

Преобразование тигра

«Сладок мед, но жалит пчела»
— китайская пословица

ИНДИЯ приступила к либерализации счета операций с капиталом в рамках широкомасштабных экономических реформ, которые были предприняты в начале 1990-х годов и пришли на смену 40-летнему эксперименту с централизованным планированием развития. Отличительной чертой процесса реформ был постепенный, осторожный подход, включавший тщательное определение этапов и их последовательности для всей экономики. В результате Индия значительно отошла от существовавшего до 1991 года крайне ограничительного режима валютного контроля. С постепенной либерализацией прямых иностранных инвестиций (ПИИ) и иностранных портфельных инвестиций (ИПИ) рупия стала конвертируемой для иностранных инвесторов. Вместе с тем сохраняются определенные механизмы контроля, применяемые в различной степени в отношении иностранных и отечественных корпораций и физических лиц, причем для корпораций-резидентов установлен более либеральный режим, чем для физических лиц-резидентов.

В течение последних полутора десятилетий экономика Индии становилась все более открытой (см. таблицу 1), годовой темп экономического роста ускорился примерно до 9 процентов (см. таблицу 2), а инфляция с середины 1990-х годов была низкой и стабильной. Валютные резервы резко возросли до уровня свыше 180 млрд долларов — намного больше совокупного внешнего долга страны, — что в значительной мере было обусловлено притоком капитала, а не профицитом по счету текущих операций, и одновременно произошло укрепление финансового сектора, в том числе нормативной среды. Поэтапный подход страны к либерализации позволил ей выдержать несколько внешних шоков, в том числе кризис 1997–1998 годов в Азии.

В данной статье анализируется вопрос о том, как Индия регулировала процесс перехода к конвертируемости по счету операций с капиталом, и рассматривается опыт использования ее постепенного подхода.

Согласование теории и практики

Если учесть очевидные выгоды от либерализации счета операций с капиталом, то чем объясняется осторожность Индии при осуществлении этого процесса? Теоретически конвертируемость по счету операций с капиталом желательна по нескольким причинам. Во-первых, разумно предположить, что свободное движение капитала даст возможность эффективно распределять сбережения и направлять ресурсы туда, где они будут использоваться наиболее продуктивно. Во-вторых, она может стимулировать торговлю, позволяя странам сглаживать потребление. В-третьих, она может способствовать диверсификации портфелей и распределению рисков, что сокращает транзакционные издержки и увеличивает

прибыль. В-четвертых, она может принести выгоды за счет специализации финансовых услуг, создания стимулов для инноваций и повышения производительности.

Безусловно, она может иметь и отрицательные стороны. Перечисленные выгоды зависят от темпов либерализации торговли и услуг и эффективности рынков. Результатом асимметричности информации могут стать неэффективные рынки, негативный отбор, моральный риск и стадное поведение. В подобных условиях неограниченная либерализация счета операций с капиталом может повысить риски, приводящие к валютным и банковским кризисам. К тому же, при наличии искажений внутреннего рынка, например, неадекватных стимулов в форме торговых барьеров и дискриминационных гарантий и субсидий, финансовая глобализация может стать причиной снижения благосостояния.

Но несмотря на теоретические преимущества, экономистам оказалось сложно эмпирически показать, что либерализация счета операций с капиталом сама по себе приносит реальные выгоды. Несколько лет назад в комплексном базовом исследовании МВФ, где проводилось разграничение между либерализацией «де-юре» и «де-факто», был сделан вывод, что «сложно установить устойчивую причинно-следственную связь между степенью финансовой интеграции и показателями роста объ-

ема производства; ... имеется мало фактических свидетельств того, что финансовая интеграция помогла развивающимся странам более надежно стабилизировать колебания в росте потребления; ... и низкие или средние уровни финансовой интеграции могли обусловить подверженность некоторых стран более сильной изменчивости потребления» (Prasad and others, 2003). Вместе с тем в этой работе приводились свидетельства того, что после достижения некоторого порогового уровня финансовая интеграция может способствовать развитию финансового сектора, что будет сглаживать изменчивость внутренних макроэкономических условий.

Пороговый уровень, несмотря на сложность его определения, стал ключевым словом, подчеркивающим необходимость институционального строительства в развивающихся странах. В недавней работе, посвященной повторной оценке финансовой глобализации, те же авторы привели ряд частичных подтверждений точки зрения о том, что развивающиеся страны могут выиграть от финансовой глобализации, но со многими нюансами (Kose and others, 2006). Кроме традиционных каналов, выгоды также реализуются через широкий набор «сопутствующих выгод» — развитие финансового рынка, повышение эффективности институтов и управления и макроэкономическая дисциплина (см. статью на стр. 8 данного выпуска).

Практический опыт также подчеркивает необходимость осторожности. Большинство развитых стран провели либерализацию счета операций с капиталом сравнительно недавно и делали это постепенно на протяжении примерно двух десятилетий — с 1974 по 1994 год, сохраняя временные механизмы контроля на этапе либерализации. Некоторые страны, которые

Опыт использования постепенного подхода к введению конвертируемости по счету операций с капиталом в Индии

*Йага Венугопал Редди,
Управляющий Резервным
банком Индии*



в настоящее время относятся к группе стран с формирующимся рынком, приступили к либерализации счета операций с капиталом в начале 1980-х годов. В то время как одни страны этой группы столкнулись с проблемой управления нарастающим притоком капитала, другие пережили внезапное прекращение потоков и обращение их вспять, что привело к серии кризисов. В ответ на это отдельные страны изменили свою политику и вновь ввели некоторые ограничения на операции с капиталом.

В 1990-е годы финансовые кризисы в Бразилии, Восточной Азии, Мексике и России вывели одну из наиболее важных для стран с формирующимся рынком проблем — тот факт, что конвертируемость по счету операций с капиталом включает в себе потенциальную опасность валютных кризисов. В случае финансового кризиса в Восточной Азии обстоятельства разных стран различались, однако они во многом отражали существовавшие фундаментальные структурные проблемы, недостатки финансового сектора и низкое качество корпоративного управления. Стало очевидно, что взвешенная макроэкономическая политика, надлежащая институциональная основа, сопоставимые на международном уровне стандарты пруденциального регулирования и надзора, а также улучшение качества и более широкое раскрытие информации являются необходимыми предварительными условиями для уменьшения риска повторения таких кризисов в будущем. Стало понятно, что частичные и ошибочные реформы могут повышать неустойчивость и уязвимость финансовых систем по отношению к быстрому изменению направленности потоков капитала. В результате страны с формирующимся рынком, особенно в Восточной Азии, стали более внимательно подходить вопросу о согласовании либерализации операций с капиталом с соответствующей макроэкономической и курсовой политикой и политикой в отношении финансового сектора.

Вывод таков: исследования показали, что как в развитых странах, так и в странах с формирующимся рынком открытый счет операций с капиталом не обязательно должен означать ничем не ограниченную либерализацию счета операций с капиталом, и на практике некоторые механизмы контроля за операциями с капиталом и значительные пруденциальные нормативы согласуются с конвертируемостью по счету операций с капиталом.

Закладывая основы

Подход Индии тщательно обсуждался и планировался шаг за шагом. Каждый этап предварительно оценивался рядом комитетов. Общая основа была заложена в представленном в 1991 году докладе комитета высокого уровня по платежному балансу, возглавляемого д-ром Ч. Рангараджаном, бывшим управляющим Резервного банка Индии, а в настоящее время — председателем экономического консультативного совета при премьер-министре страны. Рекомендациями комитета были либерализация счета текущих операций, ведущая к конвертируемости по счету текущих операций; изменение структуры потоков капитала с переходом от потоков, приводящих к образованию долга, к потокам, не приводящим к образованию долга; жесткое регулирование внешних коммерческих заимствований, особенно краткосрочного долга; создание препятствий для изменчивых элементов потоков от индийцев-нерезидентов; постепенная либерализация оттоков средств;

а также снижение посреднической роли государства в потоках внешней помощи. Кроме того, комитет рекомендовал ввести режим обменного курса, определяемого рынком, подчеркнуть при этом необходимость ограничить дефицит счета текущих операций.

С 1997 года процесс либерализации направлялся рекомендациями доклада Комитета Тарапоре по конвертируемости операций с капиталом. Этот комитет определил несколько предварительных макроэкономических, институциональных и рыночных условий, необходимых для продвижения либерализации по счету операций с капиталом с точки зрения налогово-бюджетных, финансовых и инфляционных показателей. Он также составил план конкретных мер на трехлетний период. Представленная комитетом аналитическая основа в известном смысле предвосхищала риски, связанные с либерализацией счета операций с капиталом в условиях сохраняющейся слабости финансового сектора. Эта базовая основа в сочетании с чувствительностью к внутренним социально-политическим, а также глобальным изменениям, включая уроки нескольких кризисов в СФР, регламентировала процесс либерализации.

Хотя МВФ упрекали в том, что он побуждал страны с формирующимся рынком к слишком быстрой либерализации их счетов операций с капиталом (см. вставку), в случае Индии МВФ с самого начала поддерживал избранную правительством стратегию постепенных изменений. В начале 1990-х годов МВФ терпимо относился к временным ограничениям на текущие операции, но в феврале 1994 года указал, что при-

Таблица 1

Больше открытости

Основные показатели экономики Индии показывают воздействие нарастающей либерализации.

(В процентах ВВП)

	1990/91	1995/96	2000/01	2003/04	2004/05	2005/06
Торговля	14,6	21,5	22,4	24,3	29,3	32,9
Экспорт	5,8	9,1	9,9	11,0	12,2	13,2
Импорт	8,8	12,4	12,5	13,3	17,1	19,7
Торговля плюс услуги	17,2	25,7	29,1	31,6	39,5	45,3
Чистые потоки капитала (приток плюс отток)	12,1	12,5	21,6	22,4	24,3	32,7
Приток прямых иностранных инвестиций	0,03	0,6	0,9	0,7	0,9	1,0
Рыночная капитализация Бомбейской фондовой биржи на конец марта	16,0	44,3	27,4	43,5	54,7	85,6

Источник: Резервный банк Индии.

Таблица 2

Более устойчивое положение

После того как Индия ввела в действие программу реформ, темп роста ее экономики ускорился, инфляция была поставлена под контроль, а валютные резервы увеличились.

	1990/91	1995/96	2000/01	2003/04	2004/05	2005/06
(В процентах)						
Темпы роста реального ВВП	5,6	7,3	4,4	8,5	7,5	9,0
Общий уровень инфляции (на конец марта)	12,1	4,4	4,9	4,6	5,1	4,1
Отношение дефицита по счету текущих операций к ВВП	-3,1	-1,7	-0,6	2,3	-0,4	-1,2
Отношение внешнего долга к ВВП	28,7	27,0	22,4	17,8	17,3	15,8
Отношение краткосрочного долга и портфельного капитала к резервам	146,6	70,0	58,2	35,2	36,9	43,4
(В процентах ВВП)						
Норма сбережений	23,1	25,1	23,4	29,7	31,1	32,4
Норма инвестиций	26,3	26,9	24,0	28,0	31,5	33,8
Совокупный валовой бюджетный дефицит центра и штатов	9,42	6,54	9,48	8,50	7,52	7,45
(В млрд долларов США)						
Валютные резервы	5,8	21,7	42,3	113,0	141,5	151,6
(В месяцах)						
Импортное покрытие резервов	2,5	6,0	8,8	16,9	14,3	11,6

Источник: Резервный банк Индии.

нятие на раннем этапе обязательств по Статье VIII — означающее согласие не устанавливать ограничения на платежи и переводы по текущим международным операциям, — могло бы стать важным сигналом о переходе Индии к более открытой экономике. Индия уже приняла решение двигаться в этом направлении и в последующие месяцы 1994 года ввела конвертируемость по текущим операциям.

Впоследствии МВФ согласился с постепенным подходом к либерализации ПИИ, целесообразностью осмотрительного отношения к потенциально изменчивым краткосрочным потокам капитала и в целом осторожным подходом к притокам капитала. Вместе с тем, в области регулирования обменного курса МВФ продолжал подчеркивать необходимость большей гибкости и двустороннего изменения обменного курса, что способствовало бы хеджированию валютных рисков и развитию емкого рынка производных финансовых инструментов. В последние годы МВФ признал, что обменный курс Индии *действительно стал* более гибким. С моей точки зрения, восприятие изменчивости и гибкости обменного курса зависит от контекста. То, что в одних странах может считаться гибкостью курса, в других может представляться его изменчивостью. В таком контексте важнейшее значение имеет уровень развития и готовности финансовых рынков и их способность к принятию рисков.

После ослабления ограничений по счету операций с капиталом, особенно в отношении средств, поступающих в страну, с 1993/1994 года начался стабильный приток иностранного капитала, который резко возрос после 2003/2004 года (апрель–март), увеличившись с 16,7 млрд до 23,4 млрд долларов США в 2005/2006 году. Этот приток по большей части не

приводил к образованию долга, и в результате доля потоков, не приводящих к образованию долга, в совокупных потоках капитала существенно возросла.

Кроме повышения гибкости обменного курса, был принят ряд мер по регулированию чрезмерных потоков капитала. Вопрос о том, что считать чрезмерными потоками, следует рассматривать в динамике, с надлежащим учетом различия между постоянными и временными потоками, а также уровня потоков, которые при обычных условиях могут быть освоены национальной экономикой. В число названных мер входила поэтапная либерализация основ политики в отношении счетов текущих операций и операций с капиталом; гибкость в отношении досрочного погашения корпорациями внешних коммерческих займов; расширение механизмов, связанных с валютными счетами; разрешение банкам свободно инвестировать в высококачественные инструменты за границей, а также либерализация требований об обязательной продаже валютной выручки экспортными. В контексте управления внутренней ликвидностью была создана схема рыночной стабилизации, чтобы стерилизовать чрезмерный приток средств без значительных последствий для бюджета.

Отличительные особенности подхода Индии

Важным уроком, полученным Индией в результате кризисов 1990-х годов, стало осознание того, что внутренняя политика и, в особенности, стабильность финансовой системы имеют критическое значение в процессе финансовой интеграции с остальным миром. Отчасти именно набор пруденциальных нормативов не позволял банкам Индии подвергать свои балансы риску, поскольку их деятельность была ограничена

Оценка роли МВФ

Общий подход МВФ к либерализации счетов операций с капиталом — как до, так и после кризиса в Азии — документально отражен в докладе Независимого отдела оценки МВФ, опубликованном в 2005 году. В нем был поставлен важный вопрос о том, подталкивал ли МВФ либерализацию счетов операций с капиталом. Это очень сложная проблема. В оценке сделан вывод о том, что на двустороннем уровне в 1990-е годы МВФ явно поощрял либерализацию счетов операций с капиталом, однако по большей части этот процесс определялся экономическими и политическими программами самих стран. С моей точки зрения, такой вывод не является интуитивно привлекательным.

Во-первых, в 1990-е годы в процессе многостороннего надзора обычно подчеркивались выгоды для развивающихся стран, которые могут быть получены благодаря более широкому доступу к международным потокам капитала, и при этом сравнительно меньше внимания уделялось потенциальным рискам, связанным с изменчивостью потоков капитала. Во-вторых, параллельно с этим МВФ все ближе продвигался к достижению в конце 1997 года соглашения о внесении поправки в Статью соглашения МВФ. Эта поправка предусматривала включение новой главы, предоставляющей МВФ полный мандат на осуществление надзора за счетом операций с капиталом, сопоставимый с надзором за счетом текущих операций, правом на ведение которого МВФ обладал с момента своего создания. В отсутствие четкого мандата в отношении счета операций с капиталом МВФ мог избрать некоторую форму морального убеждения, с тем чтобы призывать страны, особенно реализующие программы, поддерживаемые ресурсами МВФ, к проведению либерализации своих счетов операций с капиталом. Это очевидно из писем о намерениях от большинства стран, где содержатся подобные характеристики. По моему мнению, МВФ чрезмерно полагался на свои философские соображения и склонялся к тому, чтобы принять свободные, *но при этом упорядоченные* потоки капитала в качестве желательной цели международного сообщества, и в течение 1997 и 1998 годов энергично продвигал предлагаемую поправку. Стэнли Фишер,

бывший тогда первым заместителем Директора-распорядителя МВФ, на семинаре в марте 1998 года заявил, что «у МВФ есть основания заниматься этим [счетом операций с капиталом], ... и это то, ... на чем мы настаивали в контексте программ».

Позиция МВФ также резко расходилась с аргументами профессора Джагдиша Бхагвати, выступавшего против того, чтобы рассматривать свободную торговлю наравне со свободными потоками капитала; при этом утверждалось, что с точки зрения экономических выгод они равноценны, и МВФ следует осторожно продвигать и то, и другое. Представляется, что МВФ получил серьезный урок в результате кризиса в Азии.

Хотя Индия и приветствовала переход к конвертируемости операций с капиталом, она не была активным сторонником поправки к Статьям соглашения МВФ, утверждая, что «учитывая различия между странами в плане продвижения в сторону структурных реформ и стабилизации, может оказаться неразумным налагать на все государства-члены жесткие ограничения, когда они утрачивают свою независимость в принятии корректирующих мер в период кризиса». Индия также заявляла, что способность МВФ прийти на помощь своим государствам-членам в случае кризиса платежного баланса оказалась ограниченной.

После кризиса в Азии стремление внести поправку в Статью соглашения ослабло, и, очевидно, решение этого вопроса было отложено. МВФ, как представляется, в целом смягчил свою позицию и в общем случае следует эклектичному и интегрированному подходу к либерализации счетов операций с капиталом, особо подчеркивая надлежащую последовательность и поэтапность этого процесса в сочетании с несколькими сопутствующими реформами.

Кроме того, подход МВФ к либерализации счетов операций с капиталом следует рассматривать в связи с его отношением к управлению потоками капитала, использованию механизмов контроля за операциями с капиталом и регулированию обменного курса. По этим вопросам МВФ, по-видимому, в общем и целом занимает более гибкую позицию, признавая специфику условий конкретных стран.



лимитами на активы в форме недвижимости, на вложения валюты и акции. С точки зрения экономической политики идея заключается в необходимости укрепления систем регулирования и надзора, с тем чтобы финансовые учреждения могли осуществлять пруденциальное управление своими рисками. Кризисы 1990-х годов также заставили разработчиков экономической политики осознать необходимость более глубокого понимания вероятных источников цепной реакции и проявлять бдительность, то есть стараться выявлять признаки потенциального кризиса и быть готовыми применить соответствующие меры политики.

Во-первых, *либерализация счета операций с капиталом рассматривается как процесс, а не как событие.*

Во-вторых, признается возможность наличия связей между счетами текущих операций и операций с капиталом, и потому *действуют процедуры, призванные исключить потоки капитала, выступающие в виде текущих операций.*

В-третьих, *либерализация текущих операций осуществляется согласованно с другими реформами.* Масштабы и сроки либерализации счета операций с капиталом включаются в последовательность других реформ, таких как укрепление банковских систем, консолидация государственных финансов, развитие и интеграция рынков, либерализация торговли и изменение внутренних и внешних экономических условий.

В-четвертых, *устанавливается иерархия источников и видов потоков капитала.* Приоритет отдавался либерализации притока по сравнению с оттоком, но весь отток средств, связанный с притоком капитала, был полностью освобожден от ограничений. Среди видов притока предпочтительными для стабильности считаются ПИИ, тогда как чрезмерного краткосрочного внешнего долга предлагается избегать. Проводится различие между корпорациями, физическими лицами и банками.

В отношении оттока средств в иерархии с точки зрения либерализации первыми являются корпорации, за ними следуют финансовые посредники, а затем физические лица. Были смягчены ограничения для корпораций, стремящихся к инвестициям и приобретению активов за границей с целью усиления своего глобального присутствия. Вместе с тем банки и финансовые посредники представляют собой источник большей изменчивости. Широко известно, что положение банков и финансовых посредников является непрочным, поскольку их активы относительно неликвидны, а обязательства могут быть в любой момент востребованы, и они подвержены эффектам цепной реакции и самореализующимся кризисам доверия. Поэтому либерализация в данном секторе была привязана к реформам финансового сектора. Что касается физических лиц, то подходы к резидентам и нерезидентам различаются, и индийцы-нерезиденты обладают четко определенным промежуточным статусом между резидентами и нерезидентами.

В-пятых, *темпы и последовательность либерализации ставятся в зависимость от изменений внутренней ситуации, особенно в денежно-кредитном и финансовом секторах, а также от эволюции международной финансовой архитектуры.* По мере продвижения либерализации использование административных мер сокращается, а ценовых — расширяется, но свобода изменять набор механизмов контроля и вновь вводить такие механизмы сохраняется в явной форме. В процессе либерализации формируется целостное представление о состоянии развития всех финансовых рынков.

В-шестых, *серьезная либерализация оттока, осуществляемого от имени физических лиц, корпораций и взаимных фондов, зависит от наличия достаточно высокого уровня валютных резервов и более значительного двустороннего изменения обменного курса.* Это находит отражение в расширении глобальных операций индийских корпораций, стремящихся добиться глобального синергизма и знаний, связанных с их деятельностью.



Фондовые брокеры следят за ценами на акции в Калькутте, Индия.

Политическая экономия также оказывает существенное влияние и очень важна для успеха реформ. С 1990 года в Индии прошло шесть избирательных кампаний в национальный парламент и семь выборов премьер-министра, при этом в состав коалиционных правительств входил целый ряд национальных и региональных политических партий. Индия также сталкивалась с пограничными конфликтами и санкциями.

Несмотря на наличие коалиционных правительств и периодические выборы на центральном уровне и в нескольких штатах, политическая система Индии в целом отличается стабильностью. Примечательно, что, невзирая на разнообразие политических идеологий и частые выборы, успехи в реализации тщательно выверенных экономических реформ остаются впечатляющими.

В будущем Индия намерена сохранить постепенный подход, поскольку он позволяет обеспечить гармонизацию с другими реформами. Еще один комитет совсем недавно предложил рассчитанный на следующие пять лет план продвижения к более полной конвертируемости операций с капиталом в рамках прозрачной схемы. Вместе с тем план дальнейшей либерализации будет зависеть от ряда внутренних факторов, а также от изменений, происходящих в мире. Среди проблем, требующих решения, можно назвать прогресс в проведении реформ реального сектора, дальнейшую консолидацию государственных финансов, укрепление внутренней финансовой системы и достижение определенных сопутствующих макроэкономических параметров, относящихся к надежности и стабильности экономики. ■

Йага Венугопал Редди с сентября 2003 года занимает пост управляющего Резервным банком Индии.

Литература:

International Monetary Fund, 2005, "The IMF's Approach to Capital Account Liberalization," Evaluation Report (Washington: IMF Independent Evaluation Office).

Kose, M. Ayhan, Eswar Prasad, Kenneth Rogoff, and Shang-Jin Wei, 2006, "Financial Globalization: A Reappraisal," IMF Working Paper No. 06/189 (Washington: International Monetary Fund).

Prasad, Eswar S., Kenneth Rogoff, Shang-Jin Wei, and M. Ayhan Kose, 2003, Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence, IMF Occasional Paper No. 220 (Washington: International Monetary Fund).