности от иностранного инвестора).

Меры по ограничению движения капитала можно разделить на административные (прямые) и рыночные (косвенные). Административные меры предполагают прямые запреты или особые процедуры одобрения трансграничных капитальных транзакций и связанных с ними платежей и переводов денежных средств. Рыночные меры могут приводить к снижению притока (оттока) капитала в связи с ростом издержек осуществления трансграничных операций. К рыночным

мерам относятся формирование двухуровневой или многоуровневой систем обменного курса, явное и неявное налогообложение трансграничных финансовых операций (например, налог Тобина) и другие меры, направленные на изменение соотношения цен национальных и зарубежных активов [87] , [88], [89] (Таблица 1).

Таблица 1 - Меры по ограничению движение капитала

Административные меры - прямые запреты или особые процедуры одобрения трансграничных капитальных транзакций и связанных с ними платежей и переводов денежных средств.	Рыночные меры - меры, направленные на изменение соотношения цен национальных и зарубежных активов
- требование об обязательной продаже части валютной выручки;	- явное налогообложение трансграничных капитальных потоков;
- требования к репатриации капитала;	- невознаграждаемые резервные (депозитные) требования;
- установление минимальных допустимых сроков для иностранных инвестиций;	- множественная система валютных курсов;
...	...

Источник: составлено авторами

В 90-х гг. XX столетия и в начале 2000-х многие развивающиеся страны столкнулись с масштабным притоком капитала и порожденными им макроэкономическими проблемами. Ключевым фактором, вызвавшим приток валюты в эти страны, стала масштабная либерализация финансового счета платежного баланса. Кроме того, приток капитала в страны с формирующимися рынками был связан и со снижением процентных ставок в развитых странах, нарастающим объемом глобальной ликвидности, а во многих случаях и приходом иностранных банков, которые в настоящее время во многих развивающихся странах играют доминирующую роль. Данная тенденция была зафиксирована не только в азиатских странах и странах Латинской Америки, но и странах Центральной и Восточной Европы, для которых либерализация потоков капитала являлась ключевым обязательством при вступлении в ЕС и в ОЭСР.

Необходимо отметить, что объем, характер и устойчивость потоков капитала оказали существенное влияние на выбор макроэкономической политики, вызвав необходимость повышения гибкости курсовой политики вслед за либерализацией финансовых операций. Во-первых, речь идет, о «трилемме» монетарной политики, возникающей при открытии финансового счета [90], [91]. Во-вторых, приток валюты оказывал повышательное давление на обменные курсы национальных валют, противодействие которому со стороны ЦБ в виде накопления международных резервов приводило к монетарной экспансии и/или к повышению инфляционного давления. И, наконец, повышение макроэкономических рисков было связано со стремительным ростом кредитной активности, финансируемой банками, в т.ч. за счет накапливания внешней задолженности.

Для устранения негативных последствий значительного притока капитала чаще всего использовались стерилизованные интервенции, однако их эффективность остается сомнительной. Стерилизуя интервенции, призванные сдерживать укрепление национальной валюты, и стремясь ограничить их воздействие на предложение денег и инфляцию, денежные власти тем самым поддерживали относительно высокий уровень процентных ставок в экономике, что и привлекало дополнительные финансовые ресурсы из-за рубежа [92].

На эффективности стерилизации интервенций негативно сказывались недостаток адекватных инструментов денежно-кредитной политики, высокий уровень долларизации экономики, относительно низкий уровень развития финансового сектора и присутствие иностранных банков, обладающих легким доступом к внешним рынкам. Кроме того, проведение стерилизованных интервенций в странах, таргетирующих инфляцию, зачастую вступает в противоречие с целевым ориентиром монетарной политики в ситуации дефицита инструментов по стерилизации избыточной денежной массы. В том случае, если валютные интервенции стерилизуется не в полной мере, действие монетарных факторов может приводить к ускорению инфляционных процессов, что, исходя из мирового опыта, подрывает доверие экономических агентов к проводимой политике.

Как правило, меры контроля за движением капитала давали только временный эффект, поскольку финансовые рынки разрабатывали новые продукты или изыскивали другие пути, позволяющие обойти нормативные требования [93]. Отметим также, что контроль за движением капитала служит фактором,

сдерживающим развитие финансовой сферы, и ограничивает развитие финансового рынка. Отметим, что власти многих стран не прибегали к контролю за движением капитала, опасаясь не только последствий для процессов финансовой интеграции страны, но и ослабления доверия со стороны экономических агентов. Рассмотрим приведенные виды ограничений на движение капитала более подробно на примере практики их использования различными странами. Отметим, что выбор стран в рассмотренных ниже кейсах обусловлен необходимостью проанализировать наиболее яркие примеры использования мер по ограничению на движение капитала с точки зрения доминирующих целей их введения на различных временных периодах, а также длительности и результативности их поддержания. На наш взгляд, весьма важным представляется рассмотрение ситуаций введения ограничений на движение капитала при различных режимах денежно-кредитной политики, а также анализ опыта использования не только временных, но и постоянной действующих ограничений.

2.1 Причины, меры и последствия введения ограничений на приток капитала: примеры отдельных стран

2.1.1 Чили (1991-1997 гг.)

В течение 1980-х гг. основными целями структурных и макроэкономических реформ, проводимых в Чили, было снижение инфляции, сокращение дефицита государственного бюджета и дефицита счета текущих операций, усилившихся в результате финансового кризиса начала 1980-х гг. Денежно-кредитная политика ЦБ Чили была направлена на снижение инфляционного давления (сокращение разрыва между совокупным спросом и совокупным предложением), при этом реальная ставка процента выступала как операционная цель проводимой политики. Целью валютной политики являлось поддержание конкурентоспособности национальных товаров, с 1983 г. режим валютного курса заключался в поддержании на постоянном уровне реального обменного курса национальной валюты к доллару США. Однако, в 1988 г. в результате смягчения фискальной политики экономика начала перегреваться, в 1989 г. темпы роста ВВП составили 10%, безработица снизилась до 6% (с 12% в 1985 г.), инфляция увеличилась до 26%. В ответ органы денежно-кредитного регулирования ужесточили монетарную политику, что существенно увеличило спред процентных ставок в национальной экономике и развитых странах. В связи с этим,

начиная с 1989 г., в Чили стал происходить существенный приток иностранного капитала [94], [95], [96].

Дилемма проведения макроэкономической политики заключалась в том, что, с одной стороны, необходимо было поддерживать высокую ставку процента для сдерживания совокупного спроса и инфляции, с другой, – политика поддержания высоких ставок процента приводила к притоку капитала и укреплению национальной валюты, подрывая конкурентоспособность национальных товаров.

Одним из путей решения данной проблемы было противостояние укреплению национальной валюты с помощью стерилизованных интервенций, которые на практике оказались малоэффективными в связи с относительно высокой ставкой процента по государственным ценным бумагам и необходимостью осуществления регулярных выплат по ним, другой путь состоял в установлении ограничений на приток капитала и либерализацию его оттока. В качестве ключевой меры капитальных ограничений использовались невознаграждаемые резервные требования, целью установления которых было изменение структуры притока капитала в пользу более долгосрочного, а также усиление автономии монетарной политики за счет минимизации давления повышения процентных ставок на валютный курс. Напомним, что косвенное налогообложение трансграничных потоков капитала в форме невознаграждаемых резервных требований – одна из самых распространенных рыночных мер по ограничению на движение капитала. При использовании данной меры банки и небанковские корпорации обязуются депонировать в центральном банке под нулевую ставку процента некоторую долю национальной или иностранной валюты, эквивалентную величине притока/оттока капитала или чистой позиции в иностранной валюте.

Среди основных мер по ограничению на приток капитала, принятых в Чили, можно выделить:

- 20%-ые невознаграждаемые резервные требования на заимствования за рубежом (на 90 дней для кредитов сроком от 90 дней до 1 года, на 1 год для кредитов сроком более 1 года) за исключением торговых кредитов (июнь 1991 г.);
- 20%-ые невознаграждаемые резервные требования на портфельные инвестиции (июнь 1991 г.);

- невознаграждаемые резервные требования (20%) на депозиты нерезидентов в банках Чили (июнь 1991 г.);
- увеличение невознаграждаемых резервных требований до 30% на срок до 1 года независимо от срока предоставления кредита в качестве дополнительной меры, ужесточающей ограничения на приток капитала (май 1992 г.);
- невознаграждаемые резервные требования на депозитарные расписки с целью исключения возможностей для обхода введенных ранее ограничений (ноябрь 1994 г.);
- запрет на получение кредитов из-за рубежа на сумму менее 200 тыс. долл. США (или 500 тыс. долл. США накопленным итогом в течение 12 месяцев) с целью минимизации величины притока краткосрочного капитала (декабрь 1996 г.);
- запрет на получение кредитов из-за рубежа на сумму менее 100 тыс. долл. США (или 100 тыс. долл. США накопленным итогом в течение 12 месяцев) с целью смягчения введенной ранее меры (март 1997 г.);
- требования по минимальным срокам инвестирования для прямых и портфельных инвестиций (1 год);
- минимальные требования к рейтингу отечественных корпораций, заимствующих за рубежом;
- требования к отчетности коммерческих банков относительно всех операций с иностранным капиталом.

Несмотря на введение ограничений на движение капитала в Чили приток капитала продолжал расти. В период 1990-1995 гг. приток капитала в среднем достиг 7,3% ВВП, в 1996-1997 гг. – около 11,7% ВВП. Реальный валютный курс укреплялся на 4% каждый год в течение 1991-1997 гг. [96]. Однако, ЦБ Чили удалось удерживать разрыв в процентных ставках между национальной экономикой и развитыми странами в течение 1990-х гг. [97]. Помимо этого, наблюдалось изменение структуры притока капитала в пользу средне- и долгосрочного, снижение волатильности притока капитала при поддержании либеральных условий привлечения ПИИ.

2.1.2 Малайзия (1994 г.)

В период 1990-1993 гг. малазийская экономика характеризовалась существенным профицитом финансового счета платежного баланса, вызванным притоком иностранного капитала. Быстрое экономическое развитие страны, оптимистичные прогнозы аналитиков [98] относительно состояния фундаментальных показателей, включая темпы роста реального ВВП, динамику промышленного производства, инвестиции в основной капитал, оборот розничной торговли, способствовали притоку долгосрочных инвестиций, а существенный положительный разрыв в ставках процента между национальной экономикой и развитыми странами приводил к притоку краткосрочного капитала в виде внешних заимствований коммерческих банков и размещения депозитов в ринггитах (ед. нац. валюты) нерезидентов на счетах малазийских банков. В период с 1990 г. по 1993 г. величина притока краткосрочного капитала увеличилась с 1,2% до 8,9% ВВП, а доля прямых иностранных инвестиций в ВВП возросла с 5,7% до 8,2% [96].

Перед органами денежно-кредитного регулирования стоял вопрос поиска компромисса между необходимостью поддержания высокого спреда процентных ставок национальной экономики и развитых стран для борьбы с инфляцией и необходимостью сокращения притока краткосрочного спекулятивного капитала, оказывающего повышательное давление на национальную валюту. Значительный приток капитала приводил не только к росту рисков перегрева экономики, связанного с существенным наращиванием внешней задолженности банков, но и повышению финансовых рисков, вызванных ухудшением качества активов финансовой системы.

Учитывая ограниченность доступных инструментов проведения монетарной политики, слабую эффективность мер по стерилизации избыточной ликвидности в связи с нехваткой государственных ценных бумаг и необходимостью выплаты высоких процентов по ним, а также потенциальные негативные последствия укрепления национальной валюты для объемов внешней торговли и динамики инвестиций, органы денежно-кредитного регулирования приняли решение о введении следующих ограничений на движение капитала [24]:

- запрет на продажу малазийских ценных бумаг (сроком до года) нерезидентам;
- запрет на участие коммерческих банков в форвардных транзакциях с нерезидентами, что предполагало запрет на проведение операций по продаже иностранной валюты нерезидентам на основе срочных сделок с поставкой

средств по ним через определенный период времени, превышающий два рабочих банковских дня от даты заключения сделки, ранее это позволяло нерезидентам занять длинные позиции в ринггитах для извлечения дополнительной прибыли в ожидании укрепления ринггита;

- асимметричные лимиты по открытым позициям коммерческих банков (требования к превышению величины активов коммерческих банков в иностранной валюте над величиной обязательств);
- невознаграждаемые резервные требования для малазийских коммерческих банков при размещении средств зарубежных банков на депозитах в ринггитах.

В результате введения перечисленных выше ограничений на приток капитала последовала негативная реакция участников валютного и фондового рынков, ринггит стал обесцениваться, а фондовые индексы существенно снизились. Учитывая высокие риски снижения инвестиционной привлекательности малазийской экономики, к концу 1994 г. органы денежно-кредитного регулирования отменили большую часть мер по ограничению на движение капитала, объявив о том, что поставленные цели по снижению притока краткосрочного капитала и восстановлению стабильности национальной валюты были достигнуты. Отметим, что эффективность введенных в Малайзии мер вызывает сомнения, поскольку параллельно их введению ЦБ Малайзии пошел на смягчение монетарной политики в условиях замедления экономической активности, в результате чего спред процентных ставок существенно сократился. Помимо этого органы денежно-кредитного регулирования пошли на снижение объемов стерилизации валютных интервенций. Отметим, что необходимость стерилизации избыточной денежной массы в результате проведения валютных интервенций приводила к необходимости поддержания ставок процента по государственным ценным бумагам на высоком уровне, что стимулировало дальнейший приток капитала. В этой связи снижение величины капитальных потоков и изменение их структуры в пользу относительно долгосрочной (профицит финансового счета существенно сократился за счет уменьшения притока краткосрочного капитала во второй половине 1994 г., при этом потоки долгосрочного капитала остались практически неизменными) может быть обусловлено не столько ограничениями на потоки капитала, сколько изменением

экономической ситуации в целом, а также сопутствующими мерами, принятыми органами денежно-кредитного регулирования [96].

В целом отметим, что в экономической литературе опыт Малайзии 1994 г. рассматривается как пример успешного применения ограничений на приток капитала, поскольку данные меры сопровождались последовательной монетарной политикой по снижению ставок процента, валютной политикой, направленной на сокращение объемов стерилизации валютных интервенций, и ужесточением мер макропруденциального регулирования.

2.1.3 Таиланд (1995-1997 гг.)

На протяжении 1980-90-х гг. экономика Таиланда характеризовалась стабильным валютным курсом и высокими темпами экономического роста. Начиная с 1993 г. появились признаки перегрева экономики: в стране наблюдались высокие темпы роста цен в результате роста совокупного спроса и увеличение дефицита счета текущих операций. В результате были ужесточены фискальная и денежно-кредитная политики. Ухудшение состояния счета текущих операций, потеря конкурентоспособности национальных товаров были во многом обусловлены укреплением доллара США, к которому осуществлялась привязка тайландского бата. Дефицит счета текущих операций финансировался за счет притока капитала, большая часть которого имела краткосрочный характер. Отметим, что приток краткосрочного капитала в Таиланд был обусловлен высоким спредом процентных ставок национальной экономики и экономик развитых стран, а также привязкой бата к доллару США. В условиях режима фиксированного валютного курса зарубежные инвесторы имели возможность получить высокую доходность, приобретая тайландские активы, при минимальных валютных рисках [96].

Растущие объем и волатильность притока капитала в страну в начале 1995 г. затрудняли проведение монетарной политики в условиях режима фиксированного валютного курса. При этом поддержание фиксированного валютного курса представлялось властям страны приоритетной целью, позволяющей обеспечивать стабильность национальной экономики. Однако, необходимость поддержания внутренних ставок процента на относительно высоком уровне была обусловлена высокими рисками роста инфляции. В результате в 1995 г. был введен комплекс мер, включающих ограничения на приток капитала [91].

Для того чтобы замедлить темп роста кредитования и снизить инфляционное давление, вызванное притоком капитала, ЦБ Таиланда повысил ставку монетарной политики в марте 1995 г.

В августе 1995 г. были введены ассиметричные лимиты по открытым позициям коммерческих банков в иностранной валюте (требования к превышению величины активов коммерческих банков в иностранной валюте над величиной обязательств), направленные на сокращение объемов краткосрочных заимствований за рубежом. Также органы денежно-кредитного регулирования ввели требования к отчетности для банков по операциям в иностранной валюте и торговле деривативами, обосновывающие отсутствие спекулятивной составляющей заключаемой сделки. Помимо этого, были введены 7%-е невознаграждаемые резервные требования на счета нерезидентов в национальных коммерческих банках в батах сроком до года и на краткосрочные заимствования финансовых институтов за рубежом. Дополнительные ограничения были введены на величину банковского кредитования в иностранной валюте неприоритетных отраслевых направлений экономики Таиланда.

Введенные меры привели к тому, что темпы роста краткосрочных заимствований банковского сектора сократились. Однако, приток снова возобновился к концу 1995 г. в результате снижения ставки процента ФРС США. Чистый совокупный приток капитала увеличился с 8,5% ВВП в 1994 г. до 13,1% ВВП в 1995 г. в результате роста как краткосрочных, так и долгосрочных входящих потоков капитала. Приток частного долгосрочного капитала удвоился в течение 1995 г. с 4,6 млрд долл. в 1994 г. до 8,1 млрд долл. преимущественно за счет портфельных инвестиций. Приток краткосрочного капитала увеличился с 7,4 млрд долл. в 1994 г. до 12,7 млрд долл. в 1995 г. преимущественно за счет наращивания краткосрочных заимствований частного сектора, а также в связи с арбитражными операциями иностранных банков на форвардном рынке. Возможность для реализации арбитража была связана с прозрачностью процесса курсообразования на форвардном рынке. ЦБ Таиланда стерилизовал приток иностранного капитала при помощи валютных свопов, что предполагало установление форвардного курса, практически не отличавшегося от спотового.

В 1996 г. чистый приток капитала в Таиланд уменьшился, помимо этого доля притока краткосрочного капитала в общем объеме притока снизилась с 62% ВВП до

32% ВВП. Также произошло увеличение срока предоставляемых зарубежными коммерческими банками кредитов тайландским банкам и частному сектору: доля долгосрочных кредитов в общем объеме кредитов выросла с 14% в 1995 г. до 34,3% в 1996 г., доля краткосрочного долга в общем объеме долга уменьшилась с 50% в 1995 г. до 43% в 1996 г., сократились темпы роста депозитов нерезидентов в батах. Отметим, что при оценке последствий введения ограничений на движение капитала неразрешимой представляется задача определения непосредственного вклада данных мер. В частности, сокращение притока катала в Таиланд в 1996-1997 гг. может быть в большей степени обусловлено снижением доверия инвесторов, связанным с действием внешних факторов [96].

В 1997 г. в связи с ухудшением состояния счета текущих операций, негативными ожиданиями инвесторов относительно динамики курса бата и снижения внутренних ставок процента, усилилось давление на национальную валюту. Существенное снижение международных резервов в 1997 г. привело к необходимости ввести меры по ограничению оттока капитала (см. ниже).

2.1.4 Бразилия (1993-1997 гг.)

Процесс либерализации финансового счета начался в Бразилии в 1980-х гг. С целью привлечения иностранных инвестиций в 1987 г. органами денежно-кредитного регулирования Бразилии были сформированы специальные инвестиционные каналы Annex I-IV, обеспечивающие благоприятные условия для осуществления инвестиций нерезидентами, в частности позволяющие иностранным инвесторам получать доход на вложенный капитал, не облагаемый налогом и стимулировать экономический рост в стране. Отметим, что каналы различались между собой в зависимости от типов капитальных потоков. Annex IV (Securities Portfolios for Institutional Investors) стал одним из наиболее востребованных каналов инвестирования в бразильский рынок ценных бумаг. Данный канал мог использоваться только институциональными инвесторами, включая пенсионные фонды, страховые компании, различные финансовые институты. Отметим, что наиболее привлекательными для иностранных инвесторов являлись государственные ценные бумаги с фиксированной доходностью, выпускавшиеся для стерилизации избыточного притока иностранного капитала [99].

Другим каналом активного притока иностранного капитала являлись прямые иностранные инвестиции, направляемые в приватизированные предприятия различных секторов экономики, включая обрабатывающую промышленность. Во второй половине 1990-х гг. в Бразилии наблюдался существенный рост ПИИ, связанный с вложениями нерезидентов в добывающий сектор, телекоммуникации и инфраструктурные проекты, закрепленные ранее за государством. Отметим, что процесс приватизации государственных предприятий в Бразилии в первую очередь был связан со стремлением снизить дефицит государственного бюджета [100], [101].

В начале 1990-х гг. в Бразилии наблюдались высокие темпы инфляции. Меры экономической политики, направленные на ее снижение, включая введение ограничений на рост цен и заработных плат, ужесточение денежно-кредитной политики не приносили желаемых результатов. Высокие инфляционные ожидания, обусловленные перманентным повышением потребности государственного бюджета в долговом финансировании, привели к формированию существенного спреда в ставках процента в национальной экономике и развитых странах, который в свою очередь ускорял приток капитала в условиях жестко управляемого режима валютного курса [102], [103]. Повышательное давление на курс реала приводило к необходимости проведения стерилизованных интервенций.

В результате слабой эффективности политики стерилизованных интервенций, начиная с середины 1993 г. в Бразилии были введены ограничения на приток капитала. Их введение было направлено на поддержание высокого дифференциала процентных ставок и минимизацию повышательного давления на курс реала.

К числу основных принятых мер следует отнести:

- увеличение периода репатриации экспортной выручки путем удлинения сроков исполнения контракта от 45 до 180 после фактической отгрузки товара;
- для авансовых платежей по экспортируемым товарам максимальный период между притоком средств и фактической отгрузкой товара снижен с 360 дней до 180 дней;
- обязательства коммерческих банков в долларах снижены на 50% (в зависимости от величины собственного капитала), лимиты по объемам иностранных активов коммерческих банков увеличены от 2 до 10 млн долл., в дальнейшем до 50 млн долл. (избыток депонировался на счетах в ЦБ);

- запрет на инвестирование нерезидентами в облигации с фиксированным доходом через каналы Annexes I-IV;
- создание специального канала для вложений в ценные бумаги с фиксированной доходностью (Foreign Capital Fixed Yield Funds), «налог на вход» по которому составлял а 5%;
- запрет на проведение операций с ценными бумагами, включая деривативы, обеспечивающие фиксированный доход вне канала Foreign Capital Fixed Yield Funds;
- «налог на вход» для большинства видов портфельных инвестиций и кредитов:
от 3% до 7% - для кредитов;
от 5% до 9% - в случае инвестиций в Foreign Capital Fixed Yield Funds;
от 0% до 1% в случае канала Annex IV;
- 90-дневный срок ожидания прежде чем поступивший иностранный капитал может быть использован с целью инвестирования в капитал фирм;
- 90-дневный срок ожидания прежде чем иностранные кредиты поступают в компанию с государственным участием;
- 15%-ые резервные требования на авансовые платежи по экспорту.

Напомним, что прямое налогообложение трансграничных потоков капитала, активно задействованное в Бразилии, предполагает введение налогов и сборов на трансграничные финансовые сделки или доходы, поступающие от иностранных финансовых активов, принадлежащих резидентам, и доходов нерезидентов по отечественным финансовым активам. Тем самым снижается доходность подобных инвестиций. Налоговые ставки могут быть дифференцированными, чтобы препятствовать только определенным типам транзакций.

Отметим, что помимо мер по ограничению на движение капитала органы денежно-кредитного регулирования Бразилии использовали сопутствующие меры, включая увеличение минимальных сроков погашения кредитов коммерческих банков перед ЦБ от 30 до 36 месяцев, тем самым повышая привлекательность использования внутренних источников кредитования. Учитывая наличие обходных путей ограничений по финансовому счету через счет текущих операций, бразильскими властями было запрещено преобразование авансовых платежей в ожидаемые экспортные краткосрочные платежи, в том случае если это в дальнейшем

приводило к отсрочке фактической отгрузки товара. Введение подобного запрета было обусловлено распространением практики использования авансовых платежей в качестве формы предоставления зарубежных краткосрочных кредитов резидентам, минуя налогообложение, тогда как фактической отгрузки экспортируемого товара не происходило.

Помимо этого были введены 30%-ые, а в дальнейшем и 60%-ые резервные требования на обязательства импортеров перед нерезидентами в связи с распространением практики получения кредитов от нерезидентов в результате задержек с исполнением обязательств перед зарубежными поставщиками [99].

Отметим, что на начальном этапе в результате введения ограничений приток капитала в Бразилию снизился. Если в августе 1993 г. через канал Annex IV было инвестировано 1,7 млрд долл. США в ценные бумаги с фиксированным доходом, то уже в сентябре 1993 г. инвестиции сократились до нуля. Однако в дальнейшем инвесторы нашли обходной путь через покупку бразильских долговых обязательств. Величина инвестиций в данный вид ценных бумаг увеличилась с 275 млн долл. в августе до 1284 млн долл. в сентябре и 2183 млн долл. в октябре 1993 г.

В июле 1994 г. ЦБ Бразилии прекратил поддерживать валютный курс, что привело к существенному укреплению реала. В этой связи уже в сентябре 1994 г. регулятор был вынужден вновь проводить интервенции на валютном рынке, снижая темпы укрепления национальной валюты.

В результате мексиканского кризиса в 1995 г. произошло существенное снижение международных резервов Бразилии. В результате этого часть принятых мер, направленных на увеличение спроса на иностранную валюту, была отменена, включая невознаграждаемые резервные требования по внешнеторговым операциям. В результате девальвации национальной валюты в номинальном выражении на 5,2% в конце марта 1995 г. органами денежно-кредитного регулирования был выбран новый коридор валютного курса, предполагающий регулярные валютные интервенции. Отметим, что подобный режим валютного курса допускал плавное обесценение реала относительно доллара.

После мексиканского кризиса приток иностранного капитала в Бразилию снова увеличился, в результате чего меры по ограничению притока капитала были вновь ужесточены.

В целом, на протяжении исследуемого периода, несмотря на мексиканский кризис, приток иностранного капитала в Бразилию увеличивался. За период 1991-1998 гг. международные резервы выросли с 10 до 74 млрд долл. (15 месяцев импорта). В результате укрепления реала состояние счета текущих операций постепенно ухудшалось. Дефицит счета текущих операций в 1996 г. составил 3% ВВП. При этом положительное сальдо финансового счета Бразилии существенно увеличилось. Значительный рост государственного долга в продолжении рассматриваемого периода был вызван необходимостью проведения операций по стерилизации избыточной денежной массы. Введение ограничений на приток капитала в некоторой степени изменило структуру капитальных потоков в пользу прямых иностранных инвестиций (Рисунки 1 - 3). Однако, в целом эффективность введенных ограничений на движение капитала представляется весьма ограниченной. Среди основных причин слабой эффективности данных мер выделяется процесс финансового инжиниринга, позволявший разрабатывать стратегии обхода ограничений. Отметим, что в ряде эмпирических исследований выявлено, что ограничения на движение капитала в Бразилии оказались эффективными с точки зрения их воздействия на величину капитальных потоков лишь в краткосрочной перспективе, но неэффективными в долгосрочном периоде [104].

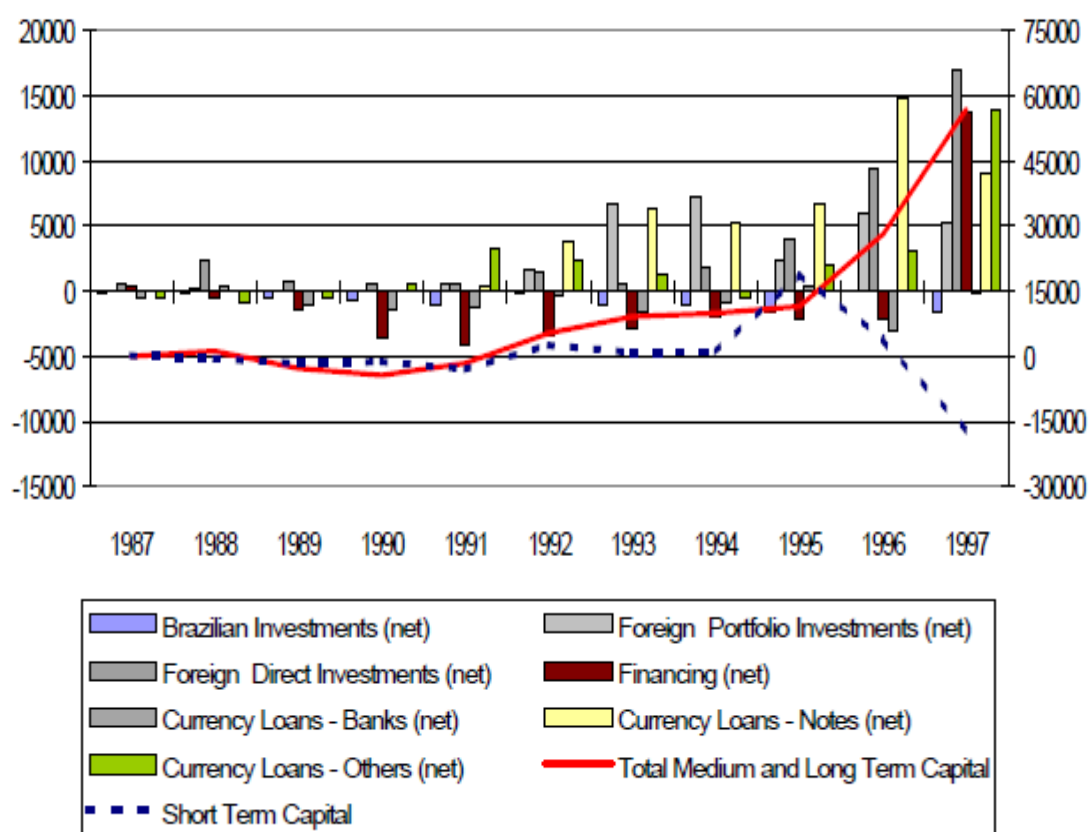


Рисунок 1 - Величина капитальных потоков в Бразилии (млн. долл. США)
Источник: [100]

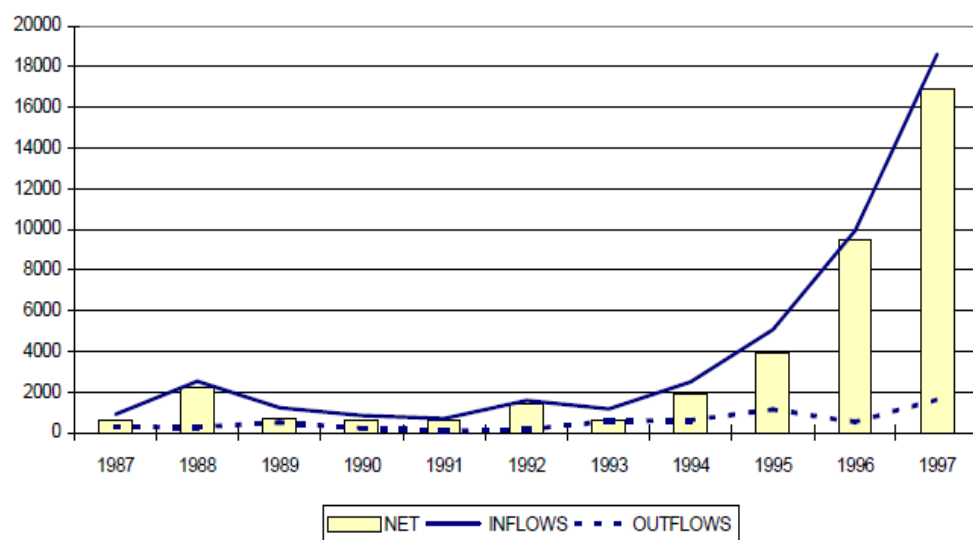


Рисунок 2 – Динамика входящие, исходящих и чистых прямых иностранных инвестиций в Бразилии (млн долл. США)
Источник: [100]

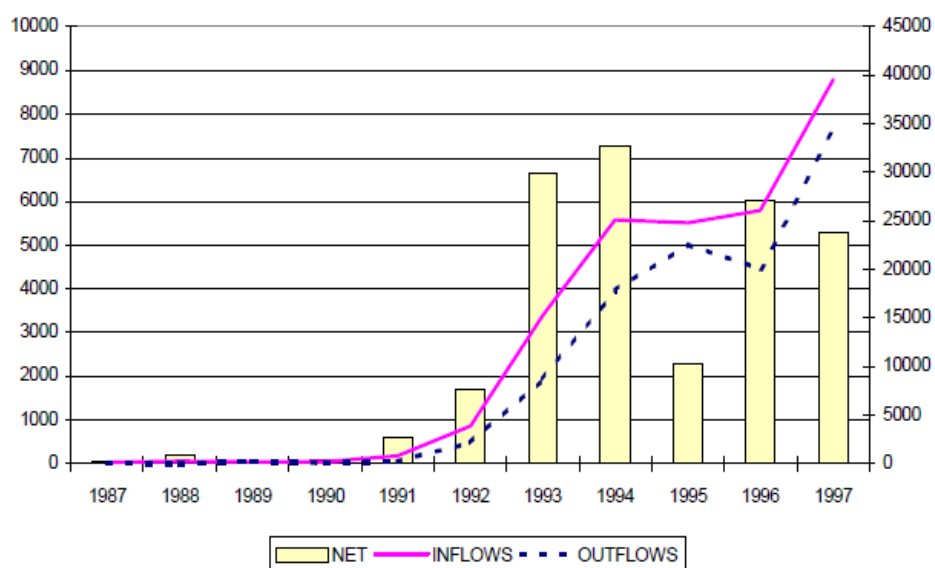


Рисунок 3 – Динамика входящие, исходящих и чистых портфельных инвестиций в Бразилии (млн долл. США)

Источник: [100]

2.1.5 Бразилия (2009-2012 гг.)

После мирового финансового кризиса масштабный приток капитала в Бразилию возобновился. Привлекательность бразильской экономики для зарубежных инвесторов была обусловлена благоприятным состоянием фундаментальных показателей, относительно высокой доходностью бразильских активов в условиях мягкой денежно-кредитной политики в развитых странах, ожиданиями инвесторов относительно укрепления реала, благоприятной конъюнктурой мировых рынков сырьевых товаров и сельскохозяйственной продукции. В результате чего уже в начале 2009 г. по мере улучшения условий торговли и притока иностранного капитала стали наблюдаться риски избыточного укрепления реала, ухудшения конкурентоспособности и состояния ряда отраслей промышленности.

Помимо этого органы денежно-кредитного регулирования столкнулись с ограничениями в проведении независимой монетарной политики в условиях свободного движения капитала и стремления поддержать конкурентоспособность бразильского экспорта. В частности, в связи с высокими рисками превышения инфляцией целевого уровня ($4,5\% \pm 2$ п.п.) ЦБ Бразилии откладывал решение о повышении ставки монетарной политики в связи с тем, что это могло привести к дополнительному притоку краткосрочного иностранного капитала (Рисунок 4).

Приток иностранного капитала также повышал риски избыточного стимулирования внутреннего спроса, перегрева экономики и появления пузырей на рынке активов [105].

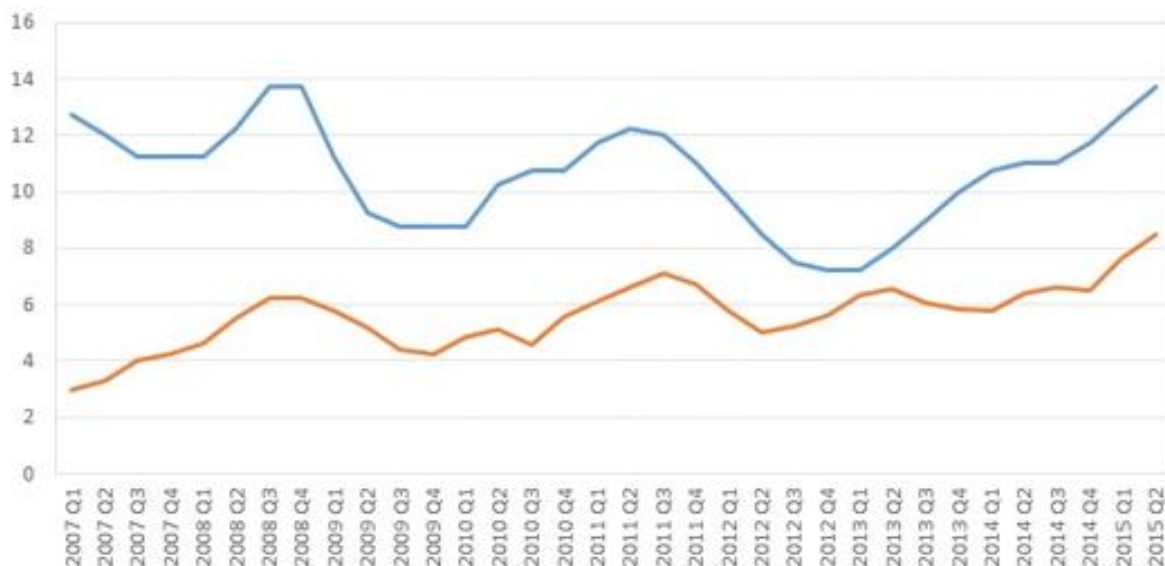


Рисунок 4 - Ставка монетарной политики (синяя линия) и индекс потребительских цен в Бразилии (красная линия)

Источник: IMF

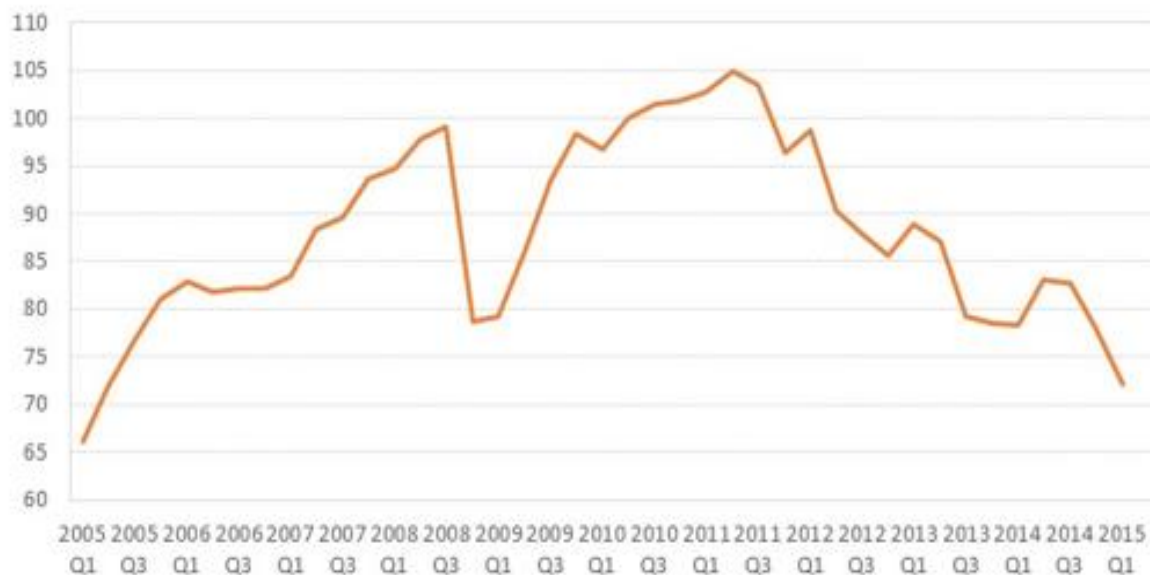


Рисунок 5 - Номинальный эффективный курс бразильского реала (2010 г. = 100%)

Источник: IMF

Список введенных мер представлен в Таблице 2.

Таблица 2 - Меры по ограничению притока иностранного капитала в Бразилии (2009-2012 гг.)

Октябрь 2009	Налог (2%) на инвестиции нерезидентов в акции и облигации с фиксированным доходом
ноябрь 2009	Налог (1.5%) на страхование депозитарных расписок
Октябрь 2010	увеличение налоговой ставки до 4% на инвестиции в ценные бумаги с фиксированным доходом
Октябрь 2010	увеличение налоговой ставки до 6% на инвестиции в ценные бумаги с фиксированным доходом
Декабрь 2010	налог (2%) на конвертацию нерезидентами депозитарных расписок в акции национальных компаний
Январь 2011	невознаграждаемые резервные требования (60%) на совокупную позицию банков в иностранной валюте выше 3 млрд долл.
Март 2011	налог (6%) на заимствования за рубежом сроком до 1 года
Апрель 2011	налог (6%) на заимствования за рубежом сроком до 2 лет
Июль 2011	невознаграждаемые резервные требования (60%) на совокупную позицию банков в иностранной валюте выше 1 млрд долл.
Июль 2011	налог (ставка варьировалась от 1 до 25%) на покупку и продажу деривативов в иностранной валюте
Февраль 2012	налог (6%) на заимствования за рубежом сроком до 6 лет
Март 2012	налог (6%) на заимствования за рубежом сроком до 5 лет

Источник: [106]

Отметим, что одним из основных обходных путей введенных ограничений стало приобретение иностранными инвесторами депозитарных расписок бразильских компаний. Напомним, что депозитарные расписки представляют собой ценные бумаги, выпущенные депозитарным банком. Приобретая акции бразильских компаний на внутреннем рынке, депозитарные банки продавали соответствующие депозитарные расписки зарубежным инвесторам. В дальнейшем владельцы депозитарных расписок имели право конвертировать их в акции бразильских

компаний. В этой связи в ноябре 2009 года был введен налог в размере 1,5% на страхование депозитарных расписок, а в декабре 2010 г. также был введен налог на уровне 2% на описанные выше операции по конвертации.

Другой обходной путь заключался в приобретении иностранными инвесторами бразильских реалов по беспоставочному форварду за границей (без уплаты налогов на приток иностранного капитала). В результате коммерческие банки Бразилии имели открытые короткие позиции в иностранной валюте. В дальнейшем на внутреннем валютном рынке коммерческие банки Бразилии приобретали реалы у ЦБ, что оказывало существенное повышательное давление на бразильский реал.

В целом введенные меры оказались малоэффективными с точки зрения их воздействия на совокупный объем притока капитала. В частности, после введения налога на входящие портфельные инвестиции в октябре 2009 г. их объем продолжил увеличиваться. Рост налоговой ставки на аналогичный вид инвестиций до 6% в октябре 2010 г. сопровождался существенным ростом величины прямых иностранных инвестиций (Рисунок 6), что, с одной стороны, может говорить о позитивном изменении структуры притока капитала в пользу долгосрочных капиталовложений, а с другой – использовании обходного пути для реализации краткосрочных инвестиций.

К числу обходных путей ограничений на приток капитала, используемых в Бразилии в период 2009-2011 гг., следует отнести кэрри-трейдинг на валютном рынке, позволявший коммерческим организациям обходить налогообложение, накладываемое на портфельные инвестиции. Помимо этого, с целью ухода от уплаты налога на привлечение краткосрочных кредитов из-за рубежа срок предоставления кредита формально увеличивался (при этом в тексте договора указывались оговорки, позволяющие расторгнуть договор в любой момент времени). Также зарубежные инвесторы формировали комплексные структуры для того, чтобы их коллективные инвестиции были оформлены как прямые, а не как портфельные. Отметим, что данный факт может отчасти служить объяснением роста прямых инвестиций в 2011 году при уменьшении портфельных инвестиций [107].

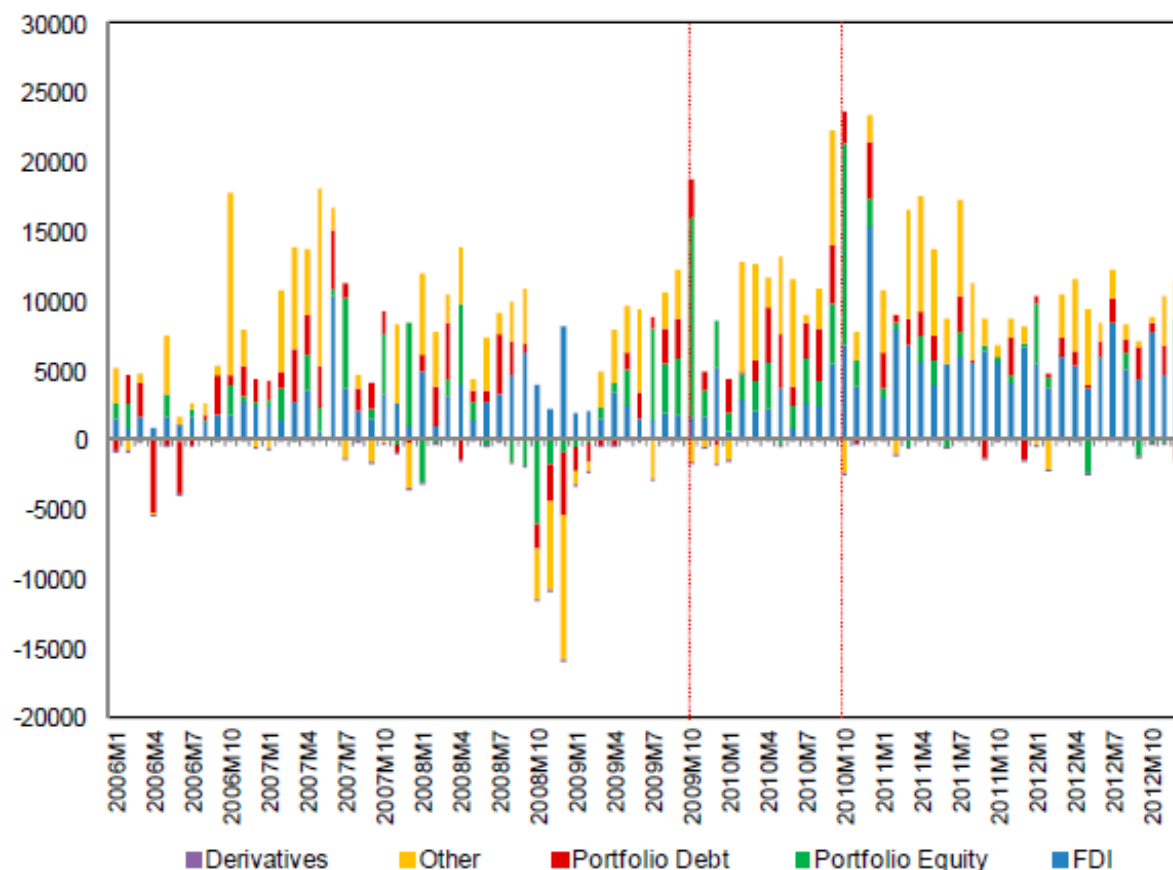


Рисунок 6 - Капитальные потоки в Бразилии (первая вертикальная линия – введение налога 2% на входящие портфельные инвестиции; вторая вертикальная линия – увеличение налоговой ставки до 6%).

Источник: [106]

Отметим также, что снижению эффективности задействованных мер по ограничению притока капитала способствовал рост ключевой ставки процента к июлю 2011 г. с 8,75% до 12,5%, вызванный перегревом бразильской экономики в результате дополнительного притока капитала. В 2012 г. приток капитала в Бразилию остановился. Ожидания инвесторов относительно сворачивания программы количественного смягчения ФРС США оказали понижающее влияние на курсы национальных валют развивающихся стран. Реал обесценился в большей степени, чем валюты других развивающихся стран, приводя к ускорению инфляции в стране. К концу 2012 г. большинство ограничений на движение капитала было снято, в качестве альтернативы проведения стерилизованных интервенций ЦБ Бразилии стал предоставлять кредиты коммерческим банкам в иностранной валюте, чтобы снизить волатильность валютного курса и темпы обесценения реала.

Таким образом в данном разделе представлены страны, одной из основных целей введения ограничений на приток капитала в которых являлось обеспечение возможности проведения независимой денежно-кредитной политики и поддержания режима фиксированного валютного курса (Чили (1991-1997), Малайзия (1994), Таиланд (1995-1996), Бразилия (1993-1997)). Отметим, что большинству стран удалось поддержать высокий спред процентных ставок национальной экономики и экономик развитых стран, однако при этом наблюдалось существенное укрепление национальной валюты и ухудшение состояния счета текущих операций. Также малоэффективными меры по ограничению движения капитала оказались с точки зрения достижения цели по поддержанию конкурентоспособности национальных товаров в условиях режима инфляционного таргетирования (Бразилия (2009-2012 гг.)). Отметим, что основной причиной слабой эффективности вводимых мер является активное развитие финансового инжиниринга, позволяющего обходить принятые ограничения.

2.2 Причины, меры и последствия введения ограничений на отток капитала: примеры отдельных стран

2.2.1 Малайзия (1997-1999 гг.)

Азиатский финансовый кризис 1997-1998 гг. привел к обострению структурных проблем банковского сектора Малайзии. Переоценка региональных рисков зарубежными инвесторами привела к открытию ими коротких позиций в ринггитах в ожидании обесценения малазийской валюты, что усилило отток капитала из страны. В результате ЦБ Малайзии ввел ряд ограничений по операциям как по текущему, так и по капитальному счетам в сентябре 1998 г. для того, чтобы сдержать отток капитала и стабилизировать краткосрочные капитальные потоки. Помимо этого, введенные меры были направлены на увеличение независимости денежно-кредитной политики, которая была ограничена необходимостью поддерживать курс национальной валюты в условиях свободного движения капитала [98]. Отметим, что альтернативой введению ограничений на отток капитала было ужесточение монетарной политики, крайне нежелательное в связи с замедлением

экономической активности. В отличие от Южной Кореи, Индонезии, следовавших программе выхода из кризиса, предложенной МВФ, включающей переход к режиму плавающего валютного курса, либерализацию финансового счета, ужесточение фискальной политики, закрытие проблемных банков и другие структурные реформы, власти Малайзии ввели ограничения на движение капитала, зафиксировали валютный курс на уровне 3,8 ринггита за доллар США, а также снизили процентные ставки [108].

Основной целью введения ограничений на движение капитала была борьба со спекулятивными операциями с ринггитами. Большинство подобных операций заключалось в коротких продажах ринггита на сингапурском рынке [109].

Среди мер по ограничению движения капитала можно выделить:

- установление лимитов на операции валютный своп между коммерческими банками и нерезидентами;
- требования к полной репатриации активов, номинированных в ринггитах;
- 12-ти месячный срок ожидания для репатриации портфельных инвестиций в малазийскую экономику нерезидентами с целью предотвращения резкого оттока капитала и обесценения национальной валюты;
- 12-ти месячный срок ожидания для конвертации нерезидентами прибыли, полученной от реализации малазийских ценных бумаг;
- 12-ти месячное удерживание портфельного капитала было заменено на возможность его репатриации, при этом иностранный инвестор должен был заплатить «налог на выход», шкала которого уменьшалась по мере роста сроков инвестирования.

Отметим, что малазийские власти были озабочены возможным оттоком прямых иностранных инвестиций из страны. В этой связи репатриация прибыли и дивидендов по линии ПИИ не попадала под ограничения. В результате введенных ограничений рейтинговое агентство Moody's существенно понизило рейтинг малазийских ценных бумаг, а инвестиционный банк Morgan Stanley исключил Малайзию из регулярно публикуемого международного индекса [110].

Отметим, что ограничения оказались эффективными в сокращении спекулятивных операций и оттока капитала. 12-ти месячный запрет на репатриацию портфельного капитала привел к снижению волатильности оттока капитала и изменению структуры исходящих потоков капитала в пользу относительно более

долгосрочных. Давление бегства капитала на курс национальной валюты было существенно снижено. Налог «на выход» как альтернатива прямым запретам репатриации инвестиций в некоторой степени повысил доверие иностранных инвесторов к малазийской экономике, предоставив возможность вывести капитал из страны после оплаты штрафных санкций. Однако, следует отметить, что приток прямых иностранных инвестиций в Малайзию существенно замедлился, а стоимость долгосрочного зарубежного фондирования возросла в результате увеличения премии за риск вложений в национальные активы.

Таким образом, несмотря на эффективность мер по ограничению оттока капитала с точки зрения сокращения спекулятивных операций и бегства капитала, снижения волатильности капитальных потоков и изменения структуры притока в пользу относительно более долгосрочных вложений, а также позитивные ожидания национальных экономических агентов, учитывая повышение стабильности ринггита и снижение процентных ставок, реакция зарубежных инвесторов в целом оказалась весьма негативной. Снижение доверия иностранных инвесторов привело к существенному повышению стоимости внешнего финансирования, слабым темпам роста ПИИ по сравнению с Южной Кореей и Филиппинами.

Однако в некоторых работах [108] отмечается, что достижению в целом достаточно успешных результатов введения ограничений на отток капитала в Малайзии способствовали также макропруденциальная политика, реформирование и активное развитие финансового сектора, недооценка национальной валюты относительно валют других стран данного региона.

2.2.2 Таиланд (1997-1998 гг.)

Экономика Таиланда характеризовалась высокими темпами экономического роста в первой половине 90-х гг. К признакам перегрева экономики в указанный период следует отнести высокую инфляцию, рост дефицита счета текущих операций, существенный приток краткосрочного капитала в связи высоким спредом процентных ставок национальной экономики и развитых стран и режимом фиксированного валютного курса. Спекулятивные атаки на бат начались в 1996 г. накануне азиатского финансового кризиса. Нестабильная ситуация в банковском секторе, обусловленная высокой долей иностранных заимствований, сокращение международных резервов, вызванное мерами по поддержанию курса национальной

валюты, повысили риски масштабного оттока капитала. В этой связи ЦБ Таиланда ввел ряд ограничений на движение капитала.

Среди мер по ограничению оттока капитала в Таиланде можно выделить:

- запрет на предоставление краткосрочных кредитов нерезидентам;
- запрет на покупку иностранной валюты за баты у нерезидентов таиландскими финансовыми институтами;
- покупка долговых инструментов, номинированных в батах, могла осуществлять лишь в долларах США;
- иностранным инвесторам, владеющим акциями национальных компаний, запрещалась репатриация своих средств в батах, но разрешалась в иностранной валюте; однако при этом нерезиденты должны были использовать внутренний обменный курс для конвертации средств от продажи акций, в результате чего была сформирована двухуровневая система валютного рынка с отдельными сегментами для инвесторов, которые покупают баты в национальной экономике и за границей, что в конечном итоге позволило снизить давление на бат;
- финансовые институты обязали предоставлять ежедневные доклады об операциях в иностранной валюте с нерезидентами.

Отметим, что введение перечисленных ограничений привело к некоторому снижению объемов спекулятивных операций со стороны нерезидентов. Однако в целом, слабая эффективность введенных ограничений от части обусловлена наличием множества обходных путей для инвесторов. В июле 1997 г. ЦБ Таиланда осуществил переход к режиму плавающего валютного курса в связи с существенным снижением международных резервов.

На начальном этапе введенные ограничения на отток капитала привели к сокращению спекулятивных атак на бат в результате сокращения объемов краткосрочных кредитов, предоставляемых в батах нерезидентам. В результате, инвесторы, играющие против бата, были вынуждены закрыть свои короткие форвардные позиции. Однако, эффект от введенных мер был весьма краткосрочным. Поскольку ограничения на отток капитала не носили всеобъемлющего характера, инвесторы находили обходные пути, предоставляющие возможности извлечения арбитража на оффшорном рынке бата.

Меры по ограничению движения капитала, а также негативные прогнозы о состоянии фундаментальных макроэкономических показателей привели к снижению доверия иностранных инвесторов к экономике Таиланда и сокращению притока иностранного капитала с 5% ВВП в 1996 г. до -12% в 1997-1998 гг., падению темпов экономического роста. Отметим, что в январе 1998 г. в результате оживления экономической активности ограничения на движение капитала в Таиланде были отменены [96].

Одна из причин относительно слабой эффективности мер, введенных в Таиланде, по сравнению с опытом Малайзии, заключается в различиях в их длительности и охвате. Если в Таиланде длительность проводимой политики составила лишь 8 месяцев, то в Малайзии меры по ограничению оттока капитала сохранялись в продолжение 1,5 лет и характеризовались большим охватом различного спектра операций. Помимо этого, как было показано выше, особую роль в относительно более эффективной реализации политики ограничений на отток капитала в Малайзии сыграло снижение ставок процента, обеспечившее мягкие условия доступа к финансированию для внутренних производителей, жесткая макропруденциальная политика, формировавшая предпосылки для восстановления доверия иностранных инвесторов, реформирование и активное развитие финансового сектора.

2.2.3 Россия (1998 г.)

Либерализация финансового счета в российской экономике стала реализовываться в начале 1990-х гг. по мере создания банковской системы и рынка ценных бумаг. Изначально меры по либерализации финансового счета касались лишь прямых иностранных инвестиций, правила по привлечению которых упрощались. Потоки портфельных инвестиций из-за рубежа в ограниченных размерах были разрешены в начале 1994 г. Тем не менее на протяжении 1990-х гг. меры по ограничению движения капитала широко применялись. Для осуществления большинства операций по финансовому счету необходимо было получить разрешение центрального банка.

С февраля до середины сентября 1996 г. нерезидентам было разрешено участвовать в операциях валютный своп с ЦБ РФ. Начиная с сентября 1996 г. российские коммерческие банки получили право быть контрагентами по операциям

валютный своп. Нерезидентам было также разрешено открывать счета в рублях в российских коммерческих банках для приобретения государственных ценных бумаг на первичном и вторичном рынках. При этом иностранные инвесторы могли свободно репатриировать полученную прибыль.

В конце 1997 г. на валютном рынке стало наблюдаться понижающее давление на рубль, связанное с опасениями инвесторов относительно устойчивости государственного внешнего долга. В результате ЦБ РФ начал проводить масштабные, частично стерилизованные интервенции в поддержку рубля, что вело к сокращению международных резервов.

В августе 1998 г. был принят набор чрезвычайных мер, включая интенсификацию ограничений на движение капитала и селективный мораторий на выплаты по государственному долгу. В частности, были заморожены выплаты по краткосрочным казначейским облигациям, объявлен дефолт по суверенным обязательствам, введены ограничения на перевод валюты за рубеж, речь о которых пойдет ниже.

ЦБ РФ усилил контроль за уполномоченными банками при реализации ими операций покупки иностранной валюты за рубли по заявкам клиентов. Особое внимание при этом уделялось проверке целевого использования приобретенной валюты.

Регулятором были введены более жесткие правила осуществления юридическими лицами резидентами операций по покупке иностранной валюты на межбанковских валютных биржах. Покупка валюты за рубли могла происходить не раньше, чем за семь дней до срока платежа. При этом юридические лица были обязаны продать приобретенную валюту на внутреннем валютном рынке в конце данного срока, в том случае, если они не смогли по каким-либо причинам выполнить свои обязательства перед нерезидентами.

Под регулирование также попадали операции нерезидентов в рублях на внутреннем валютном рынке. Нерезидентам запрещалось снятие наличных средств с рублевых корреспондентских счетов банков нерезидентов. Исключение составляли операции, проводимые уполномоченными банками.

Пытаясь сдержать отток капитала банковского сектора, Банк России в 1998 г. выдал 11 разрешений уполномоченным банкам на переводы средств в иностранной валюте в счет взносов в уставные капиталы кредитных организаций за рубежом на

общую сумму 18 млн. долларов (в три раза ниже аналогичной суммы за 1997 г.) [111].

Задержка поступления экспортной выручки в связи с кризисными условиями привела к существенному сокращению предложения иностранной валюты на внутреннем валютном рынке, что в свою очередь оказало негативное воздействие на волатильность курса и его тенденцию к обесценению. В этой связи Банк России ввел жесткие меры контроля за экспортно-импортными операциями резидентов, включая ужесточение требований к репатриации валютной выручки экспортерами.

Банк России пытался защитить рубль от спекулятивных атак, что привело к снижению международных резервов до критического уровня. В сентябре 1998 г. был упразднен валютный коридор, а торги на ММВБ временно закрыты. Несмотря на реализованные меры, российский рубль обесценился к доллару США на 230% за период с 17 августа по 31 декабря 1998 г. (с 6,29 руб. до 20,65 руб. за 1 долл. США), а в реальном выражении обменный курс российского рубля сократился на 46%. . Отток капитала только во второй половине 1998 г. превысил 17 млрд. долл. (9% ВВП), а рубль продолжал обесцениваться вплоть до 1999 г. Разрешение кризиса было связано с реализацией комплекса мер, направленных в первую очередь на повышение устойчивости бюджетной и банковской системы, а также повышение гибкости курсовой политики. При этом масштабная девальвация национальной валюты оказала позитивное воздействие как на состояние бюджетной системы, так и на динамику ВВП.

Таким образом, меры по ограничению оттока капитала, принятые в условиях экономического кризиса в России, оказались слабо эффективными. С одной стороны, это объясняется масштабами ухудшения экономической ситуации, выход из которой требовал проведения структурных преобразований, с другой - весьма точечным характером введенных ограничений.

С 1 июля 2006 года Банк России снял последние ограничения на движение капитала, отменив требования о резервировании при проведении отдельных видов валютных операций, а также обязательном использовании специальных счетов для осуществления отдельных видов валютных операций.

2.2.4 Кипр (2013-2015 гг.)

Ограничения на движение капитала на Кипре были введены весной 2013 г. в результате финансового кризиса. Отметим, что случай с установлением подобных мер Кипром является уникальным с той точки зрения, что это первая страна, которая ввела капитальный контроль, не имея своей собственной валюты. Напомним, что причинами разворачивания кризисных явлений в экономике Кипра связаны с активным развитием оффшорного банковского сектора, суммарная величина вкладов резидентов и нерезидентов в банках составляла приблизительно 835% ВВП. Банковские проценты по вкладам на Кипре существенно превышали процентные ставки в остальных странах Еврозоны, что делало привлекательным приток зарубежных вкладчиков. Высокие проценты выплачивались преимущественно за счет новых вкладов, формируя финансовую пирамиду.

Панические настроения вкладчиков, невозможность расплачиваться по своим внешним обязательствам, необходимость получения финансовой помощи от стран Евросоюза привели к необходимости введения временных ограничений на движение капитала на Кипре весной 2013 г.

Среди введенных мер по ограничению оттока капитала можно выделить следующие:

- лимит на снятие наличных на Кипре - до 300 евро в день;
- лимит на вывоз наличных средств резидентами Кипра, выезжающими за границу (не более 1000 евро);
- переводы денег за рубеж и оплата зарубежных счетов ограничивались 5000 евро в месяц;
- создание специального комитета, который проверял коммерческие транзакции объемом от 5 тысяч до 200 тысяч евро;
- рассмотрение комитетом заявок на одобрение транзакций на сумму свыше 200 тысяч евро;
- безналичные расчеты / переводы средств с депозитов на счета за пределами Кипра либо на счета других кредитных организаций были запрещены.

Весьма жесткой мерой, направленной на смягчение последствий банковского кризиса, оказалась «стрижка вкладов». Правительство списало в свою пользу 9,9 процента с каждого депозита размером более 100 тысяч евро и 6,75 процента с

вкладов меньше этой суммы. Напомним, что данная мера была одним из условий предоставления Кипру финансовой помощи странами ЕС.

В течение двух лет введенные ограничения постепенно ослаблялись. Сначала из-под их действия были выведены иностранные банки и их клиенты, затем власти начали снимать контроль за операциями внутри страны, периодически поднимать допустимый потолок величины выводимых за границу средств. В целом, контроль за действиями вкладчиков на Кипре ослабевал по мере стабилизации экономической ситуации и возвращения доверия к банковской системе. Ограничения на движение капитала были устранены в мае 2015 года.

В целом меры по ограничению оттока капитала, необходимые для предотвращения вывода средств нерезидентами с кипрских счетов за рубеж, на начальном этапе привели к существенному снижению деловой активности, сокращению занятости. Однако, по прошествии времени введенные ограничения и «стрижка депозитов» способствовали оздоровлению банковской системы и оказались действенным инструментом поддержания финансовой стабильности в кризисных условиях.

2.2.5 Исландия (2008-2011 гг.)

Введение ограничений на отток капитала в Исландии в 2008 г. было вызвано воздействием мирового финансового кризиса, который привел к обострению проблем банковского сектора. Банкротство коммерческих банков и наличие значительного по размеру внешнего долга Исландии (600% ВВП) усилило риски, связанные с масштабным оттоком средств иностранных кредиторов. Крона обесценилась на 30% за 4 месяца – с декабря 2007 г. по март 2008 г. Это обострило риски углубления экономического кризиса в стране в связи с большой долей внутренних кредитов в иностранной валюте, а также раскручиваем инфляции из-за действия эффекта переноса валютного курса во внутренние цены. В результате правительство приняло решение перекрыть каналы оттока средств за рубеж при помощи введения ограничений на вывоз капитала из страны.

Среди ключевых мер по ограничению оттока капитала можно выделить следующие:

- Заморозка вкладов резидентов и нерезидентов на неопределенный срок;

- Любые капитальные операции, осуществляемые как резидентами, так и нерезидентами, подвергались контролю со стороны органов власти и требовали получения одобрения;
- При выезде за границу физические лица обязаны были предъявить авиабилет с целью покупки иностранной валюты (лимит 2000 евро). Лимиты на снятие наличных средств резидентами за границей с кредитной карты не были установлены, что позволило снизить панические настроения и повысить доверие экономических агентов;
- конвертация кроны ограничивалась, были введены лимиты на продажу иностранной валюты коммерческими банками;
- Финансовые активы нерезидентов, номинированные в национальной валюте, как облигации, так и другие финансовые инструменты, не могли быть конвертированы до истечения срока обращения.

В результате под контроль попали активы нерезидентов, размещенные в национальных банках, а также финансовые инструменты, номинированные в национальной валюте в общей сложности на 600 млрд крон. По мере стабилизации ситуации на финансовом рынке в марте 2011 г. началась поэтапная либерализация капитальных операций.

Введение ограничений на вывоз капитала и конвертацию кроны привели к формированию оффшорного рынка кроны, на котором она торговалась с 50% скидкой, что, в конечном счете, в обход установленных ограничений привлекало резидентов, стремящихся увести капитал из страны. В этих условиях контроль за движением капитала только ужесточался: были введены ограничения на перевод средств в кронах из национальных банков в зарубежные. В конечном счете, комплекс реализованных мер позволил стабилизировать обменный курс кроны и предотвратить дальнейшее повышение риск-премии.

Отметим, что в результате введения столь кардинальных мер, экономика Исландии характеризовалась высокими темпами посткризисного восстановления [112]. Уровень безработицы с 8,5% в 2010 г. снизился до 4,5% в середине 2015 г. Темпы экономического роста в 2014 г. составили 2%. Отметим, что существенную роль в этом сыграли меры по ограничению оттока капитала, позволившие поддержать финансовую стабильность и курс национальной валюты за счет

предотвращения масштабного бегства вкладчиков. Помимо этого особую роль в активном восстановлении исландской экономики сыграли экспортно-ориентированные отрасли, включая производство алюминия, рыбную промышленность, туризм, а также низкие затраты ирландских предприятий на электроэнергию (использование геотермальной энергии).

Таким образом, пример Исландии показывает, что ограничения на движение капитала могут стать достаточно эффективным антикризисным инструментом. Эти меры позволили стабилизировать национальную валюту и предотвратили экономический коллапс

Таким образом, проведенный анализ кейсов стран, вводивших ограничения на отток капитала, показывает, что данные меры могут оказаться весьма эффективными в кризисных условиях. Введение широкого набора жестких, преимущественно административных ограничений, как показывает опыт Малайзии (1997-1999 гг.), Кипра (2013-2015 гг.), Исландии (2008-2011 гг.), способствует поддержанию финансовой и макроэкономической стабильности, несмотря на временное снижение доверия иностранных инвесторов и повышение стоимости заимствований за рубежом.

2.3 Практика использования ограничений на движение капитала в постоянном режиме (опыт Индии и Китая)

Индия и Китай представляют собой примеры стран, практикующих ограничения на движение капитала на протяжении длительного периода времени. Несмотря на то, что со временем степень участия данных стран в международных потоках капитала возросла, меры по ограничению на мобильность капитала продолжают играть в них существенную роль. Рассмотрим опыт Индии и Китая более подробно.

Процесс либерализации экономики Индии начался в 1980-х гг. Открытие счета текущих операций глобальным рынкам завершилось уже к 1994 г., тогда как процесс финансовой либерализации происходит постепенно и продолжается в настоящее время [113]. Так в 1997 г. в Индии был создан государственный комитет, занимающийся вопросами либерализации финансового счета (Capital Account Convertibility Committee) [114]. Политика в отношении финансового счета

платежного баланса была ориентирована на минимизацию величины капитальных потоков, формирующих накопление внешней краткосрочной задолженности, включая депозиты нерезидентов в иностранной валюте, краткосрочные займы за рубежом. В то же время меры данной политики были направлены на привлечение прямых иностранных инвестиций и портфельных инвестиций в акционерный капитал фирм, в этой связи ограничения на данные виды капитальных потоков были ослаблены в первую очередь. Параллельно происходила частичная либерализация потоков, связанных с формированием внешней задолженности, операциями с деривативами и некоторая либерализация исходящих потоков капитала.

Либерализация финансового счета в Индии была частью широкой программы экономических реформ, включая развитие пруденциального регулирования и надзора банковской системы в соответствии с международными стандартами, регулирование рынка ценных бумаг, усиление независимости центрального банка [115].

В дальнейшем контролем за реализацией капитальных потоков занималось большое количество государственных агентств. В работе [116] отмечается, что иностранному инвестору приходилось сталкиваться со сложно утроенной системой иногда пересекающихся, а иногда противоречащих друг другу нормативных документов, отсутствием прозрачности в законодательстве и высокими транзакционным издержками получения разрешения на инвестиционную деятельность.

Поэтапная либерализация финансового счета включала в себя:

- снижение невознаграждаемых резервных требований к депозитам нерезидентов (1999 г.);
- значительно снижение лимитов на величину ПИИ в особые экономические зоны Индии, электронную коммерцию и страховую деятельность (2000 г.);
- открытие возможностей для коммерческих банков осуществлять инвестиции за рубеж, появление возможностей для осуществления ПИИ нерезидентами в чайную промышленность в Индии (2002 г.);
- увеличение лимитов на величину ПИИ в ряде секторов (2004 г.);
- существенное смягчение условий осуществления ПИИ нерезидентами в телекоммуникации и строительство (2004 г.);

- ослабление ограничений на отток капитала, связанный с операциями резидентов, включая физических лиц, паевые инвестиционные фонды (2007 г.);

- большой список мер, направленных на либерализацию финансового счета как по притоку, так и по оттоку капитала, включая входящие и исходящие портфельные инвестиции (2008 г.);

- смягчение условий для входящих портфельных инвестиций и открытие возможности осуществлять ПИИ в общества с ограниченной ответственностью нерезидентами (2011 г.).

В целом, в Индии используется широкий спектр ограничений на движение капитала, динамично изменяющихся и подстраивающихся под макроэкономические условия. При этом преимущественно эти ограничения основаны на административных, а не рыночных мерах.

На современном этапе в Индии используются следующие меры по ограничению мобильности капитала:

- невознаграждаемые резервные требования для коммерческих банков по депозитам нерезидентов;

- запрет на получение зарубежных кредитов в иностранной валюте на срок менее чем 3 года;

- лимиты на размер процента, под который может быть взят кредит за рубежом;

- повышенное налогообложение и система административных барьеров для открытия и использования счетов в индийских банках нерезидентами;

- ограничение участия иностранцев в акционерном капитале индийских предприятий на уровне 10%;

- ограничение доступа иностранных инвесторов к финансовым активам в рупиях.

Результаты эмпирических исследований по Индии показывают, что де юре и де факто ограничения на движение капитала претерпели серьезные изменения в период с 1998 г. по н.в. При этом прослеживается общий тренд к либерализации финансовых потоков. В работах отмечается асимметричность ограничений на движение капитала, которая эволюционировала от доминирования ограничений оттока капитала к главенствующей роли эффективного ограничения его притока.

Отметим, что в целом система ограничений на движение капитала в Индии оказалась весьма эффективной, способной поддерживать стабильность национальной финансовой системы в условиях турбулентности на мировых финансовых рынках. В частности, в течение азиатского кризиса жесткие лимиты на величину краткосрочного внешнего долга помогли Индии избежать финансового заражения. Помимо этого Индия представляет собой пример страны, которой удалось поддержать макроэкономическую и финансовую стабильность в условиях мирового финансового кризиса [117].

В Китае формирование сложной системы управления трансграничными потоками капитала началось еще в начале 1950-х гг. Процесс послевоенного восстановления экономики, необходимость реализации национальных инфраструктурных проектов создавало стимулы для аккумулирования ограниченных запасов иностранной валюты через жесткий контроль государством за ее передвижением [118], [119].

Либерализация финансового счета в Китае началась в 1980-х гг. Государственное управление валютного контроля, основанное еще в 1982 г., на современном этапе является одним из основных агентств по ограничению потоков капитала [120]. Отметим, что, начиная с 1990-х гг., помимо поддержания финансовой стабильности национальной экономики в условиях колебаний мировых финансовых рынков, стимулирования накопления внутренних сбережений, а также обеспечения возможности проведения независимой денежно-кредитной политики в условиях режима фиксированного валютного курса одной из ключевых задач использования ограничений на движение капитала китайскими властями было поддержание заниженного реального валютного курса юаня по отношению к равновесному уровню. Активная интервенционная политика ЦБ, а также использование ограничений на приток зарубежного капитала способствовали поддержанию конкурентоспособности национальных товаров на мировом рынке в условиях роста положительного счета текущих операций и притока иностранного капитала [121], [122], [123].

Отметим, что процесс осуществления транзакций по финансовому счету в Китае является весьма бюрократизированным. Операции по переводу и получению средств из-за рубежа должны иметь за собой обоснование перед государственным органами. Для осуществления прямых или портфельных инвестиций за рубеж

резидентами или из-за рубежа нерезидентами необходимо получение разрешения со стороны государственного управления валютного контроля. В Китае также разработан механизм наблюдения за возвратом зарубежных кредитов. Перечисление денежных средств происходит со специального счета с целью предотвращения незаконного вывода средств из страны.

На современном этапе система ограничений на потоки капитала в Китае включает:

- сложная система административных и рыночных ограничений на проведение входящих и исходящих операций по финансовому счету, включая осуществление ПИИ, портфельных инвестиций, займов, операции по покупке/продаже юаня;
- контроль за кредитными операциями китайских фирм, осуществляющих деятельность за рубежом, экспортно-импортным банком Китая;
- годовой лимит по валютным операциям физических лиц составляет 50 000 долл. США. В случае превышения лимита необходимо представить пакет обосновывающих документов в Управление по валютному контролю;
- лимит на величину единовременного безналичного перевода валюты физическим лицом составляет 50 000 долл. США (перевод осуществляется при предъявлении удостоверения личности и обосновывающих документов);
- лимит на сумму единовременного валютного перевода наличных денег физическими лицами также ограничивается (до 10 тыс. долл. США).

Также в Китае предусмотрены серьезные меры наказания за несоблюдение указанных правил, включая штрафные санкции и уголовную ответственность.

В целом практика использования ограничений на движение капитала в постоянном режиме в Китае представляется весьма эффективной с точки зрения достижения целей по поддержанию финансовой стабильности (слабая подверженность азиатскому кризису, а также мировому финансовому кризису, темпы роста реального ВВП 7,5-9,5%), обеспечению конкурентоспособности национальных товаров через искусственное занижение реального валютного курса юаня, поддержание высокой нормы сбережения. Также следует отметить высокую гибкость системы ограничений на движение капитала по отношению к изменениям макроэкономической ситуации. Одним из ярких примеров является повышение резервных требований по форвардным контрактам на юань, а также усиление контроля за крупными валютными операциями корпоративных клиентов осенью

2015 г. с целью сдерживания бегства капитала за рубеж и ослабление национальной валют в результате нестабильности на финансовых рынках.

Меры по ограничению движения капитала можно разделить на административные (прямые) и рыночные (косвенные). Административные меры предполагают прямые запреты или особые процедуры одобрения трансграничных капитальных трансакций и связанных с ними платежей и переводов денежных средств. Рыночные меры могут приводить к снижению притока (оттока) капитала в связи с ростом издержек осуществления трансграничных операций. К рыночным мерам относятся формирование двухуровневой или многоуровневой систем обменного курса, явное и неявное налогообложение трансграничных финансовых операций (например, налог Тобина) и другие меры, направленные на изменение соотношения цен национальных и зарубежных активов

На основе обзора зарубежного опыта введения ограничения на движения капитала выявлено, что данные меры оказались слабо эффективными в достижении цели по обеспечению возможности проведения независимой денежно-кредитной политики и поддержания режима фиксированного валютного курса (Чили (1991-1997), Малайзия (1994), Таиланд (1995-1996), Бразилия (1993-1997)). Большинству рассмотренных стран удалось поддержать высокий спред процентных ставок национальной экономики и экономик развитых стран, однако при этом наблюдалось существенное укрепление национальной валюты и ухудшение состояния счета текущих операций. Опыт Бразилии (2009-2012 гг.) показал, что меры по ограничению движения капитала являются малоэффективными с точки зрения достижения цели по поддержанию конкурентоспособности национальных товаров в условиях режима инфляционного таргетирования. Отметим, что основной причиной слабой эффективности вводимых мер является активное развитие финансовых рынков и появление обходных путей действующим ограничениям.

Проведенный анализ кейсов по странам, вводившим ограничения на отток капитала, показывает, что данные меры могут оказаться весьма эффективными в кризисных условиях. Введение широкого набора жестких, преимущественно административных ограничений, как показывает опыт Малайзии (1997-1999 гг.),

Кипра (2013-2015 гг.), Исландии (2008-2011 гг.), способствует поддержанию финансовой и макроэкономической стабильности, несмотря на временное снижение доверия иностранных инвесторов, падение кредитных рейтингов и повышение стоимости заимствований за рубежом.

Практика постоянного функционирования экономики в условиях ограничений на международную мобильность капитала (Китай, Индия) показывает свою эффективность с точки зрения поддержания финансовой и макроэкономической стабильности в условиях высокой турбулентности на мировых финансовых рынках. В частности, Индии и Китаю удалось избежать финансового заражения в продолжение азиатского кризиса 1998 г. и мирового финансового кризиса. Ограничения на движение капитала в этих странах также оказались эффективными с точки зрения корректировки процесса курсообразования. В частности, Индия, практикующая режим плавающего валютного курса и двухсторонних ограничений на движение капитала, неоднократно прибегала к ужесточению мер по ограничению оттока с целью поддержания курса национальной валюты. В свою очередь Китай, используя жесткие ограничения на приток как краткосрочного, так и долгосрочного капитала, повысил эффективность политики стерилизованных валютных интервенций, направленных на занижение реального валютного курса юаня по сравнению с равновесным уровнем.

В целом проведенный анализ позволяет сформулировать следующие выводы:

- Меры по ограничению оттока капитала преимущественно вводятся в кризис, когда имеют место высокие риски финансовой и макроэкономической стабильности, обвала национальной валюты, необходимости осуществления выплат по внешнему долгу. В отдельных случаях данные меры позволяют стабилизировать курс, снизить величину валютных интервенций и сдержать бегство капитала.
- Меры по ограничению притока капитала способствуют изменению структуры притока капитала в пользу средне- и долгосрочного (снижение величины портфельных инвестиций, краткосрочных заимствований, депозитов нерезидентов и рост ПИИ), однако не оказывают статистически значимого влияния на суммарную величину потоков капитала.
- Меры эффективны в краткосрочной перспективе с точки зрения их воздействия на определенные группы капитальных потоков, однако,

эффективность носит ограниченный характер из-за развития финансовых рынков и появления «лазеек» для обхода ограничений.

- Имеют место высокие риски снижения доверия иностранных инвесторов, падения кредитных рейтингов, роста стоимости заимствования для стран, вводящих ограничения на движение капитала.
- Наблюдается слабая эффективность мер по ограничению притока капитала, направленных на достижение независимости монетарной политики в условиях режима фиксированного валютного курса.
- Меры по ограничению притока капитала являются слабоэффективными для поддержания валютного курса и конкурентоспособности национальных товаров, поскольку не оказывают статистически значимого влияния на совокупный объем притока.
- Меры по ограничению оттока капитала могут обеспечивать условия аккумуляции ресурсов для осуществления внутренних инвестиций в развивающихся странах на начальных этапах либерализации финансового счета.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

На протяжении последних нескольких десятилетий отношение к политике регулирования потоков капитала значительно менялось. Контроль над движением капитала был ключевым элементом Бреттон-вудского международного финансового порядка. Данный режим просуществовал почти тридцать лет с 1944 г. до середины 70-х гг., и на протяжении этого срока использование ограничений по счету капитала считалось необходимым условием для реализации макроэкономической политики. После упразднения Бреттон-вудского режима происходило постепенное изменение представлений о роли ограничительных мер, и к середине 1990-х отношение к ним сменилось на противоположное. Барьеры для трансграничных финансовых операций стали рассматриваться как нежелательные, поскольку они препятствовали перемещению капитала в те страны, где он мог использоваться с большей отдачей. Согласно позиции МВФ, изложенной в 1989 г. в т.н. «Вашингтонском консенсусе», однозначно нежелательными представлялись только ограничения для прямых иностранных инвестиций, а уже в 1998 г. первый заместитель директора МВФ С. Фишер высказался за движение к полной либерализации международных финансовых операций. Параллельно с этим как в развитых странах, так и в странах с формирующимися рынками, шел процесс постепенного снятия ограничений по счету капитала. При этом снятие ограничений на операции с капиталом происходило одновременно со стремительным развитием финансовых инноваций, значительно облегчивших трансграничные операции с капиталом.

Существенный пересмотр представлений о необходимости либерализации потоков капитала произошел после кризиса 2007-09 г., когда стало очевидно, что необходимо уделять особое внимание устойчивости финансового сектора, а в условиях формирующихся рынков это может потребовать регулирования операций с капиталом, т.к. волатильные потоки капитала являются важнейшим фактором нестабильности. В 2012 г. МВФ представил доклад, где предложил свое понимание политики регулирования финансового сектора (т.н. «институциональный подход»), направленной на повышение его стабильности (т.н. макропруденциальной политики). В докладе явно указывается на возможность использования ограничений по счету капитала, а требования к его либерализации в значительной степени смягчены. Таким образом, сегодня отношение к ограничениям по счету капитала гораздо менее критическое, чем еще 15 лет назад. Заметим, однако, что даже в тот период, когда МВФ рекомендовал

максимально дерегулировать потоки капитала, его позиция, тем не менее, допускала использование контроля над потоками капитала как макропруденциальной меры.

Опираясь на международный опыт использования ограничений по счету капитала, можно выделить два основных мотива введения ограничений: обеспечение возможности реализации суверенной монетарной политики при сохранении фиксированного курса и поддержание финансовой стабильности в условиях волатильных потоков капитала.

Первый мотив непосредственно связан с т.н. «трилеммой денежной политики», согласно которой центральный банк может сочетать независимую денежную политику и режим фиксированного курса только в том случае, когда мобильность капитала ограничена. Именно эта логика лежала в основе использования контроля над движением капитала в рамках Бреттон-вудского режима. Отметим, что развивающиеся страны, как правило, используют ограничения по счету капитала с целью обеспечить эффективность внутренней монетарной политики. Главная причина, по которой они поддерживают режим фиксированного курса, состоит в том, что использование обменного курса как номинального якоря является для них практически единственным способом обеспечить доверие к денежной политике со стороны экономических агентов. Фиксация обменного курса дает четкий сигнал о том, что политика центрального банка не будет слишком мягкой и проинфляционной. В такой ситуации девальвация, даже контролируемая, может разрушить это доверие, привести к росту инфляционных ожиданий и дестабилизировать монетарную сферу. Помимо этого, волатильность свободно плавающего курса несет существенные риски для международной торговли, а также делает затруднительным контроль над инфляцией с учетом эффекта переноса изменения обменного курса в инфляцию. Следствием этого стал феномен «боязни свободного плавания», широко распространенный среди развивающихся стран и выражающийся в том, что денежные власти предпочитают поддерживать де-факто фиксированные обменные курсы, даже если официально это не признается.

В теории ограничения операций по счету капитала позволяют проводить суверенную политику при фиксированном обменном курсе, однако эмпирические наблюдения свидетельствуют, что обеспечить эффективный контроль над движением капитала, как правило, не удастся. Зачастую введение мер, препятствующих притоку капитала, происходит, когда возникает значительная разница между внутренней и мировой ставками. Приток капитала оказывает укрепляющее давление на курс, и в такой ситуации денежные власти могут либо допустить удорожание национальной валюты с последующим ростом импорта и падением экспорта, либо сохранить

фиксированный курс, эмитируя национальную валюту под выкуп иностранной, и тем самым спровоцировать инфляционный всплеск и укрепление валюты в реальном выражении. Теоретически, введение ограничений по счету капитала позволяет избежать этого трудного выбора, просто поставив заслон на пути «горячих денег». Но наблюдения показывают, что такая политика неэффективна, поскольку иностранным инвесторам удается обойти барьеры. Опыт Чили (1991-1997 гг.), Малайзии (1994 г.), Таиланда (1995-1996 гг.), Бразилии (1993-1997 гг.), проводивших политику высоких ставок и установивших ограничения с целью предотвратить приток капитала, показывает, что после введения ограничений объем внешних финансовых инвестиций не сократился, и странам не удалось избежать существенного укрепления национальной валюты и ослабления торгового баланса.

Второй мотив введения ограничительных мер объясняется стремлением поддержать устойчивость финансового сектора. Финансирование долгосрочных инвестиционных проектов за счет коротких внешних кредитов, номинированных в иностранной валюте, делает банковский сектор очень уязвимым. Волна оттока капитала, сопровождающаяся девальвацией, может поставить весь банковский сектор на грань банкротства. Азиатский кризис конца 90-х и глобальный финансовый кризис 2007-09 годов дают примеры ситуаций, когда коллапс финансового сектора в ряде стран возникал именно по причине внезапного оттока капитала. Чтобы предотвратить подобный кризис, нужно поддерживать устойчивость финансового сектора и противодействовать накоплению дисбалансов за счет соответствующего макропруденциального регулирования. Контроль над операциями с капиталом является одним из инструментов такого регулирования, и его функция состоит в том, чтобы селективно ограничивать финансовые транзакции, несущие потенциальную угрозу стабильности финансового сектора. Другими словами, задача такой политики состоит в изменении структуры притока капитала за счет увеличения доли менее опасных долгосрочных кредитов и кредитов в национальной валюте. Международный опыт свидетельствует о том, что подобная политика имела определенный успех (Чили (1991-1997 гг.), Бразилия (1993-1997 гг.), Таиланда (1995-1996 гг.)). Хотя полностью избежать кризисных явлений этим странам не удалось, структура притока капитала была заметным образом изменена, т.е. политика отчасти достигла своей цели, ведь в отсутствии этих мер кризис оказался бы острее.

Примерами успешной реализации политики ограничений на потоки капитала, в том числе с целью поддержания макроэкономической и финансовой стабильности, является практика перманентных ограничений Индии и Китая. Данным странам

удалось избежать финансового заражения в продолжение азиатского кризиса 1998 г. и мирового финансового кризиса 2007-09 годов и сохранить высокие темпы экономического роста. Успешность политики Китая обычно связывают, во-первых, с высокими барьерами административного характера, которые делают внутренний рынок обособленным от мирового, а во-вторых с тем, что ограничения действовали всегда, т.е. финансовый рынок изначально развивался как изолированный. Кроме того, денежным властям Китая удавалось удерживать реальный курс национальной валюты от укрепления за счет эффективной стерилизации эмиссии в национальной валюте вследствие бурного развития внутреннего финансового рынка, большой номер сбережений населения и административных мер контроля. Фактором успешности политики Индии является наличие плавающего обменного курса, который абсорбирует изменения внешних условий, а также гибкость и адресность политики введения ограничений.

Для экономической теории тема макропруденциальной политики является достаточно новой, поэтому существует не так много работ, где анализируется роль контроля над движением капитала как фактора финансовой стабильности. Однако, в тех нескольких исследованиях, где эта тема освещается, подчеркивается, что регулирование потоков капитала, во-первых, может иметь полезный эффект, а во-вторых, этот эффект достигается за счет сокращения дисбалансов между валютной и временной структурой активов и пассивов финансового сектора.

Одним из типичных случаев использования ограничений на операции с капиталом для обеспечения финансовой стабильности является ситуация, когда ограничения вводилось с целью предотвращения полного коллапса финансового сектора в разгар кризиса, когда иностранные инвесторы уже начали активно выводить средства. Чтобы минимизировать потери, власти применяли жесткое ограничение на вывод средств (Малайзии (1997-1999 гг.), Исландия (2008-2011 гг.), Кипр (2013-2015 гг.)). Исходя из международного опыта можно говорить об относительной эффективности такой политики, поскольку в конечном итоге, несмотря на тяжелые последствия кризиса, экономика быстро восстанавливалась, а финансовый сектор возвращался к нормальному состоянию.

Таким образом, проведенный анализ теоретических предпосылок и практического опыта использования ограничений на операции с капиталом говорит о том, что у России в настоящий момент отсутствует мотив введения ограничений, связанный с обеспечением суверенности монетарной политики при фиксированном курсе, поскольку в 2014 г. валютный коридор был отменен, и Россия перешла к режиму плавающего курса. Дополнительным аргументом против использования ограничений

является наблюдаемая низкая эффективность таких мер. В то же время Россия, как и другие страны с формирующимися рынками, не обладает сильным и развитым финансовым сектором, поэтому волатильные потоки капитала несут для нее заметные риски. Таким образом, в России необходимо развивать макропруденциальное регулирование, обеспечивающее устойчивость финансового сектора, вспомогательным элементом которого могут быть точечные ограничения на нежелательные потоки капитала, например, на значительные внешние заимствования компаний с государственным участием.

Список использованных источников

- Obstfeld M. R.K.S. Foundations of international macroeconomics. Cambridge, MA: MIT press, 1996.
- Tamirisa N., "Exchange and Capital Controls as Barriers to Trade," *IMF Staff Papers*, 1999. pp. 69-88.
- Obstfeld M. T.A.M., "The great depression as a watershed: international capital mobility over the long run," No. w5960, 1997.
- A. C.G., "Capital Flows and Capital-Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops," *Journal of Applied Economics*, 1998. pp. 35-54.
- OECD, "International Capital Mobility: Structural Policies to Reduce Financial Fragility?," *OECD Economics Department Policy Notes*, 2012.
- IMF, "The Liberalization and Management of Capital Flows - An Institutional View," *Policy papers*, 2012.
- IMF. Balance of Payments Manual. Washington: International Monetary Fund, 1993.
- IMF. Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions. Washington: International Monetary Fund, 2014.
- Prasad E. R.R..S.A., "The Paradox of Capital," *Finance and development*, 2007.
- R. L., "Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries?," *The American Economic Review*. – , 1990. pp. 92-96.
- Alfaro L. K.O.S..V.V., "Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries? An Empirical Investigation," *The Review of Economics and Statistics*, 2008. pp. 347-368.
- Gertler M. R.K., "Developing country borrowing and domestic wealth," *National Bureau of Economic Research Working Paper*, 1989. P. w2887.
- Reinhart C. M. R.K.S., "Serial default and the "paradox" of rich to poor capital flows," *American Economic Review*, 2004. pp. 53-59.
- Reinhart C. M. R.K.S..S.M.A., "Debt intolerance," *National Bureau of Economic Research Working Paper*, 2003. P. w9908.
- Eaton J. G.M., "Debt with potential repudiation: Theoretical and empirical analysis," *The Review of Economic Studies*, 1981. pp. 289-309.
- Alesina A. T.G., "External debt, capital flight and political risk," *Journal of International Economics*, 1989. pp. 199-220.
- Tornell A. V.A., "The Tragedy of the Commons and Economic Growth: Why Does Capital Flow from Poor to Rich Countries?," *Journal of Political Economy*, 1992. pp. 1208-1231.
- Bartolini L. D.A., "Capital-Account Liberalization as a Signal," *The American Economic Review*, 1997. pp. 138-154.
- D. Q., "The correlates of change in international financial regulation," *American Political Science Review*, 1997. pp. 531-551.

- Levine R. Z.S., "Capital control liberalization and stock market development,"
0. *World Development*, 1998. pp. 1169-1183.
- Levine R. Z.S., "Stock markets, banks, and economic growth," *American*
1. *economic review*, 1998. pp. 537-558.
- Klein M. W. O.G.P., "Capital account liberalization, financial depth, and
2. economic growth," *Journal of International Money and Finance*, 2008. pp. 861-875.
- S. E., "Capital Mobility and Economic Performance: Are Emerging
3. Economies Different?," *NBER Working Paper*, 2001. P. w8076.
- Chinn, M. D., Ito, H. , "What Matters for Financial Development?
4. CapitalControls, Institutions, and Interaction," *Journal of Development Economics*,
Vol. 81, No. 1, October 2006. pp. 163-192.
- A. C., "The influence of capital controls on long run growth: Where and how
5. much?," *Journal of Development Economics*, 2005. pp. 441-466.
- Arteta C. E.B..W.C., "When does capital account liberalization help more than
6. it hurts?," *National bureau of economic research*, 2001. P. w8414.
- A. K. In Search of the Macroeconomic Effects of Capital Account
7. Liberalization. 1998.
- E. S.J., "Capital market liberalization, economic growth, and instability,"
8. *World development*, 2000. pp. 1075-1086.
- Alesina A. G.V..M.F.G.M., "The political economy of capital controls,"
9. *National Bureau of Economic Research Working Paper*, 1993. P. w4353.
- Grilli V. M.F.G.M., "Economic Effects and Structural Determinants of Capital
0. Controls," *Staff Papers-International Monetary Fund*, 1995. pp. 517-551.
- B. H.P., "Capital Account Liberalization: Theory, Evidence, and Speculation,"
1. *Journal of Economic Literature*, 2007. P. 887.
- P. D.M., "A survey of academic literature on controls over international
2. capital transactions," *National Bureau of Economic Research Working paper*, 1995.
P. w5352.
- Magud N. R.C.M., "Capital controls: an evaluation," *National Bureau of*
3. *Economic Research Working paper*, 2006. P. w11973.
- A. M.R., "Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible
4. exchange rates," *Canadian Journal of Economics and Political Science*, 1963. pp.
475-485.
- M. F.J., "Domestic Financial Policies under Fixed and under Floating
5. Exchange Rates," *Staff Papers-International Monetary Fund*, 1962. pp. 369-380.
- R. A., "Writing the rules of global finance: France, Europe, and capital
6. liberalization," *Review of International Political Economy*, 2006. pp. 1-27.
- D. B.M., "The Bretton Woods International Monetary System: An Historical
7. Overview," *National Bureau of Economic Research Working paper*, 1992. P. w4033.
- Obstfeld M. R.K., "The Mirage of Fixed Exchange Rates," *The Journal of*
8. *Economic Perspectives*, 1995. pp. 73-96.
- Calvo G. A. R.C.M., "Fear of Floating," *The Quarterly Journal of Economics*,
9. 2002. pp. 379-408.
- M. R.C., "The mirage of floating exchange rates," *American Economic*
0. *Review*, 2000. pp. 65-70.

- Magud N. E. R.C.M..V.E.R., "Capital inflows, exchange rate flexibility and credit booms," *Review of Development Economics*, 2014. pp. 415-430.
- Magud N. E. V.E.R., "Exchange rate flexibility and credit during capital inflow reversals: Purgatory... not paradise," *Journal of International Money and Finance*, 2015. pp. 88-110.
- Ghosh A. R. O.J.D..Q.M.S., "Exchange rate management and crisis susceptibility: A reassessment," *IMF Economic Review*, 2015. pp. 238-276.
- Rogoff R..A.H.A.M.R.B.N.O., "Evolution and Performance of Exchange Rate Regimes," *IMF Occasional Paper*, 2004.
- R. L.P., "Capital Flows in the Euro Area," *CEPR Discussion Paper*, 2013. P. DP9493.
- Flood R. P. G.P.M., "Collapsing exchange-rate regimes: some linear examples," *Journal of international Economics*, 1984. pp. 1-13.
- P. K., "A model of balance-of-payments crises," *Journal of money, credit and banking*, 1979. pp. 311-325.
- M. O., "Capital controls, the dual exchange rate, and devaluation," *Journal of International Economics*, 1986. pp. 1-20.
- Dellas H. S.A., "Self-fulfilling expectations, speculative attack, and capital controls," *Journal of Money, Credit and Banking*, 1993. pp. 721-730.
- R. D., "A primer on emerging market crises," *National Bureau of Economic Research*, 2001. P. w8326.
- Diamond D. W. D.P.H., "Bank runs, deposit insurance, and liquidity," *The journal of political economy*, 1983. pp. 401-419.
- Chang R. V.A., "Financial fragility and the exchange rate regime," *Journal of economic theory*, 2000. pp. 1-34.
- Radelet S. S.J., "The onset of the East Asian financial crisis," *National bureau of economic research Working paper*, 1998. P. w6680.
- V. B.A., "A simple model of herd behavior," *The Quarterly Journal of Economics*, 1992. pp. 797-817.
- Scharfstein D. S. S.J.C., "Herd behavior and investment," *The American Economic Review*, 1990. pp. 465-479.
- Calvo G. A. M.E.G., "Rational contagion and the globalization of securities markets," *Journal of international economics*, 2000. pp. 79-113.
- Eichengreen B. H.R..P.U. Currency mismatches, debt intolerance, and the original sin: Why they are not the same and why it matters // In: Capital controls and capital flows in emerging economies: Policies, practices and consequences / Ed. by Eichengreen B. H.R..P.U. Chicago: University of Chicago Press, 2007. pp. 121-170.
- P. K. Balance sheets, the transfer problem, and financial crises. Springer Netherlands, 1999.
- Goldstein M. T.P. Controlling currency mismatches in emerging markets. Peterson Institute Press, 2004.
- Reinhart C. M. R.K. This time is different: eight centuries of financial folly. Princeton university press, 2009.
- OECD, "International Capital Mobility: Structural Policies to Reduce Financial Fragility?," *OECD Economics Department Policy Notes*, 2012.

- Durdu C. B. M.E.G..T.M.E., "Precautionary demand for foreign assets in
2. Sudden Stop economies: An assessment of the New Mercantilism," *Journal of development Economics*, 2009. pp. 194-209.
- J. T., "A proposal for international monetary reform," *Eastern economic*
3. *journal*, 1978. pp. 153-159.
- Eichengreen B. T.J..W.C., "Two cases for sand in the wheels of international
4. finance," *The Economic Journal*, 1995. pp. 162-172.
- A. K., "The new economics of prudential capital controls: A research agenda,"
5. *IMF Economic Review*, 2011. pp. 523-561.
- J. B., "Overborrowing and Systemic Externalities in the Business Cycle //,"
6. *The American Economic Review*, 2011. pp. 3400-3426.
- Bianchi J. M.E.G., "Overborrowing, Financial Crises and 'Macro-
7. Prudential'Policy?," *IMF Working Papers*, 2011. pp. 1-53.
- I. M.R. Money and Capital in Economic Development. Washington, D.C.:
8. Brookings Institution, 1973.
- O. S., "Macroeconomic effects of a tax on bond interest rates," *Journal of*
9. *Money, Credit and Banking*, 1991. pp. 352-366.
- Aizenman J. G.P.E., "Capital controls, collection costs and domestic public
0. debt," *Journal of International Money and Finance*, 1994. pp. 41-54.
- Razin A. S.E., "Efficient investment incentives in the presence of capital
1. flight," *Journal of International Economics*, 1991. pp. 171-181.
- Giovannini A. D.M.M., "Government revenue from financial repression," *The*
2. *American Economic Review*, 1993. P. 953.
- Dooley M. P. F.D..G.P., "The revived bretton woods system ," *International*
3. *Journal of Finance & Economics*, 2004. pp. 307-313.
- Calvo G. A. R.C.M..V.C.A., "Targeting the real exchange rate: theory and
4. evidence," *Journal of Development Economics*, 1995. pp. 97-133.
- Borensztein E. D.G.J..L.J.W., "How does foreign direct investment affect
5. economic growth?," *Journal of International Economics*, 1998. pp. 115-135.
- S. G.S., "Measures Of Restrictions On Inward Foreign Direct Investment For
6. OECD Countries," *OECD Economic Studies*, 2003. P. 88.
- Graham E. M. K.P. Foreign Direct Investment in the United States. Peterson
7. Institute Press, 1995.
- D. R. The globalization paradox: democracy and the future of the world
8. economy. New York. 2011.
- Ostry J. G.A..H.K..C.M..Q.M..R.D. Capital Inflows: The Role of Controls.
9. Washinton, D.C.: International Monetary Fund, 2010.
- Ostry J.D..G.A..C.M..Q.M.S., "Capital Controls: When and Why?," *IMF*
0. *Economic Review*, 2011.
- M. O., "Trilemmas and trade-offs: living with financial globalisation," 2011.
- 1.
- J. N.C., "An introduction to capital controls," *Federal Reserve Bank of St.*
2. *Louis Review*, 1999.
- Eichengreen B. R.A., "Capital controls in the 21st century," *Journal of*

3. *International Money and Finance*, 2014. pp. 1-16.
S. E., "How Effective Are Capital Controls?," *Journal of Economic Perspectives*, 1999. pp. 65-84.
4. S. F. Capital Account Liberalization and the Role of the IMF // Conference on Development of Securities Markets in Emerging Markets. Hong Kong. 1997.
5. R. D., "The EMS, The Dollar and the Yen," *CEPR Discussion Papers*, 1987.
6. Barry J., Tamirisia N., "Why do Countries Use Capital Controls?," ,," *International Monetary Fund Working Paper*, Vol. 98, No. 181, December 1998.
7. Mody, A., Murshid, A. P., "Growing up with capital flows," *Journal of International Economics*, No. 65, 2005. pp. 249–266.
8. Chikako, B., Kokenyne, A., "Effectiveness of Capital Controls in Selected Emerging Markets in the 2000s," *IMF Working Paper*, No. 11/281.
9. José D., "Capital Controls and Foreign Exchange Market Intervention in Colombia," *BIS Paper* , No. 23, May 2005. pp. 128–40.
0. Edwards, S., Garcia, P., "Financial Markets Volatility and Performance in Emerging Markets," *NBER Books, National Bureau of Economic Research*, No. 05-1, May 2008.
1. Moghadam R., "Recent Experiences in Managing Capital Inflows—Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework," *IMF Working Paper*, February 2011.
2. Kaminsky, G. L., Schmukler, S. L., "Short-Run Pain, Long-run Gain: The Effects of Financial Liberalization," *NBER Working Paper* , Vol. 9787, 2002.
3. Harrison A., "Global Capital Flows and Financing Constraints," *Journal of Development Economics*, Vol. 75, No. 1, 2004. pp. 269-301.
4. Forbes K., "One cost of the Chilean capital controls: increased financial constraints for smaller traded firms," *Journal of International Economics*, , Vol. 71, No. 2, 2007. pp. 294-323.
5. Mr. Akira Ariyoshi, Mr. Andrei Kirilenko, Ms. Inci Ötoker, Mr. Bernard Laurens, Mr. Jorge Iván Canales Kriljenko, Mr. Karl Friedrich Habermeier. Capital Controls: Country Experiences with Their Use and Liberalization. International Monetary Fund, 2000.
6. Ostry, J. D., Ghosh, A., "Capital Inflows: The Role of Controls ," *IMF Staff Position Note*, 2010.
7. Johnson J., Mitton, T. , "Cronyism and Capital Controls: The Case of Malaysia," *Journal of Financial Economics*, 2003.
8. Didier, T., Garcia. M., "Very High Interest Rates in Brazil and the Cousin Risks: Brazil During the Real Plan," *Pesquisa e Planejamento Econômico*, Vol. 33, No. 2, 2003.
9. Garcia., M., Valpassos., M., "Capital Flows, Capital Controls and Currency Crisis: The Case of Brazil in the Nineties," *TEXTO PARA DISCUSSÃO*, No. 389, November 1998.
00. Cardoso, E., I. Goldfajn, "Capital Flows to Brazil: The Endogeneity of Capital Controls," *IMF Staff Papers*, Vol. 45, No. 1. pp. 161–202.
01. Cardoso, E., Goldfajn, I. , "Capital Flows to Brazil: The Endogeneity of

02. Capital Controls," *IMF Staff Papers*, Vol. 45, No. 1, 1998. pp. 161–202.
- Baba, C., A. Kokenyne, "Capital Controls and Prudential Measures: Emerging
03. Markets' Experiences with Managing Capital Inflows," *unpublished; Washington D.C.: International Monetary Fund*.
- Ostry, J. D., Ghosh, A., , "Tools for managing financial-stability risks from
04. capital inflows," *Journal of International Economics*, Vol. 88, No. 2, 2012. pp. 407-421.
- Chamon, M., Garcia, M.1, "Capital Controls in Brazil: Effective?," *Capital*
05. *Controls In Brazil: Effective?*, September 2015.
- Marcos C., "Capital Controls in Brazil: Effective? ," *Dep. of Economía*, Vol.
06. Rio de Janeiro , 2013.
- Иванова, Н., Синяков, А. , "Укрепление реального валютного курса
07. бразильского реала: уроки для России и других развивающихся стран?," *ЦЕНТР МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИХ ИССЛЕДОВАНИЙ*, май 2013.
- Jomo K.S., "Capital Controls: The experience of Malaysia," *World*
08. *Economics*, Vol. 3, No. 1, January–March 2002.
- Edison H., C., Reinhart , "Capital controls during financial crises: the case of
09. Malaysia and Thailand," *International Finance Working Paper*, No. 662, March 2000 2000.
- Kaplan, E., Rodrik D., "Did the Malaysian Capital Controls Work? Preventing
10. Currency Crises in Emerging Markets," *Edwards and Frankel*, 2002.
- "Годовой отчет Банка России," 1998.
- 11.
- "Iceland: Ex Post Evaluation of Exceptional Access Under the 2008 Stand-by
12. Arrangement," *IMF Country Report No. 12/91*, April 2012.
- Hutchison, M., J. Kendall, G. Pasricha, N. Singh, "Indian Capital Control
13. Liberalization: Evidence from NDF Markets," *National Institute of Public Finance and Policy Working Paper* , No. 2009-60., 2010.
- Hutchison, M., Pasricha, R., Singh. N., "Effectiveness of Capital Controls in
14. India: Evidence from the Offshore NDF Market," *IMF Economic Review*, Vol. 60, No. 3, 2012.
- Narendra J., "Capital Account Liberalisation: The Indian Experience,"
15. www.imf.org/external/np/apd/seminars/2003/newdelhi/jadhav.pdf, 2003.
- Patnaik, I., A. Shah, "Did the Indian Capital Controls Work as a Tool of
16. Macroeconomic Policy?," *NIPFP Working Paper*, 2011. pp. 2011-87.
- Patnaik, I., A. Shah, "Why India Choked When Lehman Broke," *India Policy*
17. *Forum*, Vol. New Delhi: NCAER and Brookings Institution, No. 6, 2010.
- Zheng S., K., Storesletten, F., Zilibotti, "Growing (with Capital Controls) like
18. China," *IMF Economic Review*, Vol. 62, No. 3, 2014.
- Guonan M., R., McCauley, "Do China's capital controls still bind?
19. Implications for monetary autonomy and capital liberalisation," *BIS Working Papers*, No. 233, August 2007.
- Dong, H., H., Wang, "Dual-Track Interest Rates and the Conduct of Monetary
20. Policy in China," *China Economic Review*, Vol. 4, No. 23, 2012. pp. 928–947.
- Cheung, Y. W., Chinn, M. D., Fujii, E., "Chinese economies in global context:

21. the integration process and its determinants," *Journal of the Japanese and International Economies*, 2003.
Geiger M., "Monetary Policy in China (1994–2004): Targets, Instruments and
22. Their Effectiveness," *Wurzburg Economic Papers*, No. 68, 2006.
Lorenzo, C., G., Ferrucci, "The Sustainability of China's Exchange Rate
23. Policy and Capital Account Liberalization," *European Central Bank Occasional Paper*, No. 82, 2008.
David A., "Are Price-Based Capital Account Regulations Effective in
24. Developing Countries?," *World Bank Policy Research Paper Working Paper*, Vol. 4175, March 2007.
Edwards, S., Rigobon, R., "Capital Controls on Inflows, Exchange Rate
25. Volatility and External Vulnerability," *Journal of International Economics*, Vol. 78, No. 2, 2009. pp. 256-67.
26. Lements, B. J., Herman, K. , "Are Capital Controls Effective in the 21st Century? The Recent Experience of Colombia ," *IMF Working Papers*, Februar 2009. pp. 1-25.
Soyoung, K., Yang, D., "Are Capital Controls Effective? The Case of the
27. Republic of Korea," *Asian Development Review*, Vol. 29, No. 2, December 2012. pp. 96-135.
Juthathip J., Archanun, K., "Effectiveness of Capital Controls: Evidence from
28. Thailand," *Asian Development Review*, Vol. 29, No. 2, December 2012. pp. 50-93.
Schindler M., "Measuring Financial Integration: A New Data Set," *IMF Staff*
29. *Papers*, Vol. 56, No. 1, 2009. pp. 222–38.
Klein M., "Capital controls: Gates versus Walls ," *NBER Working Paper*, No.
30. 18526, 2012.
de Gregório, J., Edwards, S., Valdés, R. , "Controls on Capital Inflows: Do
31. They Work?," *Journal of Development Economics*, Vol. 63, No. 1, 2000. pp. 59-83.
Kim, S., Sunghyung H., "Macroeconomic Effects of Capital Account
32. Liberalization: The Case of [Republic of] Korea.," *Review of Development Economics*, Vol. 8(4), No. 6, 2004. pp. 624–639.
Areendam C., "The Influence of Capital Controls on Long Run Growth:
33. Where and How Much?," *Mimeograph, North Carolina State University*, September 2003.
Kose, M. A., Prasad E. , Rogoff, K., Wei, S. J. , "Financial Globalization: A
34. Reappraisal," *IMF Working Paper*, Vol. 06, No. 189, 2006.
"Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions," IMF,
35. 2013.
ostroy,.
36.
Forbes, K., M., Fratzscher, T., Kostka, R., Straub, "Bubble Thy Neighbor:
37. Direct and Spillover Effects of Capital Controls," *12th Jacques Polak Annual Research Conference*, November 2011.
Clements, B., H., Kamil, "Are Capital Controls Effective in the 21st Century?
38. The Recent Experience of Colombia," *IMF Working Paper* , No. 09/30, 2009.
Klein M., "Capital Controls: Gates versus Walls," *Brookings Papers on*

39. *Economic Activity*, Vol. 2, No. 45, 2012. pp. 317-367.