



Ограничения на либерализацию счета операций с капиталом

М. Эйхан Коуз и Ишвар Прасад

ЧЕМ объясняется резкий прирост трансграничных потоков капитала в последние два десятилетия? Значительная его часть обусловлена либерализацией счета операций с капиталом. Но при том что увеличение этих потоков с середины 1980-х годов — как между промышленно развитыми странами, так и из промышленно развитых стран в развивающиеся — было связано с определенными выгодами, оно также сыграло роль в некоторых финансовых кризисах. В этой связи возникает ряд фундаментальных вопросов. Почему многие развивающиеся страны последовали примеру развитых стран и приступили к либерализации счета операций с капиталом несмотря на риски, и действительно ли она является источником всех проблем, как представляется некоторым антиглобалистам?

Что представляет собой счет операций с капиталом?

Счет операций с капиталом в платежном балансе страны охватывает различные финансовые потоки — в первую очередь прямые иностранные инвестиции (ПИИ), потоки портфельных инвестиций (в том числе в инструменты участия в капитале) и банковские займы, — общей чертой которых является приобретение активов в одной стране резидентами другой страны. В принципе эти потоки можно регулировать, налагая ограничения на потоки, проходящие по официальным каналам.

В широком определении либерализацией счета операций с капиталом называется ослабление ограничений на движение капитала через границы страны. Предполагается, что это приводит к повышению степени финансовой интеграции с глобальной экономикой благодаря увеличению объема притоков и оттоков капитала.

Однако существует значительное различие между финансовой интеграцией в теории и на практике. Некоторым странам, например, в Латинской Америке в 1970-е и 1980-е годы, оказалось трудно ограничить оттоки капитала во времена экономических потрясений, несмотря на явно широко распространенные меры контроля. Наоборот, многие развивающиеся страны, в том числе ряд стран Африки, не применяют значительных мер контроля, однако притоки капитала в них минимальны.

Это указывает также на трудности, возникающие при оценке мер контроля за капиталом, и, как следствие, на степень предпринятой либерализации счета операций с капиталом. МВФ (в сферу компетенции которого входят ограничения на счет текущих операций, но не на счет операций с капиталом) ведет детальный учет ограничений на счет операций с капиталом в государствах-членах. Однако даже эти данные дают возможность составить в лучшем случае весьма приблизительные оценки, поскольку они не позволяют измерить интенсивность или эффективность мер контроля за капиталом.

Почему необходим контроль за потоками капитала?

Меры контроля за счетом операций с капиталом представляют собой попытку страны оградить себя от рисков, связан-

ных с колебаниями международных потоков капитала. Меры контроля за капиталом приобретают особое значение в контексте режима фиксированных валютных курсов. Поддержание такого режима может затрудняться ничем не ограниченными потоками капитала. Это — одна из причин, в силу которых даже промышленно развитые страны имели относительно закрытые счета операций с капиталом в рамках Бреттонвудской системы фиксированных валютных курсов, которая действовала с конца Второй мировой войны до 1973 года.

Разумеется, могут существовать и другие причины для поддержания контроля за притоками или оттоками капитала. Например, если в стране с непрочной банковской системой населению разрешено свободно инвестировать средства за границей, это может вызвать «бегство» внутренних сбережений и поставить под угрозу жизнеспособность банковской системы. А когда страна подвергается негативному макроэкономическому шоку, краткосрочные притоки капитала могут быстро обратиться вспять, что усилит макроэкономические последствия шока.

Некоторые развивающиеся страны также используют контроль за капиталом для поддержания более стабильной структуры притоков капитала, например, в форме ПИИ. Страны отдают предпочтение ПИИ, в частности, из-за того, что такие инвестиции обычно связаны с относительно долгосрочными потоками, которые не подвержены быстрым перепадам из-за изменений в настроениях инвесторов. Кроме того, некоторые страны используют выборочные меры контроля за капиталом в попытке стимулировать сдвиг в структуре притоков капитала от более краткосрочных к более долгосрочным — например, в Чили это достигается путем косвенного налогообложения капитала, вывозимого из страны менее чем через год.

Стимулы к либерализации

Теоретически либерализация счета операций с капиталом должна создавать возможность для более эффективного глобального распределения капитала между промышленно развитыми странами, накопившими большой объем капитала, и развивающимися странами, слабо обеспеченными капиталом. Такое распределение должно приносить всем странам выгоды благодаря увеличению нормы прибыли от сбережений населения в промышленно развитых странах и повышению темпов экономического роста, возможностей для трудоустройства и жизненного уровня в развивающихся странах.

Доступ к рынкам капитала должен позволить странам в определенной степени «застраховаться» от колебаний своего национального дохода, с тем чтобы обеспечить относительно менее изменчивый уровень национального потребления. Поскольку благоприятные и трудные времена в разных странах наступают в разное время, потоки капитала могут до некоторой степени нейтрализовать изменчивость собственных национальных доходов стран.

Либерализацию счета операций с капиталом можно также интерпретировать как свидетельство приверженности страны надлежащим мерам экономической политики. Для страны

с открытым счетом операций с капиталом предполагаемое ухудшение условий экономической политики может вызвать негативную реакцию со стороны внутренних и иностранных инвесторов, которые могут внезапно вывезти капитал из страны. Это усиливает стимулы директивных органов к принятию и проведению взвешенной политики, что приносит очевидные выгоды с точки зрения долгосрочного экономического роста. Оттоки, являющиеся следствием либерализации, должны также облегчать передачу иностранных технологий и навыков управления и поощрять конкуренцию и развитие финансовых рынков, способствуя экономическому росту.

О чем говорят фактические данные?

Факты, однако, не столь радужны, как теория. Хотя страны с формирующимся рынком, которые либерализовали свой счет операций с капиталом, как правило, имеют в среднем более высокие темпы роста, чем те, которые не сделали этого, данная связь не означает наличия причинно-следственной зависимости. Статистический анализ показывает, что при устранении воздействий других факторов причинное воздействие либерализации операций с капиталом на темпы роста в лучшем случае является слабым.

Есть также определенные доказательства тому, что страны с формирующимся рынком не в состоянии эффективно использовать международные финансовые рынки для снижения изменчивости потребления. Действительно, финансовые кризисы, произошедшие в этих странах, были связаны с резким падением доходов и потребления. И очевидно, что доступ таких стран к международному рынку капитала носит в значительной степени проциклический характер. В благополучные времена международные инвесторы готовы предоставлять им кредиты, но в трудные времена они отступают, что увеличивает амплитуду колебаний во внутренней макроэкономике.

Оправдан ли риск, связанный с либерализацией? Ответ на этот вопрос, как и на многие подобные вопросы, неоднозначен. Либерализация счета операций с капиталом — явно не бесспорное благо, и она создает серьезные риски, если проводится в неблагоприятных условиях, особенно в отсутствие вспомогательных мер экономической политики.

Во многих странах за открытием счета операций с капиталом при сохранении режима фиксированного валютного курса, особенно если внутренняя макроэкономическая политика не соответствовала требованиям такого режима, следовал кризис. Представляется, что страны, которые сохраняли или лишь постепенно ослабляли контроль за капиталом, одновременно продвигаясь к более гибкому валютному режиму добивались в целом лучших результатов.

Проблему могут создавать и слабые макроэкономические детерминанты. Например, либерализация счета операций с капиталом может усугубить риски, связанные с неосмотрительной налогово-бюджетной политикой, из-за появления возможности для чрезмерного внешнего заимствования. Преждевременное открытие счета операций с капиталом также создает серьезные риски в условиях неадекватного финансового регулирования и надзора. При слабо регулируемой банковской системе и других искажениях внутренних рынков капитала притоки иностранного капитала могут распределяться неэффективно и создавать множество проблем.

Какие пути решения проблемы имеются у стран?

Хотя данные показывают, что открытие счета операций с капиталом сопряжено с рисками переходного периода, проти-

Меньше ограничений

Промышленно развитые страны отменяют меры контроля за операциями с капиталом, причем особенно значительная либерализация контроля за капиталом отмечается в развивающихся странах.

(доля стран, применяющих ограничения на операции с капиталом)



Источник: оценки сотрудников МВФ.

водействие либерализации в течение длительного времени может оказаться тщетным и неэффективным. По мере усиления глобализации странам становится все труднее сохранять закрытые счета операций с капиталом. Повышение открытости для международной торговли расширяет возможности обхода ограничений на операции с капиталом путем занижения и завышения сумм в документах о торговых операциях. А усложнение структуры инвесторов и глобальных финансовых рынков значительно облегчает движение капитала в разных обличьях.

Одна из возможных стратегий — принять риски и продвигаться вперед, по мере возможности регулируя эти риски. Руководством служат история и международный опыт. Взвешенная внутренняя экономическая политика и надежные институты, регулятивная основа, поддерживающая развитие сильного и эффективного финансового сектора, а также действенные системы и процедуры мониторинга потоков капитала значительно увеличивают вероятность того, что потоки капитала будут способствовать устойчивому экономическому росту.

Следует отметить, что выгоды от открытости счета операций с капиталом с точки зрения ускорения роста и снижения изменчивости представляются наиболее очевидными для промышленно развитых стран, которые обычно и имеют наиболее открытые счета операций с капиталом. Таким образом, каким бы противоречивым ни казался данный вывод, относительно более положительный опыт промышленно развитых стран означает, что для развивающихся стран решение заключается в увеличении, а не уменьшении финансовой интеграции. Однако только в том случае, если она проводится правильно. Возможно, важнее всего то, что во всех развитых и многих других странах открытые счета операций с капиталом в настоящее время принимаются как должное (см. рисунок): ни одна из стран, которые за последние десятилетия либерализовали свой счет операций с капиталом, не свернула с этого пути иначе как временно. ■

М. Эйхан Коуз — экономист в Исследовательском департаменте МВФ. Ишвар Прасад — начальник отдела в Департаменте стран Азиатско-тихоокеанского региона МВФ.

Настоящая статья основана на результатах анализа, представленных в издании IMF Occasional Paper 220, Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence (документ Непериодической серии МВФ № 220 «Последствия финансовой глобализации для развивающихся стран: некоторые эмпирические данные»), авторы Ишвар Прасад, Кеннет Рогофф, Шан-Цзинь Вэй и М. Эйхан Коуз (Вашингтон, 2003 год).