

# Вина по ассоциации

Атиш Рекс Гош и Махваш Сауд Куреши

*«У меня остается всего восемь секунд, чтобы рассказать о мерах контроля за капиталом. Но этого хватит. Мне хватит этого времени, чтобы сказать вам: они неэффективны, я бы не стал их использовать, я бы не стал их рекомендовать...»*

— Управляющий Агустин Карстенс, Банк Мексики (заметки, сделанные на конференции «Переосмысление макроэкономической политики III», Вашингтон, округ Колумбия, 15 апреля 2015 года)

**Предубеждения  
уводят в сторону  
спор об  
использовании  
мер контроля  
за капиталом  
для ограничения  
рисков  
нестабильности  
притоков  
капитала**

**М**ЕРЫ контроля за капиталом имеют дурную славу. Хотя их полезность в качестве инструмента политики для управления рисками, связанными с притоками капитала, все чаще признается (IME, 2012), на них по-прежнему смотрят с большим подозрением и недоверием, как в полной мере показывает приведенная выше цитата.

Часто высказываемый аргумент против мер контроля за капиталом сводится к тому, что их можно обойти и перехитрить. Но никто не пользуется этим аргументом, когда речь заходит о других мерах политики, — например, что налоги следует отменить, поскольку существует такое явление, как уклонение от уплаты налогов. Точно так же, хотя макропруденциальные меры и пользуются большой популярностью со времен глобального финансового кризиса, доказательства их эффективности не более убедительны, чем доказательства эффективности мер контроля за капиталом. Более того, даже когда страны вводят меры контроля за притоками капитала, показательно, что они описывают их при помощи эвфемизмов, называя, к примеру, «пруденциальными мерами».

Неприязнь по отношению к мерам контроля за *оттоками капитала* объяснима: резиденты, возможно, хотят инвестировать или хранить свои денежные средства за рубежом, а нерезиденты хотят иметь возможность репатриировать свои средства при ликвидации своих инвестиций. Большее удивление вызывает почти инстинктивная оппозиция к использованию странами с формирующимся рынком мер контроля для управления *оттоками капитала* — особенно учитывая, что подобные меры были неотъемлемой частью управления спекулятивными потоками («горячие» деньги), осуществляемого странами с развитой эконо-

микой, когда они проводили либерализацию собственного финансового рынка во второй половине XX века.

Так как же получилось, что меры контроля за притоками капитала заработали себе столь дурную репутацию?

## Начало истории

Меры контроля за капиталом имеют длинную историю, существуют свидетельства их использования еще в древние времена. Даже в конце XIX века — так называемую золотую эру финансовой глобализации — ведущие страны-экспортеры капитала (Британия, Германия и Франция) порой ограничивали кредитование за рубежом, хотя в основном по политическим, а не по экономическим причинам. Циклы подъемов и спадов в трансграничных потоках капитала уже были очевидны, однако ограничений на ввоз капитала было мало — и те были вызваны, скорее, стратегическими соображениями или опасением «иностранный господства». В основном капитал был долгосрочным и служил для финансирования производительных инвестиций в инфраструктуру и объекты жилищно-коммунального хозяйства в странах с формирующимся рынком того времени.

Потоки капитала, особенно из Европы, резко остановились во время Первой мировой войны, а после прекращения военных действий обнаружили глубокие различия между государствами. На одном полюсе был Советский Союз, который в рамках авторитарной государственной социалистической модели к 1919 году ввел жесткие меры контроля за движением капитала. На другом полюсе были частные и центральные банки ведущих стран того времени, стремящиеся восстановить прежний либеральный — и, для крупнейших банкирских домов, высокодоходный — международный денежно-кредитный режим.

Послевоенная разруха и финансируемые за счет дефицита бюджета репарационные соглашения и затраты на восстановление экономики отсрочили отмену ограничений в Европе, но, начиная с Плана Дауэса 1924 года, согласно которому американские банки предоставили Германии кредиты, чтобы помочь этой стране расплатиться по репарационным соглашениям, банки США вступили в период масштабного международного кредитования (1 миллиард долларов США в год на протяжении 1924–1929 годов). Половина кредитов предназначалась Европе, частично при посредничестве британских банков, и они стимулировали бурное развитие экономики и финансового сектора.

Однако это воскрешение либерального международного порядка не продлилось долго. Когда спекулятивная лихорадка на фондовом рынке Нью-Йорка привлекла капитал в Соединенные Штаты, Европа пострадала от внезапной остановки притоков капитала. В июле 1931 года, оказавшись не в состоянии продлить срок действия обязательств с истекающими сроками погашения, Германия объявила мораторий на платежи за рубеж и ввела валютные ограничения, что вызвало атаку на фунт, вынудив Британию отказаться от золотого стандарта; ее пример повторили и многие другие страны.

За этим последовало десятилетие почти головокружительного бегства капитала, девальваций, валютных ограничений и мер контроля за капиталом (практически все применялось в отношении оттоков капитала), протекционизма и свертывания мировой торговли, что способствовало глобальной Великой депрессии. Однако примечательно, что в основном валютные ограничения и меры контроля за оттоками капитала вводили авторитарные режимы в Европе — такие как Австрия, Болгария, Германия, Венгрия, Португалия и Румыния (демократические режимы предпочитали тарифные меры). В Германии в июле 1931 года действие ограничений было продлено и расширено нацистами, при которых нарушения могли караться смертью; меры валютного контроля, таким образом, стали прочно ассоциироваться с перегибами этого режима.

К 1935 году, по мере начала выхода экономики Соединенных Штатов из Великой депрессии и на фоне тревожной политической ситуации в Европе, капитал начал перетекать в Соединенные Штаты. Связанный с этим спекулятивный подъем и разрастание избыточных резервов банков Соединенных Штатов (угрожающие раскрутить инфляционную спираль) побудили председателя Федеральной резервной системы Марринера Экклза утверждать, что существует «явная причина принять меры для сдерживания роста иностранного капитала на наших рынках».

И все же Соединенные Штаты не ввели меры контроля за притоками капитала. Руководствуясь опытом европейских стран, пытающихся предотвратить оттоки капитала, американские должностные лица пришли к выводу, что, для того чтобы быть эффективными, ограничения должны иметь широкую базу и охватывать как счет операций с капиталом, так и счет текущих (то есть связанных с торговлей) операций. Возможно, главная причина заключалась в том, что ограничения на оттоки капитала, введенные недемократическими, диктаторскими режимами, породили общее недоверие и неприязнь к подобным мерам. Генри Моргентау-младший, министр финансов США, подытожил господствующее отношение, когда написал: «Честно говоря, я не одобряю валютный контроль».

### В рамках и за рамками Бреттонвудской системы

Урок, который главные архитекторы Бреттонвудской системы — Джон Мейнард Кейнс и Гарри Декстер Уайт — извлекли из послевоенного опыта, заключался в том, что режим беспрепятственных потоков капитала принципиально не соответствовал макроэкономическому управлению, все чаще

ожидаемому от правительств, и свободному режиму международной торговли. (Оттоки капитала требовали, чтобы правительства ввели ограничения на импорт для защиты платежного баланса и золотых резервов. Что касается притоков, потоки «горячих» денег могли привести к спекулятивному избытку — что, в свою очередь, требовало ужесточения денежно-кредитной политики, способного навредить реальной экономике.) Учитывая имеющиеся возможности, Кейнс и Уайт предпочли свободную торговлю свободным потокам капитала — в особенности краткосрочным, спекулятивным потокам и бегству капитала. Поэтому в уставе МВФ (Статьях соглашения) акцент сделан на счете текущих операций, а не операций с капиталом, конвертируемости и прямом признании того факта, что странам может потребоваться введение мер контроля за капиталом.

Несмотря на противодействие со стороны владельцев влиятельных нью-йоркских банков, которым удалось смягчить основные положения Статей соглашения МВФ, касающиеся мер контроля за капиталом (Helleiner, 1994), эпоха Бреттонвудской системы была отмечена широко распространенным использованием мер контроля (см. рисунок). Как и в период между двумя мировыми войнами, эти меры контроля были направлены в основном на оттоки, а не на притоки капитала; однако в отличие от упомянутого периода обычно они представляли собой не валютные ограничения, а именно меры контроля за капиталом.

Несмотря на то что в первые годы существования Бреттонвудской системы страны с развитой экономикой в целом проводили более ограничительную политику, чем страны с формирующимся рынком, к 1960-м годам они перешли к либерализации — отчасти потому, что из-за увеличивающейся интеграции торговли стало трудно ограничивать операции с капиталом, не затрагивая текущие операции. Эта тенденция периодически прерывалась, когда такие страны, как Британия или Франция, испытывали давление на свои платежные балансы или сталкивались с их кризисами. Даже Соединенные Штаты в 1963 году ввели ограничения на оттоки капитала и расширили их охват на протяжении десятилетия по мере ухудшения платежного баланса.

С другой стороны, страны, которые принимали все более значительные потоки капитала в результате спекуляций о возможной девальвации доллара, вводили ограничения на краткосрочные притоки. Например, Австралия наложила эмбарго на краткосрочные заимствования и ввела требования по созданию депозитов применительно к прочим заимствованиям; Япония ужесточила меры контроля за портфельными притоками и установила предельные нормы обязательных резервов по депозитам нерезидентов; Германия ввела требова-



## Жесткий контроль

Использование мер контроля за капиталом в эпоху Бреттонвудской валютной системы получило широкое распространение.



Источник: оценки авторов на основе различных выпусков «Ежегодного доклада о валютных режимах и валютных ограничениях» МВФ.

Примечание. Страны с развитой экономикой включают страны Большой семерки (Германия, Италия, Канада, Соединенное Королевство, Соединенные Штаты, Франция, Япония). Страны с формирующимся рынком включают крупнейшие страны с формирующимся рынком, которые являлись членами МВФ в 1950 году (Аргентина, Бразилия, Венесуэла, Египет, Индия, Индонезия, Колумбия, Корея, Малайзия, Мексика, Пакистан, Перу, Таиланд, Тунис, Турция, Уругвай, Филиппины, Чили, Эквадор, ЮАР). Индекс представляет собой среднее значение для соответствующей группы стран (для каждой группы 0 = без ограничений и 1 = высокий уровень ограничений, на основе суждения авторов).

ние создавать денежные депозиты по валютным кредитам и приостановила выплаты процентов по депозитам нерезидентов; а швейцарские банки согласились не выплачивать проценты по валютным депозитам или инвестировать иностранный капитал во внутренние ценные бумаги и объекты недвижимости.

К 1974 году, при плавающем курсе доллара, Соединенные Штаты отменили меры контроля за оттоками капитала. Будучи уверены в том, что Соединенные Штаты всегда будут способны привлекать инвесторов — и что потоки капитала заставят страны с профицитным бюджетом проводить корректировку за счет снижения курсов своих валют, — директивные органы Соединенных Штатов безоговорочно приняли либеральный международный режим для потоков частного капитала. Отказываясь от подхода Кейнса и Уайта при введении Бреттонвудской системы, они также попытались подчинить торговлю финансовыми активами тем же условиям, что и торговлю товарами и услугами, включив фразу о том, что «важнейшая цель международной валютно-финансовой системы заключается в том, чтобы служить структурной основой, способствующей обмену товарами и услугами и движению капитала между странами» при внесении в 1978 году в Статьи соглашения МВФ поправок с целью обеспечения правовой основы для плавающих валютных курсов.

Финансовая открытость в странах англо-саксонского права получила дополнительную поддержку в начале 1980-х годов в результате доктрины о свободном рынке президента Соединенных Штатов Рональда Рейгана и премьер-министра Соединенного Королевства Маргарет Тэтчер. В континентальной Европе главный переломный момент наступил в результате утверждения в 1983 году французским президентом Франсуа Миттераном мер политики, направленных на борьбу с инфляцией, и осознания того, что меры контроля за оттоками капитала сильнее ударяли по инвесторам из среднего класса, менее способным избежать их по сравнению с богатыми (Abdelal, 2006). В итоге большинство французских мер контроля за оттоками капитала было отменено в 1984–1986 годы, а полная либерализация операций с капиталом была достигнута к 1990 году.

Это изменение отношения имело важные последствия, выходящие за пределы Франции, поскольку три должностных лица из того же социалистического правительства заняли ключевые посты в международных организациях, где они продвигали либерализацию счета операций с капиталом: Анри Шавранс в Организации экономического сотрудничества и развития, где он расширил Кодекс либерализации, распространив его на все трансграничные перемещения капитала, включая краткосрочные потоки,

которые первоначально были исключены; Жак Делор в Европейской комиссии, где он выступил в поддержку Директивы, отменяющей ограничения на движение капитала; и Мишель Камdessus в МВФ, где он добивался принятия поправки к Статьям соглашения, дающей МВФ полномочия в отношении операций с капиталом и мандат на их либерализацию.

## Формирование консенсуса

Когда страны с развитой экономикой приступили к либерализации в 1960-е и 1970-е годы, тенденция в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах была противоположной — в основном, ограничение оттоков капитала, — способствующая сдерживанию стоимости внутренних суверенных займов. Даже ряд мер, которые можно было бы отнести к мерам контроля за притоками капитала, поскольку они, вероятно, препятствовали инвестициям во внутреннюю экономику (в частности, минимальные сроки инвестиций или лимиты на скорость или сумму репатриации), были направлены на предотвращение внезапного изменения направления притоков капитала на противоположное и дефицитов платежного баланса. Однако к началу 1970-х годов ограничения на притоки капитала, носящие «пруденциальный» характер, начали исчезать. Они стали более явным образом нацелены на защиту экономической и финансовой стабильности от избыточных внешних заимствований и подъемов кредитования, подогреваемых притоками капитала.

Либерализация в странах с формирующимся рынком началась примерно на десять лет позже, чем в странах с развитой экономикой, на фоне расширения предрасположенности к свободным рынкам и желания подчинить меры государственной политики рыночной дисциплине (так называемый «Вашингтонский консенсус»). Но по мере того как некоторые страны с формирующимся рынком либерализовали свои внутренние финансовые рынки и меры контроля за оттоками капитала в конце 1970-х и начале 1980-х годов, они также отказались от многих существующих пруденциальных мер контроля за притоками капитала. Результатом явились масштабные подъемы, подогреваемые притоками капитала, за которыми следовали резкие экономические и финансовые спады.

Этот опыт способствовал формированию ответных мер политики при возобновлении притоков капитала в страны с формирующимся рынком в начале 1990-х годов и привел к отчетливо выраженному переключению предпочтений в сторону более долгосрочных, не связанных с долгом потоков. Ряд стран — в частности, Бразилия, Колумбия, Малайзия, Таиланд и Чили, — экспериментировали с мерами контроля за капиталами в 1990-е годы. Однако такие меры не пользовались популярностью, а общая тенденция на протяжении большей части 1990-х годов была направлена на повышение открытости счета операций с капиталом и завершилась инициативой управляющего директора МВФ Камdessus в 1995–1997 годы передать МВФ полномочия в отношении операций с капиталом и мандат на их либерализацию.

В конечном итоге поправка так и не была принята, отчасти из-за противодействия со стороны стран с формирующимся рынком и развивающихся стран, встревоженных разворачивающимся восточноазиатским кризисом и обеспокоенных тем, что МВФ станет использовать свой новый мандат для продавливания преждевременной либерализации в нерасположенных к ней странах. Тем не менее, рекомендации МВФ в отношении мер политики — в отличие от концепции Кейнса и Уайта — перестали считать меры контроля за капиталом основным инструментом управления, приводящими к дестабилизации спекулятивными потоками. В ходе анализа, проведенного Независимым отделом оценки МВФ в 2005 году, было установлено, что персонал МВФ рекомендовал ужесточение мер контроля за притоками капитала всего в 2 из 19 случаев, когда страны с формирующимся рынком сталкивались с крупными притоками капитала.



Несмотря на общее неодобрение, несколько стран с формирующимся рынком ограничили притоки во время резкого роста в середине 2000-х годов. В некоторых случаях эти усилия имели негативные последствия. В Таиланде, например, реакция рынка на введение беспроцентных обязательных резервов по притокам иностранного капитала в декабре 2006 года была быстрой и резкой: фондовый рынок просел на 15 процентов менее чем за день, вынудив центральный банк отменить эту меру. Впечатление было такое, что мера пробудила воспоминания о валютном кризисе и введении мер контроля за оттоками капитала во время восточноазиатского кризиса десятью годами ранее. Финансовые рынки тем самым четко сигнализировали о том, что они не одобряют мер контроля за капиталом — его оттоками или притоками, — не делая особых различий между теми и другими.

### Чистое предубеждение?

Так почему же меры контроля за притоками капитала вызывают такое опасение сегодня? История дает несколько подсказок. Во-первых, если говорить, по крайней мере, о периоде между двумя мировыми войнами, когда Соединенные Штаты воспротивились введению мер контроля за притоками капитала, представляется, что меры контроля за притоками капитала стали неразрывно связываться с мерами контроля за оттоками капитала. Последнее зачастую ассоциировалось с авторитарными режимами, сдерживанием развития финансовой сферы и отчаянными попытками избежать кризиса в странах с ненадлежащим управлением. Таким образом, более либеральные страны избегали использовать меры контроля за притоками капитала в качестве инструмента краткосрочной политики из-за боязни быть воспринятыми как противящиеся рыночным отношениям и имеющие слабые институты.

То, что меры контроля за притоками капитала порицают из-за чувства вины, связанного с мерами контроля за оттоками капитала, также подтверждает большинство других критических замечаний в их адрес, которые, скорее, относятся к мерам контроля за оттоками капитала. В частности, опасение того, что меры, после их введения, будут действовать постоянно и станут всеобъемлющими, обычно справедливо применительно к мерам контроля за оттоками капитала. Правительства часто прибегают к сильным всеобъемлющим мерам для предотвращения бегства капитала, и их трудно отменить из-за скрытого спроса. Ограничения притоков, напротив, обычно представляют собой налоги или обязательные резервы, которые легко отменить и которые обычно действительно отменяются при изменении ситуации.

Меры контроля за капиталом также часто ругают за неэффективность, — но, опять же, это скорее относится к мерам контроля за оттоками капитала, которые приносят, мягко говоря, плохие результаты, когда нужно предотвратить кризис (Edwards, 1999). Однако существуют многочисленные свидетельства того, что меры контроля за притоками капитала меняют структуру потоков капитала, повышая долю обязательств, сопряженных с меньшим риском и имеющих более длинные сроки погашения (Ostry, Ghosh, and Qureshi, 2015), что усиливает доводы в пользу их использования в качестве пруденциальных инструментов.

Вторая вероятная причина — это то, что ограничения в отношении счета операций с капиталом часто ассоциируются с ограничениями в отношении счета текущих операций. Это связано с тем, что традиционно наиболее распространенной формой мер контроля за капиталом являлись валютные ограничения, которые затрудняли движение как товаров, так и капитала. По мере того как страны проводили либерализацию торговли, идя вразрез с постулатом Кейнса-Уайта, они начинали рассматривать меры контроля за капиталом скорее как несовместимые со свободной торговлей, нежели как способствующие свобод-

ной торговле. Поэтому ограничения в отношении счета операций с капиталом отменялись одновременно с ограничениями в отношении счета текущих операций. Эта тенденция проявилась еще ярче с ростом числа региональных соглашений о торговле и двусторонних инвестиционных договоров (особенно с Соединенными Штатами), которые все чаще содержали положения, запрещающие вводить меры контроля за капиталом.

Наконец, с распространением идеологии свободного рынка, которая считает любое государственное вмешательство в корне плохим, меры контроля за капиталом — традиционно рассматриваемые как инструменты для тонкой настройки экономики, — еще больше дискредитировали себя. Страны с формирующимся рынком не вполне забыли капризы потоков капитала, но они попытались опереться на более благозвучные — и воспринимаемые как более рыночно ориентированные — «макропруденциальные меры» для управления рисками для финансовой стабильности, создаваемыми притоками капитала. Но все же воздействие некоторых мер, особенно связанных с валютными операциями, на потоки капитала с экономической точки зрения практически не отличить от воздействия более прямолинейных мер контроля за капиталом. Если в намерения действительно входит ограничение притоков капитала по причинам пруденциального характера, то именование подобных мер макропруденциальными является простым ребрендингом мер контроля за капиталом, подтверждающим, что истинной проблемой являются отрицательные коннотации, связанные со словом «контроль».

Как и любой другой инструмент политики, меры контроля за капиталом имеют свои преимущества и недостатки — и все же, по нашему мнению, похоже, что их оценивают не по достоинству, а в силу чистого предубеждения, проистекающего из истории: в основном порицают по причине того, что они ассоциируются с мерами контроля за оттоками капитала, но также из-за идеологических схваток, которые практически не имеют отношения к их конкретному использованию. Необходимо корректировать необоснованные убеждения, чтобы обеспечить принятие директивных органами оптимальных ответных мер в целях управления рисками, связанными с неустойчивыми потоками капитала, и не воздерживаться от использования мер просто из-за коннотаций, создаваемых их названием. ■

*Атиш Рекс Гош — историк МВФ и заместитель директора в Департаменте стратегии, политики и анализа, а Махваш Саид Куреши — старший экономист Исследовательского департамента МВФ.*

---

*Статья основана на составленном авторами рабочем документе МВФ Working Paper, No. 16/25, "What's in a Name? That Which We Call Capital Controls."*

#### *Литература:*

Abdelal, Rawi, 2006, "Writing the Rules of Global Finance: France, Europe, and Capital Liberalization," Review of International Political Economy, Vol. 13, No. 1, pp. 1–27.

Edwards, Sebastian, 1999, "How Effective Are Capital Controls?" Journal of Economic Perspectives, Vol. 13, No. 4, pp. 65–84.

Helleiner, Eric, 1994, States and the Re-emergence of International Finance: From Bretton Woods to the 1990s (Ithaca, New York: Cornell University Press).

International Monetary Fund (IMF), 2012, "The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View," IMF Policy Paper (Washington).

Ostry, Jonathan, Atish Ghosh, and Mahvash Qureshi, 2015, Capital Controls (London: Edward Elgar).