



Открывая возможности для неравенства

Давиде Фурчери и Пракаш Лунгани

В июне 1979 года, вскоре после исторической победы на выборах, Маргарет Тэтчер устранила ограничения на «возможность перемещения денежных средств в Соединенное Королевство и из него», что некоторые из ее сторонников рассматривают как «одно из ее лучших и самых революционных деяний» (Heath, 2015). Газета «Дейли телеграф» писала, что «в мрачные для экономики времена, которыми являлись 1970-е годы», граждане Соединенного Королевства даже не могли и «думать о покупке недвижимости за границей, приобретении иностранных акций или оплаты отдыха за рубежом ... Экономическое воздействие было разрушительным: компании с неохотой инвестировали в Соединенное Королевство, — даже им было сложно вывести деньги обратно в страны происхождения». Тэтчер отменила «все эти бессмысленные правила и сняла ограничения Соединенного Королевства на операции с капиталом».

Однако критики Тэтчер придерживались иной точки зрения. Они рассматривали это событие как начало глобальной тенденции, «оборотная сторона которой ... оказалась болезненной» (Schiffrin, 2016). По их мнению, в то время, как свободное движение капитала через национальные границы в теории несет в себе многочисленные преимущества, на практике либерализация часто приводила к экономической нестабильности и финансовому кризису. Это, в свою очередь, приводит к неблагоприят-

ным последствиям для многих людей, особенно тех, кто не является зажиточным. Либерализация также отрицательно воздействует на относительную прочность переговорных позиций компаний и работников (то есть капитала и труда на жаргоне экономистов), так как капитал обычно может с большей легкостью перемещаться через национальные границы, чем трудовые ресурсы. Угроза вывода производства за границу делает более слабыми переговорные позиции работников и сокращает долю общего дохода, которая им достается.

Изучая такой распределительный эффект от либерализации операций с капиталом, мы обнаружили, что после принятия странами мер по открытию своих счетов операций с капиталом они сталкиваются с увеличением неравенства в доходах (Furceri and Loungani, 2015). Воздействие является более значительным, если вслед за либерализацией происходит финансовый кризис, а также в странах со слабо развитым финансовым рынком — то есть там, где финансовые организации являются небольшими и доступ к ним ограничен. Мы также констатируем, что доля дохода, которая идет работникам, сокращается в результате либерализации. Таким образом, как и в случае снятия торговых ограничений, в результате либерализации операций с капиталом могут появляться как выигравшие, так и проигравшие. Но если связанный с торговлей распределительный эффект давно является

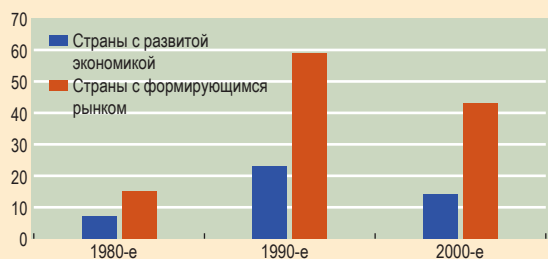
Часто после снятия странами ограничений на потоки капитала ситуация с неравенством ухудшается

Рисунок 1

Популярная мера

В последние годы многие страны провели либерализацию операций с капиталом — то есть устранили меры регулирования движения финансовых потоков на свою территорию и за ее пределы.

(Число эпизодов проведения либерализации)



Источник: Furceri and Loungani (2015).

предметом исследования экономистов, воздействие открытия счета операций с капиталом на распределение только начинает подвергаться анализу.

Движение к либерализации

На Ежегодном совещании в октябре 1997 года в САР Гонконге МВФ представил свои доводы, почему странам следовало продолжать движение в сторону полной либерализации операций с капиталом — то есть снятию ограничений на движение

Как и в случае снятия торговых ограничений, в результате либерализации операций с капиталом могут появляться как выигравшие, так и проигравшие.

финансовых средств как в саму страну, так и за ее пределы. Бывший тогда первым заместителем директора-распорядителя Стэнли Фишер назвал либерализацию «неминуемым шагом на пути развития, которого невозможно избежать и который поэтому следует приветствовать». Фишер, теперь занимающий должность заместителя председателя Совета управляющих Федеральной резервной системы США, отмечал, что либерализация обеспечивает то, что «резиденты и правительства могут брать и выдавать займы на выгодных условиях, а национальные финансовые рынки становятся более эффективными в результате внедрения передовых финансовых технологий, что ведет к улучшению распределения как сбережений, так и инвестиций» (Fischer, 1998). Признавая, что либерализация «увеличивает уязвимость экономики перед колебаниями настроений (рынка)», Фишер тем не менее утверждал, что потенциальная выгода от открытия счета операций с капиталом перевешивает все издержки.

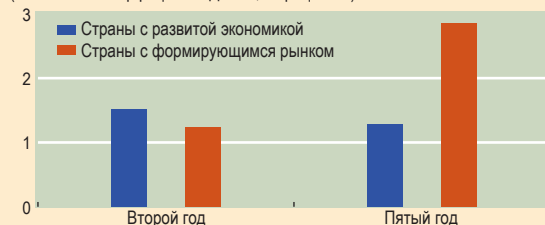
Убежденные подобными расчетами, многие правительства ослабили ограничения на потоки иностранного капитала. Вслед за Тэтчер последовали Германия в 1984 году и другие

Рисунок 2

За этим следуют плохие новости

Снятие ограничений с потоков капитала в страну и за ее пределы часто сопровождается увеличением неравенства доходов.

(Изменение коэффициента Джини, в процентах)



Источник: Furceri and Loungani (2015).

Примечание. Коэффициент Джини является критерием измерения неравенства доходов. Если его значение равно нулю, то весь доход поровну распределяется внутри страны, если 100 — один человек единолично получает весь доход. Данные охватывают период 1970–2010 гг.

страны Европы в течение последующего десятилетия. Среди стран с формирующимся рынком Чили одной из первых провела либерализацию, в 1990-х годах за ней последовало еще несколько латиноамериканских стран, а затем и страны с формирующимся рынком в Азии.

Таким образом, движение к либерализации широко распространено. Показатель открытости счета операций с капиталом, составленный на основе ежегодных отчетов МВФ о трансграничных финансовых сделках (IMF, различные выпуски), демонстрирует устойчивый рост, означающий последовательную отмену ограничений на трансграничные операции.

Мы сконцентрировались на эпизодах значительных изменений данного показателя, поскольку такие эпизоды, скорее всего, связаны с целенаправленным проведением правительствами мер политики по либерализации операций с капиталом. В соответствии с данным критерием процесс такой либерализации набрал обороты в 1990-е годы, на которые пришлось почти 23 эпизода значительных изменений в странах с развитой экономикой и 58 — в странах с формирующимся рынком (см. рис. 1). Разумеется, большинство стран с формирующимся рынком начинали с гораздо более ограниченного счета операций с капиталом. В итоге, даже после шагов в сторону либерализации, они остаются в среднем менее открытыми, чем страны с развитой экономикой.

Либерализация и неравенство

Эти эпизоды либерализации счета операций с капиталом сопровождалось ростом неравенства доходов. Общепринятым критерием измерения неравенства является коэффициент Джини, который равен нулю, если весь доход поровну распределяется внутри страны, и 100 — если один человек единолично получает весь доход. И в странах с развитой экономикой, и в странах с формирующимся рынком коэффициент Джини увеличивается (другими словами, растет неравенство) вслед за либерализацией. Краткосрочное воздействие по прошествии двух лет является аналогичным в странах с развитой экономикой и странах с формирующимся рынком, но в среднесрочной перспективе (через пять лет) неравенство усиливается в гораздо большей степени в странах с формирующимся рынком (см. рис. 2).

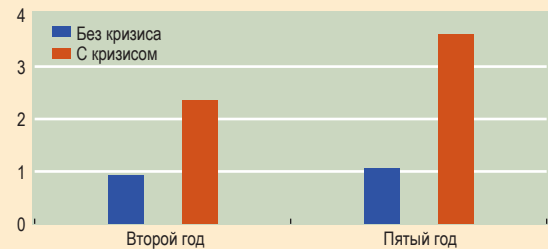
Эти эффекты значимы в количественном отношении. Коэффициент Джини медленно меняется с течением времени: изменения Джини имеют стандартное отклонение в 2 процента (то есть почти в 70 процентах случаев, когда меняется коэффициент Джини, это изменение составляет менее 2 процентов).

Рисунок 3

Осложнение в результате кризиса

Если за либерализацией операций с капиталом следует финансовый кризис, неравенство растет в большей степени, чем при отсутствии кризиса.

(Изменение коэффициента Джини, в процентах)



Источник: Furceri and Loungani (2015).

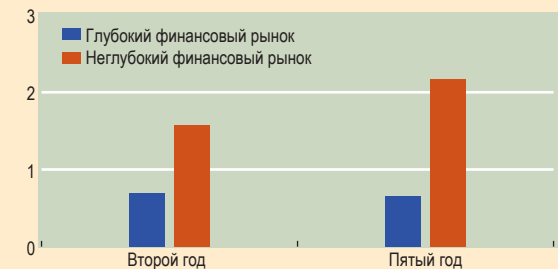
Примечание. Коэффициент Джини является критерием измерения неравенства доходов. Если его значение равно нулю, то весь доход поровну распределяется внутри страны, если 100 — один человек единолично получает весь доход. «Финансовый кризис» — широкое понятие, которое используется для описания ситуаций, когда стоимость финансовых активов, таких как акции и облигации, и/или состояние финансовых организаций резко и быстро ухудшаются. Данные охватывают период 1970–2010 гг.

Рисунок 4

Чем глубже, тем лучше

В странах с более глубокими финансовыми системами происходит меньшее увеличение неравенства после проведения либерализации по сравнению со странами с менее хорошо развитыми финансовыми системами.

(Изменение коэффициента Джини, в процентах)



Источник: Furceri and Loungani (2015).

Примечание. Коэффициент Джини является критерием измерения неравенства доходов. Если его значение равно нулю, то весь доход поровну распределяется внутри страны, если 100 — один человек единолично получает весь доход. Данные охватывают период 1970–2010 гг.

Эффекты, показанные на рис. 2, таким образом, являются весьма большими по сравнению со стандартным отклонением; говоря простым языком, эпизоды либерализации операций с капиталом могут вести к значительному росту неравенства.

Воздействие либерализации операций с капиталом на неравенство сохраняется даже после учета нескольких других детерминант неравенства, таких как открытость для торговли, изменения размера органов государственного управления и регулирование рынков продукции, труда и кредита.

Почему либерализация сопровождается неравенством? Есть две возможные причины. Во-первых, как признал даже Фишер, открытие потокам иностранного капитала может быть источником нестабильности, когда крупные притоки капитала сменяются оттоком и наоборот. Критики либерализации утверждают, что такая нестабильность является источником кризиса. Дэни Родрик, например, отмечал, что в 1996 году пять азиатских стран получили почти 100 млрд долл. США в виде притока капитала, но в следующем году испытали отток в размере более 10 млрд долл. США.

«Как следствие, — пишет Родрик, — «три из этих стран (Индонезия, Корея, Таиланд) были ввергнуты в глубокий экономический кризис» (1998). Родрик утверждает, что это не «единичный случай», и, что «циклы подъемов и спадов вряд ли являются второстепенным событием или небольшим изъёмом в истории международных потоков капитала; они являются главным сюжетом».

Во-вторых, либерализация должна в теории расширять доступ внутренних заемщиков к источникам капитала. На практике прочность национальных финансовых организаций может сыграть ключевую роль при определении степени такой возможности. Однако во многих странах финансовые организации не предлагают широкого спектра услуг, а большое число людей не имеет доступа к кредиту (Sahay et al., 2015). В этих обстоятельствах либерализация может смещать доступ к финансированию в пользу более зажиточных, что увеличивает неравенство.

Мы находим доказательства в пользу обоих каналов: воздействие либерализации сильнее, если за ней следует кризис, и там, где глубина финансового рынка и охват населения его услугами являются недостаточными.

Для исследования первого канала мы разделили примеры на две группы: когда за либерализацией операций с капиталом

следовал финансовый кризис, и когда такого кризиса не происходило. Воздействие открытости на неравенство заметно различается в этих двух случаях, как показано на рис. 3. В частности, в случаях, сопровождавшихся кризисом, происходил среднесрочный рост неравенства на 3,5 процента, по сравнению с 1 процентом в случаях, когда кризиса не следовало.

Данные, таким образом, свидетельствуют о том, что сочетание либерализации операций с капиталом и финансового кризиса приводит к значительному воздействию на неравенство. Стоит отметить, что не все финансовые кризисы ведут к росту неравенства, так как существуют компенсирующие эффекты (Otker-Robe and Podpiera, 2013). С одной стороны, финансовые кризисы могут снижать неравенство, так как банкротства и падающие цены на активы, как правило, больше сказываются на более зажиточных. С другой стороны, финансовые кризисы, связанные с долгосрочным спадом, могут непропорционально вредить малоимущим и, соответственно, увеличивать неравенство.

Воздействие либерализации на неравенство также различается в зависимости от глубины финансового рынка и степени охвата населения. Мы отделяем страны с недостаточно глубоким финансовым рынком от остальных с помощью сводного индикатора Института Фрейзера (канадского аналитического центра). В среднесрочной перспективе неравенство увеличивается на более чем 2 процента в странах с недостаточно глубоким финансовым рынком, что в четыре раза превышает показатель стран с глубоким финансовым рынком (см. рис. 4).

Сокращение доли дохода работников

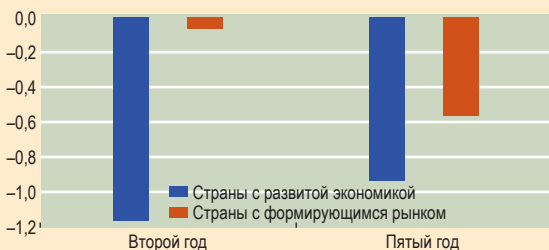
В хрестоматийной модели совершенной конкуренции каждый фактор производства (капитал и труд) получает свое справедливое вознаграждение в зависимости от вклада в прибыль компании. Но более реалистичное описание мира — это несовершенная конкуренция, когда раздел экономического пирога происходит не просто по относительному вкладу капитала и труда в создание прибыли, но по относительной прочности их позиций на переговорах. В своей книге 2007 года «Has Globalization Gone Too Far?» («Не слишком ли далеко зашла глобализация?») Родрик утверждает, что либерализация операций с капиталом меняет условия игры в пользу капитала, являющегося более мобильным фактором производства. Так как компании могут перенести свою деятельность за границу, переговорная пози-

Рисунок 5

Работники несут потери

В результате финансовой либерализации доля доходов работников снижается, причем в странах с развитой экономикой в большей степени, чем в странах с формирующимся рынком.

(Изменение доли работников в структуре национального дохода, в процентах)



Источник: Furceri and Loungani (2015).

ция работников может ослабевать, и они могут потерять часть своей доли дохода.

Данные указывают на явное снижение доли дохода работников вслед за либерализацией операций с капиталом (см. рис. 5). Если сосредоточиться на среднесрочном воздействии, которое можно измерить более точно, чем краткосрочные эффекты, доля работников сокращается примерно на 1 процентный пункт в странах с развитой экономикой и приблизительно на 0,6 процентных пункта в странах с формирующимся рынком. Как и в случае с показателем неравенства Джини, это большие эффекты. Изменения доли работников имеют стандартное отклонение в 2,25 процентного пункта (то есть почти в 70 процентах случаев, когда меняется доля дохода работников, это изменение составляет менее 2,25 процентного пункта). Таким образом, либерализация операций с капиталом связана со значительным снижением доли дохода работников.

Воздействие ослабления позиций на переговорах может быть более серьезным для работников в странах с развитой экономикой, чем в странах с формирующимся рынком в силу двух причин. Во-первых, компании в странах с развитой экономикой могут иметь больше возможностей реально угрожать переводом производства за границу, где зарплаты работников ниже. Во-вторых, во многих странах с формирующимся рынком капитала меньше, чем трудовых ресурсов. Приход иностранного инвестиционного капитала может вызвать повышение спроса на труд, что смягчает часть эффектов относительного изменения прочности позиции на переговорах в связи с открытием счета операций с капиталом.

Соблюдайте осторожность

Положения о преимуществах либерализации операций с капиталом, обозначенные Фишером почти два десятилетия назад, по-прежнему звучат в работах МВФ, но теперь слышен призыв к большей осторожности (Ostry et al., 2011). В документе МВФ, в котором излагается «институциональный взгляд» (IMF, 2012), отмечается, что либерализация предоставляет национальным компаниям доступ к пулам иностранного капитала и зачастую, посредством прямых иностранных инвестиций, к технологиям, которые приходят с ними. Это также позволяет владельцам сбережений инвестировать в активы за пределами своей собственной страны. В то же время в документе признается, что потоки капитала могут быть переменчивыми и (особенно с учетом их крупного размера относительно отдельных национальных рынков) нести с собой риски для финансовой стабильности. В нем также приводится вывод о том, что «либе-

рализация потоков капитала в целом является более выгодной и менее рискованной, если страны достигли определенных уровней или пороговых значений финансового и институционального развития». Также все в большей степени становятся приемлемыми меры управления потоками капитала (чаще называемыми «мерами контроля за операциями с капиталом») для решения проблемы волатильности потоков капитала (Ostry et al., 2011).

Мы обнаружили еще один довод в пользу осторожного подхода к открытию счета операций с капиталом. Странам, поставившим себе в качестве важной политической цели сокращение неравенства, возможно, потребуется разрабатывать меры по либерализации таким образом, чтобы сбалансировать достижение этой цели с получением преимуществ от более высокой производительности и темпов роста. Мы также увидели, что воздействие либерализации на неравенство является ограниченным, когда страны находятся на более высоком уровне развития финансовой системы или когда после либерализации не происходит финансового кризиса. Это еще больше поддерживает ту точку зрения, что соотношение выгод и издержек больше для стран, финансовые рынки которых находятся выше определенного уровня развития, или когда страны сумели должным образом укрепить регулирование финансового рынка еще до проведения либерализации. В таких случаях увеличивается вероятность материализации всех преимуществ для роста экономики, уменьшаются риски возникновения кризиса, а также издержки в плане распределения (в том, что касается большего неравенства и меньшей доли доходов работников). ■

Давиде Фурчери — экономист, Пракаш Лунгани — начальник отдела. Оба автора работают в Исследовательском департаменте МВФ.

Литература:

- Fischer, Stanley, "Capital-Account Liberalization and the Role of the IMF" 1998, in *Essays in International Finance No. 207*, Princeton University International Finance Section (Princeton, New Jersey).
- Furceri, Davide, and Prakash Loungani, 2015, "Capital Account Liberalization and Inequality," *IMF Working Paper 15/243* (Washington).
- Heath, Allister, 2015, "A Return to Capital Controls Would Be a Disaster for All of Us," *The Telegraph*, February 20.
- International Monetary Fund (IMF), 2012, "The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View" (Washington).
- , various, *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions* (Washington).
- Ostry, Jonathan D., Atish R. Ghosh, Karl Habermeier, Marcos Chamon, Mahvash S. Qureshi, and Dennis B.S. Reinhardt, 2010, "Capital Inflows: The Role of Controls," *IMF Staff Position Note 10/04* (Washington: International Monetary Fund).
- Ostry, Jonathan, and others, 2011, "Managing Capital Inflows: What Tools to Use?" *IMF Staff Discussion Note 11/06* (Washington: International Monetary Fund).
- Otker-Robe, Inci, and Anca Maria Podpiera, 2013, "The Social Impact of Financial Crises: Evidence from the Global Financial Crisis," *World Bank Policy Research Working Paper 6703* (Washington).
- Rodrik, Dani, 1997, "Has Globalization Gone Too Far?" *Peterson Institute for International Economics paper* (Washington).
- , 1998, "Who Needs Capital-Account Convertibility?" in *Essays in International Finance No. 207*, Princeton University International Finance Section (Princeton, New Jersey).
- Sahay, Ratna, and others, 2015, "Financial Inclusion: Can It Meet Multiple Macroeconomic Goals?" *IMF Staff Discussion Note 15/17* (Washington).
- Schiffrin, Anya, 2016 "Capital Controls," (New York: Initiative for Policy Dialogue).