

Международная экономика

ОГРАНИЧЕНИЯ НА ДВИЖЕНИЕ КАПИТАЛА: МИРОВОЙ ОПЫТ И УРОКИ ДЛЯ РОССИИ

**Александра БОЖЕЧКОВА, Евгений ГОРЮНОВ,
Сергей СИНЕЛЬНИКОВ-МУРЫЛЕВ, Павел ТРУНИН**

Божечкова Александра Викторовна —
кандидат экономических наук, старший научный
сотрудник Института прикладных экономических
исследований РАНХиГС (119571, Москва,
просп. Вернадского, 82, стр.1).
E-mail: bojchekova@ranepa.ru

Горюнов Евгений Львович —
научный сотрудник ИЭП им. Е. Т. Гайдара
(125993, Россия, Москва,
Газетный пер., д. 3–5, стр. 1).
E-mail: gorunov@iep.ru

Синельников-Мурылев Сергей Германович —
доктор экономических наук, профессор,
ректор Всероссийской академии внешней торговли
(119285, Москва, ул. Пудовкина, 4а).
E-mail: sinel@vavt.ru

Трунин Павел Вячеславович —
кандидат экономических наук, ведущий научный
сотрудник Института прикладных экономических
исследований РАНХиГС (119571, Москва,
просп. Вернадского, 82, стр.1).
E-mail: pt@iep.ru

Аннотация

В статье проводится исследование причин и последствий введения ограничений на движение капитала. Рассмотрена эволюция позиций международных организаций по вопросу об ограничениях на движение капитала, включая пересмотр либеральных представлений экономического сообщества после мирового финансового кризиса 2008–2009 годов, когда стало очевидным, что высокая мобильность капитала является одним из источников формирования дисбалансов в финансовом секторе. Представлены основные теоретические концепции, в рамках которых учитываются преимущества открытости и связанные с ней макроэкономические риски, также проанализированы экономические последствия притока и оттока различных видов капитальных потоков, включая прямые иностранные инвестиции, портфельные инвестиции, кредиты и займы и т. д. Рассмотренные в статье эволюция ограничений на капитальные операции в РФ и динамика притока и оттока капитала из РФ показывают, что ключевыми факторами движения капитала являются состояние российской экономики, а также внутренние и внешние шоки; при этом практика использования ограничений по финансовому счету оказалась слабоэффективной. На основе обзора теоретических концепций, международного опыта функционирования экономик в условиях ограничений на трансграничные капитальные операции на примере Бразилии, Малайзии, Чили, Индии, Китая и других стран, а также изучения российского опыта регулирования капитальных операций авторы приходят к выводу о том, что подобные меры могут вводиться лишь в исключительных случаях, когда есть необходимость смягчить негативные последствия шоков, связанных с изменением конъюнктуры глобальных финансовых рынков. При этом преимущество всегда должно отдаваться мерам макропруденциального характера.

Ключевые слова: ограничения на движение капитала, мобильность капитала, финансовый счет, макроэкономическая стабильность, инвестиции, финансовый кризис.

JEL: E52, F21, F38.

Введение

На протяжении последних десятилетий политика регулирования трансграничных финансовых потоков эволюционировала в направлении большей либерализации. Эта тенденция наблюдалась как в развитых экономиках, так и в экономиках с развивающимися рынками. Теоретическим фундаментом данной политики выступала неоклассическая теория роста, согласно которой перемещение капитала из стран, где имеется его избыток, в страны, где он дефицитен, приводит к росту совокупного благосостояния как в странах-донорах, так и в странах-реципиентах. Из данной теории следует, что любые ограничения на перемещение капитала и финансовые трансакции тормозят экономическое развитие и необходимо стремиться к совершенной глобальной мобильности капитала. Обычно кризисы, спусковым механизмом которых становился масштабный отток капитала, происходили не в развитых странах, а в странах с развивающимися рынками, где институты рыночной экономики, включая финансовые, не были в достаточной степени развиты. Поэтому в экономической литературе было распространено представление, в соответствии с которым потоки капитала как таковые не несут существенной угрозы для финансовой стабильности, а противодействовать кризисам и предотвращать их следует путем не ограничения потоков капитала, а совершенствования рыночных институтов.

Некоторый пересмотр этих представлений произошел после азиатского кризиса 1996–1998 годов и мирового финансового кризиса 2008–2009 годов, когда стало очевидно, что дисбалансы, возникающие в финансовом секторе, могут быть весьма разрушительными для экономики, а высокая мобильность капитала, являющаяся одним из факторов формирования этих дисбалансов, связана с серьезными рисками дестабилизации экономики. Высокая мобильность капитала приводит к тому, что конъюнктура глобальных рынков капитала начинает существенным образом влиять на состояние финансовых рынков в каждой отдельной стране, за счет чего снижается 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 как меры, позволяющей повысить эффективность политики национальных денежных властей.

В российской экспертной среде также идет дискуссия о возможности и желательности введения барьеров для перемещения капитала [Ершов, 2014; Некипелов, 2015; Головнин, 2016]. Сторонники мер капитального контроля объясняют необходимость введения огра-

ничений по финансовому счету тем, что в их отсутствие нельзя обеспечить устойчивость валютного курса и сдержать его ослабление при неблагоприятных ценовых шоках на рынке нефти. При этом, по их мнению, денежные власти не должны отказываться от активной валютной политики, то есть обменный курс должен быть одним из целевых параметров денежно-кредитной политики.

В данной статье рассматриваются теоретические и практические аспекты введения ограничений на транснациональную мобильность капитала, анализируется мировой и российский опыт использования подобных ограничений и предлагаются рекомендации для России. На этой основе мы приходим к выводу, что серьезные аргументы в пользу ограничения мобильности капитала в РФ в настоящий момент отсутствуют.

1. Экономическая теория: преимущества открытости и связанные с ней макроэкономические риски

Экономическая литература, в которой так или иначе затрагивается тема мобильности капитала, весьма обширна. Это объясняется тем, что потоки капитала оказывают влияние на самый широкий круг макроэкономических процессов, в том числе на валютные рынки, рынки ценных бумаг, международную торговлю и т. д. [Tamirisa, 1999]. Их необходимо учитывать при выборе денежно-кредитной и бюджетной политики [Obstfeld, Taylor, 1997; Rodrik, 2011]. Значительный отток капитала зачастую становится существенным фактором развития кризисных процессов [Calvo, 1998; Dornbusch, 2001]. Одновременно внешние инвестиции являются важным источником роста для экономик с дефицитом внутренних сбережений. Это далеко не полный список макроэкономических аспектов транснационального движения капитала. Соответственно, введение ограничений на потоки капитала будет воздействовать на все перечисленные сферы.

Общий вывод, к которому приводят экономические исследования, состоит в том, что мобильность капитала полезна как для стран-доноров, выступающих инвесторами, так и для стран — реципиентов инвестиций. Однако помимо позитивных эффектов потоки капитала несут ряд существенных рисков, поскольку, когда экономики со слабыми финансовыми системами и неразвитой институциональной средой открываются мировому финансовому рынку, они становятся более уязвимыми к колебаниям его конъюнктуры. По этой причине следует стремиться к открытости национальной финансовой системы и к ее интеграции в мировые рынки, но вместе с тем обращать внимание на негативные эффекты и точно противодействовать им, опираясь на меры регулирования потоков капитала.

Позитивный макроэкономический эффект мобильности капитала может быть проиллюстрирован в рамках простейшей модели неоклассического типа. Предполагается, что выпуск в каждой стране описывается с помощью производственной функции, обладающей свойством постоянной отдачи от масштаба, а факторами производства являются труд и капитал [Obstfeld, Rogoff, 1996; Barro, Sala-i-Martin, 2004]. Каждая страна располагает некоторым запасом капитала и рабочей силы. Накопление капитала происходит за счет инвестиций, источником которых являются сбережения, то есть та часть выпуска, которая не была потреблена. Предполагается, что сбережения можно конвертировать в капитал как внутри страны, так и за ее пределами, что фактически означает мобильность производственного капитала. Ограничения на потоки капитала в такой модели можно формализовать как введение налога или квот на трансграничные инвестиции.

При отсутствии ограничений на мобильность капитала инвестиции будут идти туда, где выше ожидаемая отдача, равная предельной производительности капитала. Поскольку предельная производительность капитала тем выше, чем меньше его запас в расчете на одного работника, то инвестиции будут направляться в страны с дефицитом производственного капитала. Источником инвестиций являются сбережения экономических агентов, находящихся в странах, где предельная производительность капитала низка по причине его избытка. В результате более развитые страны будут кредитовать экономический рост менее развитых стран. Выигрыш страны-донора состоит в том, что инвестирующие агенты получают более высокий доход, чем тот, который они могли бы получить, инвестируя средства внутри собственной экономики. Страна-реципиент выигрывает, поскольку получает возможность ускорить собственное развитие за счет внешних ресурсов. Ограничения мобильности капитала приводят к однозначно негативному эффекту для каждой из сторон, и потому нежелательны. Такова общая логика простой неоклассической модели, обосновывающей выгоду от трансграничных потоков капитала и выступающей против любого их ограничения.

Эмпирические свидетельства в пользу этой теории, на первый взгляд, оказались не вполне убедительными. Прежде всего обращал на себя внимание тот факт, что в развивающихся экономиках корреляция между экономическим ростом и торговым балансом положительна [Prasad et al., 2007]. Из теории же следует, что быстрому росту на внешних инвестициях должно соответствовать значительное отрицательное сальдо по счету текущих операций, так как в платежном балансе при отсутствии интервенций центрального банка притоку капитала соответствует превышение импорта над

экспортом за счет ввоза капитальных товаров. Но в действительности потоки капитала зачастую направлены не от богатых стран с избытком капитала в бедные, а в обратном направлении. Это наблюдение было сделано Лукасом в работе [Lucas, 1990], и в дальнейшем оно приобрело название «парадокса Лукаса». С момента выхода работы Лукаса во множестве публикаций предлагались различные варианты объяснения данного феномена, включая наличие дополнительных факторов производства, меняющих предельную производительность капитала, таких, например, как человеческий капитал, а также ряд объяснений институционального характера. Так, если внешний инвестор не может исключить риски экспроприации дохода от его вложений, он не станет инвестировать в страны с дефицитом капитала, даже если предельный продукт от таких инвестиций значительно выше, чем в той экономике, резидентом которой он является. Источником такого риска может быть плохая защищенность прав собственности, непредсказуемость налоговой политики, ограниченная эффективность контроля внешнего инвестора над предприятиями, получающими финансирование от него, и другие институциональные ограничения [Gertler, Rogoff, 1989; Tornell, Velasco, 1992; Alfaro et al., 2008]. Отметим, однако, что наличие парадокса Лукаса само по себе ничего не говорит о желательности введения барьеров для трансграничных финансовых операций.

Вторым основанием сомнений в адекватности неоклассического подхода для объяснения потоков капитала стали противоречивые результаты эмпирических исследований, авторы которых стремились найти связь между экономическим ростом и степенью открытости финансовой системы. Предполагалось, что если неоклассическая модель верно описывает реальность и потоки капитала оказывают положительное влияние на экономику, то страны с более высокой мобильностью капитала должны быстрее накапливать капитал и быстрее расти. В ряде эконометрических работ тестировались гипотезы о наличии положительной связи между реформами, направленными на либерализацию финансового счета, и последующим экономическим ростом [Quinn, 1997], проверялось, действительно ли страны с более открытой финансовой системой растут быстрее, инвестируют больше и имеют более развитые финансовые рынки [Levine, Zervos, 1998; Klein, Olivei, 2008]. Однако эмпирические исследования не смогли обнаружить такой устойчивой положительной связи, поэтому возникли сомнения в адекватности неоклассической модели. В ряде работ была предпринята попытка описать условия, при которых либерализация и большая открытость могут оказать положительное воздействие на рост и инвестиции. В работах [Kraay, 1998; Edwards, 1999; Arteta et al., 2001; Chanda, 2005; Chinn, Ito, 2006] было показано,

что более свободный режим движения капитала помогает экономическому развитию в том случае, если экономические и общественные институты достаточно развиты. Отметим также, что все исследования, в которых оценивается влияние мобильности капитала на экономику, сталкиваются с проблемой эндогенности, выражающейся в том, что рост инвестиций и ВВП, следующий за либерализацией, равно как и более динамичный рост в странах с большей открытостью финансового сектора, не говорит о том, что снятие ограничений само по себе может дать импульс экономическому развитию. Нельзя исключать, что наблюдаемая положительная связь в действительности обусловлена каким-то иным фактором, имеющим положительную корреляцию с открытостью финансовой системы [Bartolini, Drazen, 1997; Alesina et al., 1993; Grilli, Milesi-Ferretti, 1995].

Значительный вклад в развитие теоретической концепции капитальных потоков был сделан в работе: [Henry, 2007], в которой показано, что позитивный эффект от либерализации всё же есть и темпы экономического роста возрастают при расширении доступа к мировым финансовым рынкам, но действие этого импульса оказывается относительно кратковременным. Противоречивые и неустойчивые результаты более ранних эмпирических исследований объясняются тем, что их авторы тестировали наличие увеличения темпа долгосрочного трендового роста после либерализации, но неоклассическая теория не предсказывает перманентного ускорения экономического роста, а предполагает только временный положительный эффект для ВВП и инвестиций, который действительно наблюдается в реальности. Таким образом, экономические исследования свидетельствуют о том, что мобильность капитала в целом оказывает благоприятное воздействие на экономику, хотя масштаб данного воздействия может варьироваться в зависимости от ее структурных характеристик.

2. Мотивы введения ограничений по финансовому счету

Практика государственного регулирования движения потоков капитала имеет очень богатую историю. На основе опыта применения ограничений на движение капитала можно выделить четыре основных мотива, которые служили обоснованием для их введения.

Первый мотив введения ограничений на потоки капитала связан с желанием властей проводить независимую денежную политику и сочетать ее с фиксированным или с жестко управляемым обменным курсом. Известным теоретическим фактом является то, что невозможно одновременно проводить независимую денежно-кредитную политику, поддерживать фиксированный обменный курс и иметь открытую финансовую систему. Три данных условия несовместимы

в долгосрочной перспективе, что получило название «трилеммы денежной политики» [Obstfeld, Taylor, 1997]. Обоснование этого факта следует из простейшей модели Манделла — Флеминга [Mundell, 1963; Fleming, 1962], и логика его следующая: если курс валюты фиксирован, а финансовая система открыта (то есть имеет место совершенная мобильность капитала), то потоки капитала будут выравнивать внутреннюю процентную ставку и ставку процента на мировом рынке капитала, в результате чего центральный банк лишится возможности влиять на ставку и не сможет проводить независимую денежную политику. Введение ограничений на финансовые потоки позволит сделать национальную процентную ставку инструментом денежных властей.

Наличие ограничений по финансовому счету вместе с фиксированным обменным курсом было краеугольным камнем Бреттон-Вудской международной валютной системы. Среди стран с формирующимися рынками есть страны (например, Китай, Вьетнам, Белоруссия), в которых капитальные ограничения применяются в том числе для того, чтобы при управляемом курсе сохранялась возможность влиять на ставки денежного рынка [Bordo, 1992; Abdelal, 2006].

Второй мотив введения ограничений состоит в стремлении поддержать устойчивость национальной финансовой системы в условиях волатильных входящих и исходящих потоков капитала. Масштабный приток «горячих денег» может стать серьезной проблемой для несовершенной финансовой системы развивающихся экономик. Слабым звеном становится банковский сектор, выступающий как финансовый посредник между иностранными кредиторами и внутренними заемщиками. Когда банки финансируют долгосрочные инвестиционные проекты, предполагающие получение выручки в национальной валюте, за счет внешних краткосрочных кредитов, номинированных в иностранной валюте, валютная и временная структуры активов и пассивов банковского сектора оказываются несбалансированными. Данные дисбалансы делают финансовую систему крайне уязвимой к развороту финансовых потоков, что нередко приводит к разрушительным кризисам, таким, например, как азиатский кризис 1997–1998 годов, затронувший множество стран [Calvo, 1998; Radelet, Sachs, 1998; Chang, Velasco, 2000; Calvo, Mendoza, 2000; Dornbusch, 2001; Eichengreen et al., 2007; Ahrend et al., 2012].

Чтобы не допустить этого, государство располагает возможностью сдерживать приток иностранных инвестиций посредством ограничительных мер. Одним из первых, кто выдвинул идею о желательности «некоторой сегментации национальных финансовых рынков», был Джеймс Тобин [Tobin, 1978], предложивший «подбросить песка в колеса международных рынков капитала». Такая политика может

быть составной частью единого комплекса мер так называемого макропруденциального регулирования (регулирования, направленного на повышение запаса прочности финансовой системы к различным, в том числе внешним шокам¹). Если же дисбалансы уже возникли и происходит масштабный отток капитала, государство может его ограничить, чтобы удержать финансовый сектор от коллапса. Таким образом, в данном случае мотивация введения контроля состоит в обеспечении устойчивости национальной финансовой системы в условиях высокой волатильности потоков капитала.

Третьим мотивом введения ограничений на потоки капитала является стремление государства перераспределить доходы и инвестиционные потоки. Введение налога или количественных ограничений на финансовые трансакции между резидентами и нерезидентами снижает привлекательность иностранных активов и потому перераспределяет инвестиции в пользу национальных активов, в частности может снизить стоимость заимствования для государства [Sussman, 1991; Razin, Sadka, 1991; Giovannini, De Melo, 1993; Aizenman, Guidotti, 1999]. Подобная политика, когда за счет мер регулирования операций с финансовыми инструментами государство перераспределяет средства в свою пользу, в экономической литературе, вслед за Рональдом Маккинноном [McKinnon, 1973], получила название «финансовых репрессий». Другим распространенным способом перераспределять доход за счет введения барьеров для потоков капитала является защита экспортных отраслей, когда сдерживание притока иностранного капитала, укрепляющего национальную валюту, позволяет поддерживать реальный обменный курс на более низких, а значит, на более комфортных для экспортеров уровнях [Dooley et al., 2004].

Четвертый мотив диктуется неготовностью государства отдать нерезидентам контроль над предприятиями в некоторых отраслях экономики, среди которых обычно финансовый сектор, СМИ, энергетика, транспорт, телекоммуникации [Golub, 2003]. Риск потери контроля при этом связывается с крупными транснациональными корпорациями, которые обладают достаточно мощным влиянием, чтобы противостоять национальным властям, особенно в относительно малых странах. Мотивация данных ограничений выходит за рамки чисто экономической сферы, при этом экономические оценки говорят, что представления об угрозах и негативных последствиях проникновения иностранного капитала часто преувеличены [Graham, Krugman, 1995].

¹ Теоретические модели, обосновывающие позитивный эффект от ограничений по финансовому счету, введенных в рамках макропруденциального регулирования, см. в: [Obstfeld, Taylor, 1997; Bianchi, Mendoza, 2011].

3. Позиция международных организаций

Позиция международных организаций относительно допустимости и желательности использования мер регулирования трансграничного движения капитала за несколько последних десятилетий несколько раз менялась². Международный торгово-финансовый порядок, установленный в рамках Бреттон-Вудских соглашений и действовавший с середины 1940-х по начало 1970-х годов, в явном виде предполагал, что страны по своему усмотрению могут вводить ограничения на мобильность капитала. Более того, данная возможность рассматривалась как один из основополагающих элементов, обеспечивающих устойчивость системы международных финансов. Такова была позиция МВФ как одного из институтов, созданных в рамках Бреттон-Вудской системы. После ее распада представление о желательном международном финансово-торговом порядке эволюционировало в сторону большей либерализации и дерегулирования. Рекомендации МВФ и Всемирного банка, сформулированные к концу 1980-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»³) в максимальной степени должны быть либерализованы те финансовые трансакции, которые не создают рисков для экономики (прежде всего это операции, связанные с долгосрочными инвестициями). Более жесткие требования накладываются на краткосрочные операции, а также на те, где применение финансовых инноваций может привести к излишней волатильности соответствующих потоков капитала. Регулирование таких операций разрешается. Соглашение, принятое в Европейском союзе («Treaty on European Union»⁴), в еще большей степени ориентировано на обеспечение максимальной свободы для перемещений капитала. В ЕС в целом накладывается запрет на любые ограничения по финансовым трансакциям как между странами — членами ЕС, так и между членами ЕС и другими странами.

Из всех международных организаций МВФ наиболее четко представил свою позицию в отношении политики регулирования потоков капитала [IMF, 2012]. В публикациях экономистов МВФ подробно

² Исторический обзор на данную тему можно найти в книге Дэни Родрика [Rodrik, 2011].

³ Текст кодексов опубликован на официальном сайте ОЭСР (см.: http://www.oecd.org/daf/inv/investment-policy/CapitalMovements_WebEnglish.pdf/; http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/InvisibleOperations_WebEnglish.pdf/).

⁴ Доступно в: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:12012M/TXT&from=en/>.

раскрываются их представления о роли ограничений мобильности капитала [Ostry et al., 2010; Ostry et al., 2011]. Сходная позиция прослеживается у экономистов ОЭСР — важнейшим приоритетом является создание устойчивой к шокам финансовой системы, и при этом допускается введение ограничений по финансовым операциям в критической ситуации [Ahrend et al., 2012]. Аналогичной позиции придерживаются Морис Обстфельд, Джозеф Стиглиц, Кристофер Нили, Барри Эйхенгрин [Obstfeld, 2015; Stiglitz, 2000; Neely, 1999; Eichengreen, Rose, 2014]. Оппонентами идеи полезности введения барьеров для потоков капитала в разные годы выступали такие экономисты, как Себастиан Эдвардс, Грасиэла Камински, Руди Дорнбуш, Стэнли Фишер [Edwards, 1999; Kaminsky, Schmukler, 2000; Dornbusch, 1988; Fischer, 1998]. В целом на современном этапе в экономической науке складывается консенсус относительно допустимости введения ограничений мобильности капитала, но исключительно из соображений обеспечения финансовой устойчивости, с использованием адресных ограничений в комплексе с системными макропруденциальными мерами.

4. Анализ экономических последствий введения ограничений на движение капитала

Рассмотрим преимущества и недостатки (риски) отдельных видов потоков капитала более детально.

Входящие потоки капитала

Прямые иностранные инвестиции

В соответствии с методологией платежного баланса прямые инвестиции (ПИИ) представляют собой форму иностранных инвестиций, предполагающую установление долгосрочных отношений между инвестором и определенным предприятием, расположенным в другой стране, а также существенную роль инвестора в управлении этим предприятием⁵. В соответствии с международным определением прямого инвестирования вложенные средства рассматриваются как прямые инвестиции, если инвестор владеет десятью и более процентами обыкновенных акций предприятия. Прямые инвестиции учитываются в форме участия в капитале, реинвестирования доходов и долговых инструментов. Следует отметить, что текущий статистический учет прямых иностранных инвестиций не позволяет оценить

⁵ Методологический комментарий к платежному балансу Российской Федерации см. в: <http://www.cbr.ru/statistics/?PrtId=svs>.

долю финансовых потоков, направленных на приобретение физического капитала, на обновление основных фондов, на строительство предприятий и т. д. в общем объеме прямых иностранных инвестиций. Однако в рамках теоретических моделей ПИИ рассматриваются именно как источник формирования и модернизации материально-технической базы предприятий. В этой связи объединить теоретический и практический взгляды на понятие ПИИ достаточно трудно.

Выгоды от осуществления прямых иностранных инвестиций получают как страны-доноры, так и страны-реципиенты. Приток прямых иностранных инвестиций может быть не только источником капиталовложений в основные фонды предприятий, но и средством трансферта технологий от стран, расположенных близко к технологической границе, к странам догоняющего развития, средством передачи лучших управленческих практик. Рост капиталовооруженности принимающей страны, ускорение научно-технического прогресса в результате притока ПИИ обеспечивают необходимые условия для увеличения производительности труда и устойчивого экономического роста. Приток ПИИ, как правило, сопровождается налаживанием связей предприятия-реципиента с поставщиками промежуточной продукции и торговыми сетями для продвижения и реализации готовой продукции, что существенным образом повышает потенциал роста и развития предприятия, созданного с участием прямых инвесторов. Приток ПИИ увеличивает конкурентное давление на национальные фирмы со стороны предприятий с иностранным участием, что мотивирует внутренних производителей искать пути повышения технологической эффективности и качества выпускаемой продукции [Borensztein et al., 1998; De Mello, 1999; Crespo, Fontoura, 2007].

Выгоды осуществления прямых иностранных инвестиций для страны-донора заключаются в возможности более эффективного использования ресурсов, повышения рентабельности инвестиций.

Однако чрезмерный приток ПИИ несет в себе риски, связанные с избыточным укреплением национальной валюты страны-реципиента и, как следствие, с потерей ее конкурентоспособности, с ускорением инфляционных процессов, обусловленных попытками органов денежно-кредитного регулирования проводить валютные интервенции. Помимо этого приток иностранного капитала в ряд стратегически важных отраслей будет способствовать передаче контроля за предприятиями нерезидентам, что может оказаться неприемлемым по политическим причинам [García, Valpassos, 1998].

Наиболее активно практика введения ограничений на приток прямых иностранных инвестиций по перечисленным выше мотивам используется в Китае и Индии. Несмотря на то что в этих странах

процесс либерализации финансового счета, запущенный в начале 1980-х годов, был направлен в первую очередь на привлечение прямых иностранных инвестиций, существенные ограничительные меры в виде установления лимитов на ПИИ в ряд секторов экономики использовались и на протяжении 2000-х годов [Jadhav, 2005; Guonan, McCauley, 2007; Hutchison et al., 2010].

Портфельные инвестиции

В отличие от прямых иностранных инвестиций осуществление портфельных инвестиций не ориентировано на участие инвестора в управлении предприятием или проектом. В большинстве случаев для портфельных инвестиций характерен более короткий срок инвестирования, чем для прямых. Однако, как было отмечено ранее, на практике четкую границу между прямыми и портфельными инвестициями провести крайне сложно. Основными позитивными результатами привлечения портфельных инвестиций из-за рубежа являются возможность использования иностранного капитала для наращивания капиталовложений, а также формирование условий для развития финансового сектора страны-реципиента.

Вместе с тем приток портфельных инвестиций несет в себе ряд рисков. Во-первых, поскольку инвесторы могут оперативно продать ценные бумаги и выйти с рынка, возникает риск девальвации национальной валюты страны — реципиента портфельных инвестиций. Во-вторых, существенны риски возникновения «пузырей» на рынках активов и недвижимости, что, в свою очередь, повышает вероятность кредитных бумов в результате роста залоговой стоимости активов. В результате издержки нестабильности могут превысить потенциальные выгоды от притока иностранного капитала.

Приток иностранного капитала может быть поглощен дефицитом счета текущих операций, если внутренний спрос приходится преимущественно на торгуемые товары. Однако на практике приток капитала может способствовать росту внутреннего спроса на неторгуемые товары, что повышает инфляцию и вызывает перегрев экономики (опыт Италии, Испании, Португалии в конце 1980-х — начале 1990-х годов). В результате масштабный приток портфельных инвестиций может оказывать повышательное давление на реальный валютный курс как через рост предложения национальной валюты, так и в результате повышения спроса на неторгуемые товары и инфляционного давления, что в конечном счете снижает конкурентоспособность национальных товаров на мировом рынке [von Hagen, Siedschlag, 2010].

Анализ международного опыта введения ограничений на приток капитала показывает, что в ряде стран подобные ограничения

вводились в том числе для противодействия избыточному притоку портфельных инвестиций. Пытаясь поддержать конкурентоспособность национальных товаров, а также макроэкономическую и финансовую стабильность в условиях высоких рисков перегрева экономики, органы денежно-кредитного регулирования данных стран реализовывали следующие меры: введение невознаграждаемых резервных требований на портфельные инвестиции (Чили, 1991–1997 годы, см.: [Forbes, 2007]), запрет на продажу краткосрочных ценных бумаг нерезидентам (Малайзия, 1994 год, см.: [Kaplan, Rodrik, 2001]), «налог на вход» для большинства видов портфельных инвестиций (Бразилия, 1993–1997 годы, см.: [Garcia, Valpassos, 1998; Cardoso, Goldfajn, 1998]), налог на конвертацию нерезидентами депозитарных расписок в акции национальных компаний (Бразилия, 2009–2012 годы, см.: [Chamon, Garcia, 2016]).

Кредиты и займы банковскому сектору/депозиты нерезидентов

Еще одним каналом притока иностранного капитала являются зарубежные кредиты и займы банковского сектора, а также депозиты нерезидентов на счетах в национальных банках. Будучи источником привлечения банками дополнительных и в большинстве случаев относительно более дешевых средств, приток иностранного капитала по данному каналу несет в себе существенные риски неожиданного разворота капитала и возникновения сопутствующих проблем с рефинансированием банковского сектора, риски чрезмерного укрепления национальной валюты и потери конкурентоспособности, риски перегрева рынков активов, а также риски значительного увеличения обязательств экономических агентов в иностранной валюте. Отметим, что в условиях высокой доли обязательств банковского сектора и домашних хозяйств в иностранной валюте любое изменение обменного курса оказывает существенное воздействие на финансовое положение домашних хозяйств и банков, повышая риски их дефолта.

В экономической литературе отмечается, что масштабный приток капитала по каналу кредитования банков нерезидентами способствует возникновению пузырей на рынке активов и недвижимости, подогревая кредитные бумы [Reinhart, Calvo, 2000; Calvo, 2002; Calvo et al., 2004]. Так, увеличение обязательств банковского сектора перед нерезидентами может приводить к увеличению темпов роста денежного предложения, к укреплению национальной валюты в реальном выражении, к снижению реальной *ex post* ставки процента, к росту цен активов и их залоговой стоимости. Неожиданный разворот капитала, напротив, часто сопровождается сжатием денежного предложения, снижением реального валютного курса, ростом реальной ставки про-

цента и сокращением стоимости активов, что в конечном счете приводит к снижению объемов банковского кредитования и к затажному кредитному сжатию [von Hagen, Siedschlag, 2010].

Меры по ограничению притока иностранного капитала по каналу кредитов и займов, а также депозитов нерезидентов активно использовались рядом развивающихся стран. Из вводимых ограничительных мер можно выделить следующие: невознаграждаемые резервные требования на заимствования за рубежом (Чили, 1991–1997 годы, см.: [Forbes, 2007]), ассиметричные лимиты по открытым позициям коммерческих банков (требования к превышению величины активов коммерческих банков в иностранной валюте над величиной обязательств) (Малайзия, 1994 год, см.: [Kaplan, Rodrik, 2001]), невознаграждаемые резервные требования при размещении средств зарубежных банков на депозитах в национальных банках (Малайзия, 1994 год), налог на предоставленные нерезидентами кредиты национальным коммерческим банкам (Бразилия, 1993–1997 годы, 2009–2012 годы, см.: [Edison, Reinhart, 2000; Chamon, Garcia, 2016]). Отметим, что в большинстве перечисленных стран данные меры были направлены на противодействие укреплению национальной валюты в реальном выражении и обеспечение независимости монетарной политики в условиях режима фиксированного валютного курса.

Инвестиции в долговые ценные бумаги компаний и государства

По аналогии с описанными выше каналами притока иностранного капитала инвестиции нерезидентов в долговые ценные бумаги компаний и государственные облигации позволяют использовать иностранный капитал для привлечения инвестиций в частный сектор, а также для финансирования дефицита государственного бюджета. Однако, как показывают модели кризисов первого поколения [Krugman, 1979; Flood, Garber, 1984], данный вид привлечения капитала несет в себе высокие риски девальвации и дефолта.

Так, в Бразилии в 1990-х годах наиболее привлекательными для иностранных инвесторов являлись государственные ценные бумаги с фиксированной доходностью, которые в условиях режима фиксированного валютного курса обеспечивали высокую доходность, одновременно предоставляя бразильским властям возможность финансировать бюджетный дефицит. Высокие инфляционные ожидания, обусловленные перманентным повышением потребности государственного бюджета в долговом финансировании, привели к формированию существенного спреда в ставках процента в Бразилии и в развитых странах, который, в свою очередь, ускорял приток капитала в условиях жестко управляемого режима валютного курса и вел

к значительному укреплению национальной валюты в реальном выражении. В результате слабой эффективности политики стерилизованных интервенций в Бразилии начиная с середины 1993 года были введены ограничения на приток капитала: запрет на инвестирование нерезидентами в облигации с фиксированным доходом, в дальнейшем замененный на налог на покупку подобных облигаций [García, Valpassos, 1998; Cardoso, Goldfajn, 1998].

Существенное накопление государственного внешнего долга за счет выпуска государственных краткосрочных облигаций, происходившее в России в 1996–1998 годах, привело к девальвации рубля и к дефолту государственного долга во второй половине 1998 года. В результате монетарные власти были вынуждены в экстренном порядке ввести ограничения на отток капитала (подробнее см. ниже). Значительный корпоративный внешний долг стал одной из причин масштабного оттока капитала из Российской Федерации в 2014–2015 годах.

Исходящие потоки капитала

Прямые иностранные инвестиции

Получаемые странами-донорами выигрыши от осуществления прямых иностранных инвестиций связаны с возможностями достижения более высокой отдачи от инвестиций в результате снижения издержек при размещении производства в странах с относительно дешевой рабочей силой, более выгодным географическим положением и т. д. С учетом того, что большая доля ПИИ приходится на инвестиции между развитыми странами, положительным следствием исходящих ПИИ может быть эффект технологического бумеранга, когда технологии, ноу-хау страны-донора приумножаются в результате сотрудничества со страной-реципиентом. Аналогичные эффекты могут касаться совершенствования корпоративной культуры, расширения возможностей по сбыту продукции [De La Potterie, Lichtenberg, 2001; Crespo, Fontoura, 2007].

К отрицательным последствиям осуществления исходящих ПИИ следует отнести риски возможного уменьшения объема внутренних инвестиций, понижающее давление на курс национальной валюты, а также риски утраты технологического ноу-хау и выхода на рынок конкурирующей пиратской продукции.

Ограничения на отток капитала в виде ПИИ, направленные на поддержание внутренних инвестиций, используются во многих странах. В частности, они практикуются в Китае уже более тридцати лет: для осуществления прямых инвестиций за рубеж резидентами необходимо получить разрешение от Государственного управления валютного контроля [Jadhav, 2005; Guonan, McCauley, 2007].

Прочие виды исходящих потоков капитала

Одним из важных результатов осуществления исходящих портфельных инвестиций, инвестиций в долговые ценные бумаги компаний и государственные облигации, предоставления кредитов и займов за рубежом является диверсификация инвестиционных портфелей экономических агентов, возможность получения более высокой доходности за счет большого дифференциала ставок процента в зарубежной и национальной экономиках или минимизации валютных, кредитных и прочих видов рисков. Макроэкономический эффект оттока капитала может заключаться в снижении курса национальной валюты в краткосрочной перспективе и ее возможном укреплении в долгосрочном периоде в результате роста положительного сальдо инвестиционных доходов [Égert et al., 2004].

Одним из ключевых отрицательных последствий оттока капитала по данным каналам является снижение внутренних инвестиций. Однако следует иметь в виду, что низкий уровень внутренних инвестиций может быть не только следствием, но и причиной оттока капитала, характеризуя высокую степень риска и неопределенности осуществления вложений в национальную экономику. Помимо этого резкий и масштабный отток капитала из страны может вызвать девальвацию национальной валюты, рост инфляционных ожиданий, подрывая макроэкономическую и финансовую стабильность.

Примерами стран, использующих ограничения на отток данных капиталных потоков, являются Китай и Индия. Несмотря на то что начиная с 1980-х годов ограничительные меры существенно эволюционировали в сторону либерализации, в этих странах до сих пор сохраняется сложная многоуровневая система контроля исходящих трансграничных операций резидентов. Следует отметить, что в целом система капиталных ограничений в Индии и Китае оказалась способной наряду с прочими мерами экономической политики поддерживать стабильность национальной финансовой системы в условиях турбулентности на мировых финансовых рынках (в период азиатского кризиса 1998 года и мирового финансового кризиса 2008 года), а также оказать поддержку национальным производителям за счет увеличения внутренних инвестиций [Jadhav, 2005; Guonan, McCauley, 2007; Hutchison et al., 2010].

Практика использования в кризисные эпизоды ограничений на отток капитала для поддержания макроэкономической и финансовой стабильности характерна для Малайзии (1997–1999 годы), Таиланда (1997–1998 годы), России (1998–1999 годы), Кипра (2013–2015 годы), Исландии (2008–2011 годы). В ряде перечисленных стран

введенные меры оказались эффективными. Как показывает опыт Малайзии (1997–1999 годов), Кипра (2013–2015 годов), Исландии (2008–2011 годов), введение широкого набора жестких, преимущественно административных ограничений, может способствовать поддержанию финансовой и макроэкономической стабильности, несмотря на временное снижение доверия иностранных инвесторов и повышение стоимости заимствований за рубежом [Edison, Reinhart, 2000; Iceland: Ex post evaluation..., 2012].

5. Российский опыт регулирования капитальных операций

Либерализация финансового счета в российской экономике стала осуществляться в начале 1990-х годов по мере формирования рыночной банковской системы и рынка ценных бумаг. Основные положения регулирования валютной сферы определялись законом «О валютном регулировании и валютном контроле», принятым в октябре 1992 года⁶. Изначально меры по либерализации финансового счета касались лишь прямых иностранных инвестиций, правила по привлечению которых были значительно упрощены. Потоки портфельных инвестиций из-за рубежа в ограниченных размерах были разрешены в начале 1994 года. На протяжении всех 1990-х годов меры по ограничению движения капитала применялись достаточно широко. Для осуществления большинства операций по финансовому счету необходимо было получить разрешение центрального банка.

Ряд существенных мер по либерализации финансового счета был принят в 1996–1997 годах. Так, в апреле 1996 года Банк России значительно упростил правила совершения резидентами целого ряда операций с иностранной валютой. Резидентам было предоставлено право без разрешения Банка России осуществлять различные виды переводов в иностранной валюте, совершать отдельные категории операций, связанных с исполнением экспортно-импортных контрактов и с валютными векселями уполномоченных банков. Были сняты ограничения по конвертируемости рублевых остатков на текущих счетах нерезидентов и корреспондентских счетах банков-нерезидентов. Рублевые средства, полученные нерезидентами по текущим операциям, стало возможным конвертировать в иностранную валюту и без ограничений переводить за рубеж⁷.

Важной мерой, способствовавшей увеличению возможностей финансирования дефицита государственного бюджета и накопление значительной внешней краткосрочной задолженности госу-

⁶ Закон РФ от 09.10.1992 № 3615–1 (ред. от 10.12.2003) «О валютном регулировании и валютном контроле» (с изм. и доп., вступающими в силу с 17.06.2004).

⁷ Годовой отчет Банка России за 1996 год, Москва, 1997.

дарственного сектора, стала отмена ограничений на репатриацию нерезидентами прибыли от инвестиций в российскую экономику, включая прибыль от приобретения государственных ценных бумаг на первичном и вторичном рынках.

В 1997 году физические лица — резиденты получили право без ограничения суммы получать на счета в банках иностранную валюту, переводимую из-за рубежа, и переводить иностранную валюту из РФ в пределах 2 тыс. долл. со счетов в одном банке в течение одного операционного дня, если такие переводы не были связаны с предпринимательской и инвестиционной деятельностью или с приобретением прав на недвижимость. В том же году резиденты РФ получили право покупать иностранную валюту за рубли через уполномоченные банки не только для выполнения обязательств по внешнеторговым контрактам и платежей по погашению кредитов, но и для целей, связанных с движением капитала.

Для привлечения долгосрочных иностранных инвестиций Банк России в 1997 году отменил лицензирование операций по привлечению и погашению резидентами РФ финансовых кредитов и займов в иностранной валюте от нерезидентов на срок свыше 180 дней⁸.

По мере либерализации финансового счета в период 1992–1997 годов структура притока иностранного капитала в российскую экономику постепенно изменялась: увеличивалась доля прямых и портфельных инвестиций нерезидентов, а доля иностранных кредитов в общем объеме притока капитала сокращалась. При этом в структуре иностранных кредитов росла доля ссуд и займов, предоставленных сектору нефинансовых предприятий. ПИИ направлялись преимущественно в финансовый сектор, в предприятия ТЭК, а также в отрасли, обеспечивающие быструю окупаемость вложений (пищевая промышленность, общественное питание, торговля)⁹.

Рост портфельных инвестиций, усилившийся в 1997 году, происходил преимущественно вследствие покупок нерезидентов на рынке российских государственных ценных бумаг (ГКО). Увеличение притока иностранного капитала в данный сектор было связано с высокими реальными ставками процента.

Помимо этого увеличивался спрос со стороны нерезидентов на российские корпоративные ценные бумаги. Важнейшим инструментом привлечения портфельных инвестиций являлся выпуск депозитарных расписок на акции российских предприятий. Однако, несмотря на это, в 1997 году на долю государственного сектора приходилось более 85% поступивших портфельных инвестиций.

⁸ Годовой отчет Банка России за 1997 год. Москва, 1998.

⁹ Там же.

Отметим, что в 1990-е годы основной формой увеличения иностранных требований были прочие инвестиции сектора нефинансовых предприятий.

В конце 1997 года ускорился отток капитала из РФ, связанный с опасениями инвесторов относительно устойчивости государственного внешнего долга и с разворачиванием кризиса в странах Юго-Восточной Азии. В результате ЦБ РФ начал проводить масштабные интервенции для поддержки рубля, что вело к сокращению международных резервов. В августе 1998 года был осуществлен набор чрезвычайных мер, включая усиление ограничений на движение капитала и селективный мораторий на выплаты по внешнему долгу. В частности, были заморожены выплаты по краткосрочным казначейским облигациям, объявлен дефолт по суверенным обязательствам, введены ограничения на перевод валюты за рубеж. В целом за сентябрь-декабрь 1998 года было принято свыше 20 нормативно-правовых актов, регулирующих операции на внутреннем валютном рынке, а также устанавливающих более жесткий контроль за совершением резидентами валютных операций.

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. Так, с 1 ноября 1998 года Банком России 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 по контракту с иностранным контрагентом. При этом юридические лица были обязаны продать приобретенную валюту на внутреннем валютном рынке в конце данного срока, если они не смогли по каким-либо причинам выполнить свои обязательства перед нерезидентами¹⁰.

Под регулирование также попадали операции нерезидентов в рублях на внутреннем валютном рынке. Нерезидентам запрещалось снятие наличных средств с рублевых корреспондентских счетов банков-нерезидентов¹¹.

Банк России ввел новые меры контроля за экспортно-импортными операциями резидентов, включая ужесточение требований к репатриации валютной выручки экспортерами. В случае не-

¹⁰ Годовой отчет Банка России за 1998 год. Москва, 1999.

¹¹ Ранее в соответствии с Инструкцией о порядке открытия и ведения уполномоченными банками счетов нерезидентов в валюте РФ (от 16 июля 1993 года) нерезиденты могли открывать на свое имя в уполномоченных банках РФ рублевые счета по месту нахождения в РФ их представительств и филиалов, а также осуществлять расчеты в рублях через рублевые корреспондентские счета банков-нерезидентов, открываемые на имя этих банков-нерезидентов в уполномоченных банках РФ.

зачисления экспортной валютной выручки в предусмотренные контрактами сроки была установлена ответственность экспортера в виде штрафных санкций в размере от 100 до 200% стоимости поставленных товаров. Была изменена система торгов иностранной валютой на межбанковских валютных биржах путем отделения торговли иностранной валютой по внешнеторговым операциям от иных сделок. Введение двухсекционных торгов на межбанковских валютных биржах было вызвано недостаточностью предложения на рынке иностранной валюты, незначительными объемами торгов и существенным влиянием спекулятивного капитала на курс национальной валюты¹².

Попытки Банка России предотвратить ослабление рубля привели к снижению международных резервов до критического уровня, составившего в конце 1998 года 12,2 млрд долл., тогда как импорт товаров и услуг в 1998 году оказался равным 74,5 млрд долл. В итоге в сентябре 1998 году 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 года (с 6,29 руб. до 20,65 руб. за 1 долл.), а в реальном выражении обменный курс российского рубля за август-декабрь 1998 года упал на 46%. Отток капитала только во второй половине 1998 года превысил 17 млрд долл. (9% ВВП), а рубль продолжал обесцениваться вплоть до 1999 года.

В 1998 году портфельные инвестиции оставались одной из важнейших форм привлечения иностранного капитала. При этом в связи с кризисным состоянием рынка государственных облигаций существенно снизился спрос нерезидентов на государственные ценные бумаги, номинированные в иностранной валюте, в частности на еврооблигации. Вывод средств нерезидентами с рынка ГКО-ОФЗ по итогам 1998 года составил 7,7 млрд долл.

Накануне кризиса 1998 года финансовый счет платежного баланса характеризовался следующими структурными диспропорциями:

- высокой долей краткосрочной задолженности банковского сектора перед нерезидентами (84% всей задолженности на 1 января 1998 года);
- относительно низкой долей ПИИ в структуре внешних обязательств (14% на начало 1998 года);
- высокой долей органов государственного управления в портфельных инвестициях (72%), что свидетельствует о чрезмерно краткосрочном характере иностранных обязательств государственного сектора;

¹² Годовой отчет Банка России за 1998 год. Москва, 1999.

- направленностью привлекаемых портфельных инвестиций на решение бюджетных проблем, а не на развитие экономики.

В результате масштабного оттока капитала из банковского сектора в 1998 году произошло улучшение временной структуры пассивов банков. К началу 1999 года доля краткосрочной задолженности банков перед нерезидентами снизилась до 70%.

Несмотря на принятые меры по контролю за капитальными операциями, в 1999 году вывоз капитала резидентами сохранился на уровне предыдущего года и в основном осуществлялся за счет сектора нефинансовых предприятий (16,5 млрд долл.) и банков (4,3 млрд долл.). Помимо этого наблюдалось существенное сокращение притока капитала в Россию (с 20,5 млрд долл. в 1998 году до 1,3 млрд долл. в 1999 году). Однако рост внешних обязательств происходил преимущественно в форме прямых инвестиций, что свидетельствует о позитивных изменениях с точки зрения устойчивости платежного баланса.

Новый этап либерализации операций финансового счета начался с 2001 года. Одним из важнейших решений в области валютного регулирования и валютного контроля, принятых в 2001 году, стало снижение норматива обязательной продажи экспортерами валютной выручки на внутреннем валютном рынке с 75 до 50% (в 2003 году норматив был уменьшен до 25%, в 2004 году — до 10%, а в 2006 году обязательная продажа была отменена).

В 2002 году в целях снижения издержек при валютных операциях Банк России уменьшил со 100 до 20% размер рублевых средств, размещаемых юридическими лицами — резидентами на депозит при покупке иностранной валюты для осуществления авансовых платежей по договорам об импорте товаров. В октябре 2002 года вместо разрешительного был введен уведомительный порядок открытия юридическими лицами — резидентами счетов в иностранных банках для обслуживания деятельности их представительств и филиалов за пределами РФ¹³. В 2005 году подобный порядок был распространен и на открытие вкладов резидентами за пределами территории РФ. В том же году Банк России предоставил резидентам право без специальных разрешений осуществлять через уполномоченные банки операции по покупке и продаже на организованном рынке выпущенных резидентами эмиссионных ценных бумаг, номинированных в иностранной валюте¹⁴.

В 2006 году Банк России снял последние ограничения на движение капитала, включая требования о резервировании части средств

¹³ Годовой отчет Банка России за 2002 год. Москва, 2003.

¹⁴ Годовой отчет Банка России за 2005 год. Москва, 2006.

при совершении резидентами и нерезидентами валютных операций, а также требования об обязательном использовании специальных счетов для осуществления отдельных видов валютных операций¹⁵. В 2007 году была также отменена обязанность представления физическими лицами отчетов о движении средств по счетам (вкладам) в банках за пределами территории РФ¹⁶.

Одновременно с либерализацией капитальных операций в начале 2000-х годов по мере восстановления доверия к российской банковской системе со стороны международного финансового рынка началось увеличение притока средств нерезидентов не только в форме ПИИ, но и в виде кредитов и портфельных инвестиций, направляемых в частный сектор.

В период 2000–2007 годов обязательства банковского сектора перед нерезидентами увеличивались преимущественно за счет роста ссуд и займов, привлеченных из-за границы (с 2,6 млрд долл. в 2000 году до 113,2 млрд долл. в 2007 году). При этом наблюдалось изменение структуры привлеченных займов с доминирования краткосрочной задолженности к существенному увеличению доли долгосрочных заимствований. Доля долгосрочной (более года) задолженности банковского сектора по ссудам и займам в 2000 году составила 31,3%, в 2007 году — 79%. На протяжении рассматриваемого периода росли портфельные инвестиции нерезидентов в банковский сектор, в частности в виде участия в капитале (с 0,05 млрд долл. в 2000 году до 30,8 млрд долл. в 2007 году), а также текущие счета и депозиты нерезидентов в российских банках.

Иностранные активы российских банков в 2000–2007 годах были представлены преимущественно ссудами и займами нерезидентам (рост с 2,5 млрд долл. в 2000 году до 34,3 млрд долл. в 2007 году, доля краткосрочной задолженности нерезидентов в 2007 году составляла 51,6%). Текущие счета и краткосрочные депозиты банковского сектора за рубежом также существенно выросли — с 11,7 млрд долл. в 2000 году до 32,2 млрд долл. в 2007 году. Помимо этого российские банки приобретали долгосрочные ценные бумаги нерезидентов (10,4 млрд долл. в 2007 году).

Нефинансовые предприятия активно привлекали иностранные портфельные инвестиции в форме участия в капитале (увеличение с 11,1 млрд долл. в 2000 году до 259,9 млрд долл. в 2007 году). Покупка долгосрочных долговых ценных бумаг нефинансовых предприятий нерезидентами также постепенно росла и к 2007 году составила 18,1 млрд долл. Объем обязательств нефинансовых предприятий по статье «долгосрочные ссуды и займы» увеличился к 2007 году до

¹⁵ Годовой отчет Банка России за 2006 год. Москва, 2007.

¹⁶ Годовой отчет Банка России за 2007 год. Москва, 2008.

109,8 млрд долл., в то же время величина краткосрочных обязательств составляла лишь 10,4 млрд долл.

Активы нефинансовых предприятий увеличивались преимущественно за счет предоставления краткосрочных и долгосрочных ссуд и займов (с 1,1 млрд долл. в 2000 году до 38,3 млрд долл. в 2007 году), а также за счет предоставления краткосрочных торговых кредитов и авансов (7,2 млрд долл. в 2000 году, 10,1 млрд долл. в 2007 году).

Приток иностранного капитала в российскую экономику в течение в 2000–2007 годов оказал значимое влияние на ключевые макроэкономические показатели. Так, приток иностранного капитала в форме прямых иностранных инвестиций способствовал позитивной динамике реального ВВП, поддерживая процесс технологической модернизации производственных мощностей и повышая капиталовооруженность экономики. Так, за период 2000–2007 годов импорт машин и оборудования в РФ вырос с 10,6 млрд долл. (31,4% всего импорта) в 2000 году до 101,8 млрд долл. (51,0% всего импорта) в 2007 году. Одновременно иностранные инвестиции оказывали повышательное давление на реальный курс рубля, увеличивая инфляцию в условиях квазификсированного режима валютного курса, существенной экспортной выручки и ограниченных возможностей по стерилизации избыточной денежной массы.

В результате мирового финансового кризиса 2008 года произошел масштабный отток капитала из РФ. Наиболее быстро на кризисные явления отреагировали портфельные инвестиции. В 2008 году нерезиденты уменьшили портфельные инвестиции в долговые ценные бумаги российских компаний на сумму 15,3 млрд долл., участие в капитале нефинансовых предприятий сократилось на 196 млрд долл. Величина портфельных инвестиций в банковский сектор в 2008 году сократилась на 4,3 млрд долл.

Вследствие падения цен на основные товары российского экспорта, нестабильности на российском финансовом рынке, усиления ожиданий относительно девальвации национальной валюты в IV квартале 2008 года инвестиции частного сектора за границу превысили 94,3 млрд долл. (31,4 млрд долл. в IV квартале 2007 года). Требования российских банков к нерезидентам выросли на 51,2 млрд долл. (2 млрд долл. в IV квартале 2008 года) преимущественно за счет увеличения предоставленных ссуд и займов, а также остатков средств на текущих счетах и депозитах. Внешние активы нефинансовых предприятий в 2008 году возросли на 166,1 млрд долл. в большей степени за счет увеличения предоставленных нерезидентам долгосрочных ссуд и займов, а также повышения спроса на наличную иностранную валюту. Таким образом, основными каналами оттока капитала в 2008 году оказались прямые иностранные инвестиции нефинансовых предприятий, а также ссуды и депозиты

банков. Весьма высоких значений (50,6 млрд руб.) достигли сомнительные или имеющие признаки фиктивности операции, являющиеся одной из компонент неофициального оттока или бегства капитала.

В дальнейшем в условиях ограниченного доступа к новым заимствованиям за границей обязательства частного сектора продолжали сокращаться. Иностранные обязательства банков за 2009 год снизились на 43,3 млрд долл. за счет погашения краткосрочных ссуд и депозитов. Привлечение иностранного капитала нефинансовыми предприятиями уменьшилось в 2009 году, по сравнению с 2008 годом, в 2,8 раза (до 35,8 млрд долл.). Вывоз капитала нефинансовыми предприятиями в 2009 году происходил в основном в форме поддержки зависимых и дочерних зарубежных организаций, осуществляемой посредством увеличения участия в капитале, а также предоставления кредитов и реинвестирования начисленных доходов¹⁷. В целом накануне мирового финансового кризиса важной характеристикой финансового счета платежного баланса РФ было привлечение иностранного капитала частным сектором, в основном через канал ссуд и займов. С учетом того, что бóльшая часть привлеченных займов носила долгосрочный, а следовательно, более стабильный характер, предотвращение значительного оттока капитала за счет введения мер по ограничению притока капитала до наступления кризиса вряд ли могло быть возможным. Как показывает анализ международного опыта введения ограничений на приток капитала, в подавляющем большинстве случаев страны накладывали ограничения на краткосрочные заимствования из-за рубежа, потенциально несущие в себе риски для финансовой стабильности.

Возобновление роста мировой экономики после финансового кризиса было связано с постепенным восстановлением мировых рынков капитала и с ростом интереса инвесторов к риску при сохранении низких процентных ставок в развитых странах [Трунин, 2011]. В период 2010–2013 годов наблюдался рост обязательств банковского сектора РФ как за счет размещения еврооблигационных займов, так и вследствие привлечения синдицированных кредитов. В результате кредитные организации вновь стали основным каналом доступа российских заемщиков к мировому рынку капитала. Преобладающей формой привлечения иностранного капитала нефинансовыми организациями в период 2010–2013 годов являлись прямые инвестиции, приток которых начиная с 2011 года вырос к 2004 году на 58,8% (до 60,1 млрд долл.). Приток ПИИ в значительной мере был обеспечен поступлением средств от размещения евробондов.

¹⁷ Годовой отчет Банка России за 2009 год. Москва, 2010.

В период 2010–2013 годов российские банки продолжали приобретать долговые ценные бумаги и акции иностранных эмитентов, а также наращивать объем предоставленных ссуд и займов. Если в 2010 году величина ссуд и займов, представленных в течение года зарубежным контрагентам, составляла 6,6 млрд долл., то в 2013 году она достигла 25,6 млрд долл. Вывоз капитала нефинансовым сектором в 2010–2013 годах осуществлялся в основном в форме прямых инвестиций, достигших к 2013 году 85,2 млрд долл. (66% от общего объема вывоза капитала нефинансовым сектором). Значительными на протяжении рассматриваемого периода были вложения резидентов в приобретение недвижимости за рубежом.

В 2014 году в результате введения санкций против России и закрытия международных финансовых рынков вновь произошло увеличение масштабов оттока капитала. Со второго полугодия 2014 года началось сокращение иностранных пассивов банковского сектора, составившее 30,8 млрд долл. Нефинансовые предприятия также столкнулись со снижением внешнего финансирования. Прямые иностранные инвестиции в нефинансовые предприятия в 2014 году составили 17,6 млрд долл., что преимущественно было обеспечено реинвестированием доходов нерезидентов в капитал российских компаний. Снижение портфельных инвестиций нерезидентов в корпоративные ценные бумаги российских эмитентов составило 12,3 млрд долл., в то время как чистое сокращение задолженности по ссудам и займам частного сектора оказалось равным 5,8 млрд долл.

Чистое приобретение финансовых активов нефинансовыми предприятиями в 2014 году составило 72,6 млрд долл. Большая часть приобретенных финансовых активов была представлена прямыми инвестициями (55,2 млрд долл.). В их составе существенно выросли вложения в долговые инструменты зарубежных предприятий, а также инвестиции резидентов — домашних хозяйств, рассматриваемые как связанные с приобретением и с содержанием иностранной недвижимости¹⁸, что свидетельствует о стремлении экономических агентов к диверсификации жизненной стратегии.

В целом в 2014 году главными причинами роста чистого оттока капитала стал переход от привлечения к погашению внешних займов и инвестиций, а также резкое увеличение вложений резидентов в наличную иностранную валюту. Однако отметим, что отток капитала из банковского сектора в кризис 2008–2009 годов оказался на 32 млрд долл. больше, чем за 2014 год, поскольку помимо значительного погашения внешней задолженности банки, как было описано выше, более интенсивно наращивали свои иностранные активы.

¹⁸ Годовой отчет Банка России за 2014 год. Москва, 2015.

Иностранные активы небанковского сектора (за исключением наличной иностранной валюты) в 2014 году выросли на 71 млрд долл. меньше, чем в кризис 2008–2009 годов (144,9 млрд долл. в 2008 году против 73,9 млрд долл. в 2014 году), в результате закрытия внешних рынков капитала из-за санкций, введенных против России со стороны стран Запада и отсутствия возможностей по рефинансированию внешних обязательств.

Как показывает мировой опыт, в кризисный период введение мер по ограничению движения капитала представляется возможным. Такие страны, как Малайзия (1997–1999 годы), Таиланд (1997–1998 годы), Исландия (2009–2011 годы), Кипр (2013–2015 годы), во время кризиса использовали достаточно жесткие ограничения на операции по капитальному счету, способствовавшие поддержанию финансовой и макроэкономической стабильности [Edison, Reinhart, 2000; Iceland: Ex post evaluation..., 2012]. Однако, несмотря на масштаб оттока капитала в 2014 году, в РФ ограничения на движение капитала не были введены, что, на наш взгляд, представляется правильным, с учетом высоких репутационных издержек для российской экономики и рисков еще большего ухудшения инвестиционного климата не только в кратко-, но и в долгосрочной перспективе.

Чистый отток капитала из страны в 2015 году оказался значительно ниже (57,5 млрд долл.), чем в 2014 году, в результате сокращения иностранных активов банковского сектора и существенно меньшего роста иностранных активов нефинансовых предприятий. За январь-август 2016 года чистый вывоз капитала частным сектором составил 9,9 млрд долл., что в пять раз меньше соответствующего показателя в январе-августе 2015 года. Вывоз капитала был связан преимущественно с увеличением спроса нефинансовых предприятий на активы за рубежом (в особенности в форме ПИИ), при этом наблюдался незначительный приток средств в банковский сектор в результате опережающего сокращения иностранных активов (ссуд и депозитов) по сравнению с погашением внешних обязательств.

Несмотря на снятие ограничений на движение капитала, в России до сих пор действует комплексная система валютного контроля, серьезно затрудняющая совершение трансграничных финансовых операций и операций в иностранной валюте¹⁹.

На наш взгляд, в условиях отсутствия ограничений на движение капитала в РФ можно поставить вопрос об отмене валютного контроля и замене его банковским контролем и отдельными нормами налогового законодательства. Ключевой предпосылкой данного

¹⁹ Подробнее о проблемах валютного регулирования в РФ см. в: [Левашенко и др., 2016].

решения должно стать дальнейшее налаживание взаимодействия в сфере международного обмена информацией между государственными регулирующими органами, что позволит снизить риски нарушений налогового, административного и уголовного законодательства.

Заключение

Как показывают экономические исследования, международные потоки капитала помогают экономическому развитию, позволяя растущим странам привлечь финансовые ресурсы, необходимые для инвестиций. Однако волатильность потоков капитала создает риски макроэкономической дестабилизации для стран, где финансовые институты недостаточно развиты. Наличие постоянно действующих барьеров для потоков капитала, как правило, неэффективно, поскольку не позволяет снизить риски разворачивания кризиса, но приводит к искусственному ограничению предложения финансовых ресурсов.

Общий вывод, к которому приходят научное сообщество и международные организации, состоит в том, что введения ограничений потоков капитала по возможности желательно избегать, тем более что наличие ограничений само по себе не гарантирует макроэкономической устойчивости. Ограничения могут вводиться лишь в исключительных случаях, когда есть необходимость смягчить негативные последствия шоков, связанных с изменением конъюнктуры глобальных финансовых рынков. Введение контроля над движением капитала в экстренной ситуации может предотвратить коллапс финансового сектора, но такие меры со временем быстро теряют действенность, поэтому ограничения целесообразно вводить на короткий период. При этом преимущество всегда должно отдаваться мерам макропруденциального характера, а использование ограничений на потоки капитала следует рассматривать как вынужденную меру, и ее роль должна быть второстепенной.

Рассмотренная нами эволюция ограничений на капитальные операции в России и динамика притока и оттока капитала из страны за тот же период позволяют говорить о том, что основным фактором движения капитала является состояние российской экономики, а также внутренние и внешние шоки²⁰. Действовавшие до 2007 года

²⁰ Определяющую часть потоков капитала в РФ могут составлять ранее выведенные из страны средства российских резидентов, не удовлетворенных качеством российской институциональной среды. В период кризиса 2014–2015 годов погашение части корпоративного внешнего долга за счет внешних активов нефинансового сектора также могло происходить за счет выведенных ранее средств. К сожалению, имеющаяся на данный момент статистика не позволяет сделать количественные оценки данных потоков.

ограничения не предотвратили ни кризис 1998 года, ни масштабный чистый приток капитала, начавшийся в 2006 году.

В целом проведенный анализ показывает, что в случае дальнейшей дестабилизации ситуации в РФ из-за угрозы возникновения финансовой нестабильности для предотвращения крупномасштабного оттока капитала в качестве краткосрочных мер могут быть введены ограничения на такие капитальные потоки, как краткосрочные ссуды и займы частного сектора, остатки средств на текущих счетах и краткосрочных депозитах частного сектора за рубежом. Помимо этого возможен дополнительный контроль за операциями по предоставлению торговых кредитов и авансов иностранным контрагентам как за одним из значимых источников бегства капитала. Иные ограничения на операции с капиталом в современных условиях вряд ли способны оказаться эффективными.

Литература

1. *Ершов М.* О новых финансовых инструментах в условиях санкций // Аналитический банковский журнал. 2014. № 9. С. 44–45.
2. *Головнин М. Ю.* Денежно-кредитная политика в условиях кризиса // Журнал Новой экономической ассоциации. 2016. № 1. С. 168–173.
3. *Левашенко А. Д., Синельников-Мурылев С. Г., Трунин П. В.* Валютное регулирование операций юридических лиц в Российской Федерации: проблемы и предложения // Экономическое развитие России. 2016. № 4. С. 24–28.
4. *Некипелов А. Д.* О ресурсном проклятии и его влиянии на тактику и стратегию экономического развития // Журнал Новой экономической ассоциации. 2015. № 2. С. 205–209.
5. *Трунин П.* Денежно-кредитная политика // Российская экономика в 2010 году. Тенденции и перспективы / С. Г. Синельников-Мурылев, А. Д. Радыгин, Н. Г. Главацкая (ред.). Выпуск 32. М.: Изд-во Института Гайдара, 2011.
6. *Abdelal R.* Writing the rules of global finance: France, Europe, and capital liberalization // Review of International Political Economy. 2006. Vol. 13. No 1. P. 1–27.
7. *Ahrend R., Goujard A., Schweltnus C.* International capital mobility which structural policies reduce financial fragility? OECD Economic Policy Papers. 2012. No 2. P. 3.
8. *Aizenman J., Guidotti P. E.* Capital controls, collection costs and domestic public debt // Journal of International Money and Finance. 1999. Vol. 13. No 1. P. 41–54.
9. *Alesina A., Grilli V., Milesi-Ferrett G. M.* The political economy of capital controls. National Bureau of Economic Research. Working Paper. 1993. No w4353.
10. *Alfaro L., Kalemli-Ozcan S., Volosovych V.* Why doesn't capital flow from rich to poor countries? An empirical investigation // The Review of Economics and Statistics. 2008. Vol. 90. No 2. P. 347–368.
11. *Arteta C., Eichengreen B., Wyplosz C.* When does capital account liberalization help more than it hurts? National Bureau of Economic Research. Working Paper. 2001. No w8414.
12. *Barro R. J., Sala-i-Martin X.* Economic growth. Cambridge, MA; London: MIT press. 2004.
13. *Bartolini L., Drazen A.* Capital-account liberalization as a signal // American Economic Review. 1997. Vol. 87. No 1. 1997. P. 138–154.
14. *Bianchi J., Mendoza E. G.* Overborrowing, financial crises and 'macro-prudential' policy? International Monetary Fund. 2011. No 11/24.

15. *Bordo R. M.* The bretton woods international monetary system: An historical overview. National Bureau of Economic Research. Working Paper. 1992. No w4033.
16. *Borensztein E., De Gregorio J., Lee J. W.* How does foreign direct investment affect economic growth? // *Journal of international Economics*. 1998. Vol. 45. No 1. P. 115–135.
17. *Calvo G. A., Mendoza E. G.* Rational contagion and the globalization of securities markets // *Journal of International Economics*. 2000. Vol. 51. No 1. P. 79–113.
18. *Calvo G.* Capital flows and capital-market crises: The simple economics of sudden stops // *Journal of Applied Economics*. 1998. Vol. 1. No 1. P. 35–54.
19. *Calvo G. A.* Presidential address: Globalization hazard and delayed reform in emerging markets // *Economia*. 2002. Vol. 2. No 2. P. 1–29.
20. *Calvo G. A., Izquierdo A., Mejia L. F.* On the empirics of sudden stops: The relevance of balance-sheet effects. National Bureau of Economic Research. Working Paper. 2004. No 10520.
21. *Cardoso E., Goldfajn I.* Capital flows to Brazil: The endogeneity of capital controls // *Staff Papers*. 1998. Vol. 45. No 1. P. 161–202.
22. *Chamon M., Garcia M.* Capital controls in Brazil: Effective? // *Journal of International Money and Finance*. 2016. Vol. 61. P. 163–187.
23. *Chanda A.* The Influence of capital controls on long run growth: Where and how much? // *Journal of Development Economics*. 2005. Vol. 77. No 2. P. 441–466.
24. *Chang R., Velasco A.* Financial fragility and the exchange rate regime // *Journal of Economic Theory*. 2000. Vol. 92. No 1. P. 1–34.
25. *Chinn M. D., Ito H.* What matters for financial development? Capital controls, institutions, and interactions // *Journal of Development Economics*. 2006. Vol. 81. No 1. P. 163–192.
26. *Crespo N., Fontoura M. P.* Determinant factors of FDI spillovers — what do we really know? // *World Development*. 2007. Vol. 35. No 3. P. 410–425.
27. *De La Potterie B. V. P., Lichtenberg F.* Does foreign direct investment transfer technology across borders? // *Review of Economics and Statistics*. 2001. Vol. 83. No 3. P. 490–497.
28. *De Mello L. R.* Foreign direct investment-led growth: Evidence from time series and panel data // *Oxford Economic Papers*. 1999. Vol. 51. No 1. P. 133–151.
29. *Dooley M. P., Folkerts-Landau D., Garber P.* The revived Bretton Woods System // *International Journal of Finance & Economics*. 2004. Vol. 9. No 4. P. 307–313.
30. *Dornbusch R.* A Primer on emerging market crises. National Bureau of Economic Research. Working Paper. 2001. No w8326.
31. *Dornbusch R.* The European monetary system, the dollar and the yen. The European Monetary System. Cambridge University Press. 1988. P. 23–41.
32. *Edison H., Reinhart C.* Capital controls during financial crises: The case of Malaysia and Thailand. *International Finance Working Paper*. 2000. No 662.
33. *Edwards S.* How effective are capital controls? // *Journal of Economic Perspectives*. 1999. Vol. 13. No 4. P. 65–84.
34. *Égert B., Lahrière-Révil A., Lommatzsch K.* The stock-flow approach to the real exchange rate of transition economies. *CEPII Working Paper*. 2004. No 14.
35. *Eichengreen B., Hausmann R., Panizza U.* Currency mismatches, debt intolerance and original sin: Why they are not the same and why it matters // *Capital controls and capital flows in emerging economies: Policies, practices and consequence* / S. Edwards (ed.). University of Chicago Press. 2007.
36. *Eichengreen B., Rose A.* Capital controls in the 21st century // *Journal of International Money and Finance*. 2014. Vol. 48. P. 1–16.

37. *Fischer S.* Capital account liberalization and the role of the IMF // Should the IMF pursue capital-account convertibility? / Essays in International Finance 207. Princeton University, NJ: 1998.
38. *Fleming J. M.* Domestic financial policies under fixed and under floating exchange rates. Staff Papers. 1962. Vol. 9. No 3. P. 369–380.
39. *Flood R. P., Garber P. M.* Collapsing exchange-rate regimes: Some linear examples // Journal of International Economics. 1984. Vol. 17. No 1. P. 1–13.
40. *Forbes K. J.* One cost of the Chilean capital controls: Increased financial constraints for smaller traded firms // Journal of International Economics. 2007. Vol. 71. No 2. P. 294–323.
41. *Garcia M. G. P., Valpassos M. V. F.* Capital flows, capital controls and currency crisis: The case of Brazil in the Nineties. 1998. November. Available at: <https://ssrn.com/abstract=147201>.
42. *Gertler M., Rogoff K.* Developing country borrowing and domestic wealth. National Bureau of Economic Research. Working Paper. 1989. No w2887.
43. *Giovannini A., De Melo M.* Government revenue from financial repression // American Economic Review. 1993. Vol. 83. No 4. P. 953–963.
44. *Golub S.* Measures of restrictions on inward foreign direct investment for OECD countries. OECD Economic Studies. 2003. No 36. P. 85–116.
45. *Graham E. M., Krugman P.* Foreign direct investment in the United States. Peterson Institute Press. 1995.
46. *Grilli V., Milesi-Ferretti G. M.* Economic effects and structural determinants of capital controls. International Monetary Fund. Staff Papers. 1995. Vol. 42. No 3. P. 517–551.
47. *Guonan M., McCauley R.* Do China's capital controls still bind? Implications for monetary autonomy and capital liberalisation. BIS Working Papers. 2007. No 233.
48. *Henry B. P.* Capital account liberalization: Theory, evidence, and speculation // Journal of Economic Literature. 2007. Vol. 45. No. 4. P. 887–935.
49. *Hutchison M., Kendall J., Pasricha G., Singh N.* Indian capital control liberalization: Evidence from NDF markets. National Institute of Public Finance and Policy Working Paper. 2010. No 2009–60.
50. *Iceland: Ex post evaluation of exceptional access under the 2008 stand-by arrangement.* International Monetary Fund Country Report. 2012. Vol. 12.
51. *Jadhav N.* Capital account liberalization: The Indian experience // India's and China's recent experience with reform and growth / W. Tseng, D. Cowen (eds.). Palgrave Macmillan UK. 2005. P. 275–307.
52. *Kaminsky G., Schmukler S., Mishkin F. S., Wei S. J.* Short- and long-run integration: Do capital controls matter? Brookings Institution Press. 2000. P. 125–178.
53. *Kaplan E., Rodrik D.* Did the Malaysian capital controls work? National Bureau of Economic Research. Working paper. 2001. No 8142.
54. *Klein M. W., Olivei G. P.* Capital account liberalization, financial depth, and economic growth // Journal of International Money and Finance. 2008. Vol. 27. No 6. P. 861–875.
55. *Kraay A.* In search of the macroeconomic effects of capital account liberalization. The World Bank Group. 1998.
56. *Krugman P. A.* Model of balance-of-payments crises // Journal of Money, Credit and Banking. 1979. Vol. 11. No 3. P. 311–325.
57. *Levine R., Zervos S.* Capital control liberalization and stock market development // World Development. 1998. Vol. 26. No 7. P. 1169–1183.
58. *Lucas R.* Why doesn't capital flow from rich to poor countries? // The American Economic Review. 1990. Vol. 80. No 2. P. 92–96.

59. *McKinnon R.* Money and capital in economic development // Financial deepening in economic development / S. Edward (ed.). Brookings Institution. Washington, DC. 1973.
60. *Mundell R. A.* Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates // Canadian Journal of Economics and Political Science. 1963. Vol. 29. No 4. 1963. P. 475–485.
61. *Neely J.* An introduction to capital controls. Federal Reserve Bank of St. Louis Review. 1999. Vol. 81. No 6. P. 13–30.
62. *Obstfeld M.* Trilemmas and trade-offs: Living with financial globalisation. Bank for International Settlements. 2015. No 480.
63. *Obstfeld M., Rogoff K.* Foundations of international macroeconomics. Cambridge, MA; London: MIT press. 1996.
64. *Obstfeld M., Taylor A. M.* The great depression as a watershed: International capital mobility over the long run. National Bureau of Economic Research. Working Paper. 1997. No w5960.
65. *Ostry J. D., Ghosh A. R., Chamon M., Qureshi M. S.* Capital controls: When and why? International Monetary Fund Economic Review. 2011. Vol. 59. No 3. P. 562–580.
66. *Ostry J. D., Ghosh A. R., Habermeier K., Chamon M., Qureshi M. S., Reinhardt D.* Capital inflows: The role of controls // Revista de Economia Institucional. 2010. Vol. 12. No 23. P. 135–164.
67. *Prasad E., Rajan R., Subramanian A.* The paradox of capital // Finance and development. 2007. Vol. 44. No 1.
68. *Quinn D.* The correlates of change in international financial regulation // American Political Science Review. 1997. Vol. 91. No 3. P. 531–551.
69. *Radelet S., Sachs J.* The onset of the East Asian financial crisis. National Bureau of Economic Research. Working Paper. 1998. No w6680.
70. *Razin A., Sadka E.* Efficient investment incentives in the presence of capital flight // Journal of International Economics. 1991. Vol. 31. No 1–2. P. 171–181.
71. *Reinhart C. M., Calvo G. A.* When capital inflows come to a sudden stop: Consequences and policy option // Reforming the international monetary and financial system / P. Kenen, A. Swoboda (eds.). International Monetary Fund. Washington, DC. 2000.
72. *Rodrik D.* The globalization paradox: Democracy and the future of the world economy. WW Norton & Company. 2011.
73. *Stiglitz J. E.* Capital market liberalization, economic growth, and instability // World Development. 2000. Vol. 28. No 6. P. 1075–1086.
74. *Sussman O.* Macroeconomic effects of a tax on bond interest rates // Journal of Money, Credit and Banking. 1991. Vol. 23. No 3. P. 352–366.
75. *Tamirisa N.* Exchange and capital controls as barriers to trade. International Monetary Fund. Staff Papers. 1999. No 1. P. 69–88.
76. *The liberalization and management of capital flows — an institutional view International Monetary Fund.* International Monetary Fund. Washington, DC. 2012.
77. *Tobin J.* A proposal for international monetary reform // Eastern Economic Journal. 1978. Vol. 4. No 3/4. P. 153–159.
78. *Tornell A., Velasco A.* The tragedy of the commons and economic growth: Why does capital flow from poor to rich countries? // Journal of Political Economy. 1992. Vol. 100. No 6. P. 1208–1231.
79. *von Hagen J., Siedschlag I.* Managing capital flows: Experiences from Central and Eastern Europe // Managing capital flows. The search for a framework / M. Kawai, M. B. Lamberte (eds.). Edward Elgar Publishing. 2010.

Alexandra V. BOZHECHKOVA, Cand. Sci. (Econ.),
Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration
(82, Vernadskogo prosp., Moscow, 119571, Russian Federation).
E-mail: bojchkova@ranepa.ru

Evgeny L. GORYUNOV, Gaidar Institute for Economic Policy
(build. 1, 3-5, Gazetny per., Moscow, 125993, Russian Federation).
E-mail: gorunov@iep.ru

Sergey G. SINELNIKOV-MURYLEV, Dr. Sci. (Econ.), Professor, Russian Foreign
Trade Academy (4a, Pudovkina ul., Moscow, 119285, Russian Federation).
E-mail: sinel@vavt.ru

Pavel V. TRUNIN, Cand.Sci. (Econ.), Russian Presidential Academy of National Economy
and Public Administration (82, Vernadskogo prosp., Moscow, 119571, Russian Federation).
E-mail: pt@iep.ru

Capital Controls: World Experience and Lessons for Russia

Abstract

The article investigates causes and consequences of the introduction of capital controls. The evolution of the views of international organizations on capital mobility restrictions including the revision of liberal views of economic community after the global financial crisis of 2008–2009, when it became clear that high capital mobility is one of the sources of imbalances in the financial sector, is examined. The main theoretical concepts, which take into account the advantages of openness and related macroeconomic risks, are presented, as well as the economic consequences of inflow and outflow of various types of capital flows, including foreign direct investment, portfolio investment, loans, etc., are analyzed. The evolution of capital controls in Russia, considered simultaneously with the dynamics of inflow and outflow of capital from the Russia, shows that the key factors in the movement of capital are the state of the Russian economy, as well as internal and external shocks, while the practice of using restrictions on the financial account has proved to be poorly effective. According to the analysis of theoretical concepts and international experience of functioning of economies in the face of restrictions on cross-border capital operations by the example of Brazil, Malaysia, Chile, India, China and other countries, as well as the study of the Russian practice in regulation of capital transactions, the authors conclude that capital controls can only be imposed in exceptional cases when it is necessary to mitigate the negative effects of shocks associated with changes in conditions of global financial markets. In this case, the advantage should always be given to macroprudential measures.

Keywords: capital control, capital mobility, financial account, macroeconomic stability, investments, financial crises.

JEL: E52, F21, F38.

References

1. Ershov M. O novykh finansovykh instrumentakh v usloviyakh sanktsii [About new financial instruments in terms of sanctions]. *Analiticheskii Bankovskii Zhurnal [The Analytical Banking Magazine]*, 2014, no. 9, pp. 44-45.

2. Golovnin M. Yu. Denezhno-kreditnaia politika v usloviiakh krizisa [Monetary policy in Russia during the crisis]. *Journal of New Economic Assosiation*, 2016, no. 1, pp. 168-173.
3. Levashenko A. D., Sinelnikov-Murylev S. G., Trunin P. V. Valiutnoe regulirovanie operatsii iuridicheskikh lits v Rossiiskoi Federatsii: Problemy i predlozheniia [Foreign exchange regulation of operations of legal entities in the Russian Federation: Problems and suggestions]. *Ekonomicheskoe razvitie Rossii [Russian Economic Developments]*, 2016, no. 4, pp. 24-28.
4. Nekipelov A. Dm. O resursnom proklatii i ego vliianii na taktitku i strategiiu ekonomicheskogo razvitiia [On the resource curse and its effect on tactics and strategy of economic development]. *Journal of New Economic Assosiation*, 2015, no. 2, pp. 205-209.
5. Trunin P. Denezhno-kreditnaia politika [Monetary policy]. In: S. G. Sinelnikov-Mourylev, A. D. Radygin, N. G. Glavatskaya (eds.), *Rossiiskaia ekonomika v 2010 godu. Tendentsii i perspektivy [Russian economy in 2015. Trends and outlooks]*, Moscow: Izd-vo Instituta Gaidara, 2011, iss. 32.
6. Abdelal R. Writing the rules of global finance: France, Europe, and capital liberalization. *Review of International Political Economy*, 2006, vol. 13, no. 1. pp. 1-27.
7. Ahrend R., Goujard A., Schweltnus C. International capital mobility which structural policies reduce financial fragility? *OECD Economic Policy Papers*, 2012, no. 2, p. 3.
8. Aizenman J., Guidotti P. E. Capital controls, collection costs and domestic public debt. *Journal of International Money and Finance*, 1999, vol. 13, no. 1, pp. 41-54.
9. Alesina A., Grilli V., Milesi-Ferrett G. M. *The political economy of capital controls*. National Bureau of Economic Research. Working Paper, 1993, no. w4353.
10. Alfaro L., Kalemli-Ozcan S., Volosovych V. Why doesn't capital flow from rich to poor countries? An empirical investigation. *The Review of Economics and Statistics*, 2008, vol. 90, no. 2, pp. 347-368.
11. Arteta C., Eichengreen B., Wyplosz C. *When does capital account liberalization help more than it hurts?* National Bureau of Economic Research. Working Paper, 2001, no. w8414.
12. Barro R. J., Sala-i-Martin X. *Economic growth*. Cambridge, MA; London: MIT press, 2004.
13. Bartolini L., Drazen A. Capital-account liberalization as a signal. *American Economic Review*, 1997, vol. 87, no. 1, pp. 138-154.
14. Bianchi J., Mendoza E. G. *Overborrowing, financial crises and 'macro-prudential' policy?* International Monetary Fund, 2011, no. 11/24.
15. Bordo R. M. *The Bretton Woods International Monetary System: An historical overview*. National Bureau of Economic Research. Working Paper, 1992, no. w4033.
16. Borensztein E., De Gregorio J., Lee J. W. How does foreign direct investment affect economic growth? *Journal of International Economics*, 1998, vol. 45, no. 1, pp. 115-135.
17. Calvo G. A., Mendoza E. G. Rational contagion and the globalization of securities markets. *Journal of International Economics*, 2000, vol. 51, no. 1, pp. 79-113.
18. Calvo G. Capital flows and capital-market crises: The simple economics of sudden stops. *Journal of Applied Economics*, 1998, vol. 1, no. 1, pp. 35-54.
19. Calvo G. A. Presidential address: Globalization hazard and delayed reform in emerging markets. *Economia*, 2002, vol. 2, no. 2, pp. 1-29.
20. Calvo G. A., Izquierdo A., Mejia L. F. *On the empirics of sudden stops: The relevance of balance-sheet effects*. National Bureau of Economic Research. Working Paper, 2004, no. 10520.
21. Cardoso E., Goldfajn I. Capital flows to Brazil: The endogeneity of capital controls. *Staff Papers*, 1998, vol. 45, no. 1, pp. 161-202.
22. Chamon M., Garcia M. Capital controls in Brazil: Effective? *Journal of International Money and Finance*, 2016, vol. 61, pp. 163-187.

23. Chanda A. The influence of capital controls on long run growth: Where and how much? *Journal of Development Economics*, 2005, vol. 77, no. 2, pp. 441-466.
24. Chang R., Velasco A. Financial fragility and the exchange rate regime. *Journal of Economic Theory*, 2000, vol. 92, no. 1, pp. 1-34.
25. Chinn M. D., Ito H. What matters for financial development? Capital controls, institutions, and interactions. *Journal of Development Economics*, 2006, vol. 81, no. 1, pp. 163-192.
26. Crespo N., Fontoura M. P. Determinant factors of FDI spillovers — what do we really know? *World Development*, 2007, vol. 35, no. 3, pp. 410-425.
27. De La Potterie B. V. P., Lichtenberg F. Does foreign direct investment transfer technology across borders? *Review of Economics and Statistics*, 2001, vol. 83, no. 3, pp. 490-497.
28. De Mello L. R. Foreign direct investment-led growth: Evidence from time series and panel data. *Oxford Economic Papers*, 1999, vol. 51, no. 1, pp. 133-151.
29. Dooley M. P., Folkerts-Landau D., Garber P. The revived Bretton Woods System. *International Journal of Finance & Economics*, 2004, vol. 9, no. 4, pp. 307-313.
30. Dornbusch R. *A primer on emerging market crises*. National Bureau of Economic Research. Working Paper, 2001, no. w8326.
31. Dornbusch R. *The European monetary system, the dollar and the yen*. The European Monetary System. Cambridge University Press, 1988, pp. 23-41.
32. Edison H., Reinhart C. *Capital controls during financial crises: The case of Malaysia and Thailand*. International Finance Working Paper, 2000, no. 662.
33. Edwards S. How effective are capital controls? *Journal of Economic Perspectives*, 1999, vol. 13, no. 4, pp. 65-84.
34. Égert B., Lahrière-Révil A., Lommatzsch K. *The stock-flow approach to the real exchange rate of transition economies*. CEPII Working Paper, 2004, no. 14.
35. Eichengreen B., Hausmann R., Panizza U. Currency mismatches, debt intolerance and original sin: Why they are not the same and why it matters. In: S. Edwards (ed.). *Capital controls and capital flows in emerging economies: Policies, practices and consequence*. University of Chicago Press, 2007.
36. Eichengreen B., Rose A. Capital controls in the 21st century. *Journal of International Money and Finance*, 2014, vol. 48, pp. 1-16.
37. Fischer S. Capital account liberalization and the role of the IMF. In: *Should the IMF pursue capital-account convertibility?* Essays in International Finance 207, Princeton University, NJ, 1998.
38. Fleming J. M. Domestic financial policies under fixed and under floating exchange rates. *Staff Papers*, 1962, vol. 9, no. 3, pp. 369-380.
39. Flood R. P., Garber P. M. Collapsing exchange-rate regimes: Some linear examples. *Journal of International Economics*, 1984, vol. 17, no. 1, pp. 1-13.
40. Forbes K. J. One cost of the Chilean capital controls: Increased financial constraints for smaller traded firms. *Journal of International Economics*, 2007, vol. 71, no. 2, pp. 294-323.
41. Garcia M. G. P., Valpassos M. V. F. Capital flows, capital controls and currency crisis: The case of Brazil in the Nineties. 1998, November. Available at: <https://ssrn.com/abstract=147201>.
42. Gertler M., Rogoff K. *Developing country borrowing and domestic wealth*. National Bureau of Economic Research. Working Paper, 1989, no. w2887.
43. Giovannini A., De Melo M. Government revenue from financial repression. *American Economic Review*, 1993, vol. 83, no. 4, pp. 953-963.
44. Golub S. Measures of restrictions on inward foreign direct investment for OECD countries. *OECD Economic Studies*, 2003, no. 36, pp. 85-116.
45. Graham E. M., Krugman P. *Foreign direct investment in the United States*. Peterson Institute Press, 1995.

46. Grilli V., Milesi-Ferretti G. M. Economic effects and structural determinants of capital controls. *International Monetary Fund. Staff Papers*, 1995, vol. 42, no. 3, pp. 517-551.
47. Guonan M., McCauley R. *Do China's capital controls still bind? Implications for monetary autonomy and capital liberalisation*. BIS Working Papers, 2007, no. 233.
48. Henry B. P. Capital account liberalization: Theory, evidence, and speculation. *Journal of Economic Literature*, 2007, vol. 45, no. 4, pp. 887-935.
49. Hutchison M., Kendall J., Pasricha G., Singh N. *Indian capital control liberalization: Evidence from NDF markets*. National Institute of Public Finance and Policy Working Paper, 2010, no. 2009-60.
50. *Iceland: Ex post evaluation of exceptional access under the 2008 stand-by arrangement*. International Monetary Fund Country Report, 2012, vol. 12.
51. Jadhav N. Capital account liberalization: The Indian experience. In: W. Tseng, D. Cowen (eds.). *India's and China's recent experience with reform and growth*. Palgrave Macmillan, UK, 2005, pp. 275-307.
52. Kaminsky G., Schmukler S., Mishkin F. S., Wei S. J. *Short-and long-run integration: Do capital controls matter?* Brookings Institution Press, 2000, pp. 125-178.
53. Kaplan E., Rodrik D. *Did the Malaysian capital controls work?* National Bureau of Economic Research. Working paper, 2001, no. 8142.
54. Klein M. W., Olivei G. P. Capital account liberalization, financial depth, and economic growth. *Journal of International Money and Finance*, 2008, vol. 27, no. 6, pp. 861-875.
55. Kraay A. *In search of the macroeconomic effects of capital account liberalization*. The World Bank Group, 1998.
56. Krugman P. A. Model of balance-of-payments crises. *Journal of Money, Credit and Banking*, 1979, vol. 11, no. 3, pp. 311-325.
57. Levine R., Zervos S., Capital control liberalization and stock market development. *World Development*, 1998, vol. 26, no. 7, pp. 1169-1183.
58. Lucas R. Why doesn't capital flow from rich to poor countries? *The American Economic Review*, 1990, vol. 80, no. 2, pp. 92-96.
59. McKinnon R. Money and capital in economic development. In: S. Edward (ed.). *Financial deepening in economic development*. Brookings Institution. Washington, DC, 1973.
60. Mundell R. A. Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates. *Canadian Journal of Economics and Political Science*, 1963, vol. 29, no. 4, pp. 475-485.
61. Neely J. An introduction to capital controls. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 1999, vol. 81, no. 6, pp. 13-30.
62. Obstfeld M. *Trilemmas and trade-offs: Living with financial globalisation*. Bank for International Settlements, 2015, no. 480.
63. Obstfeld M., Rogoff K. *Foundations of international macroeconomics*. Cambridge, MA; London: MIT press, 1996.
64. Obstfeld M., Taylor A. M. *The great depression as a watershed: International capital mobility over the long run*. National Bureau of Economic Research. Working Paper, 1997, no. w5960.
65. Ostry J. D., Ghosh A. R., Chamon M., Qureshi M. S. Capital controls: When and why? *International Monetary Fund Economic Review*, 2011, vol. 59, no. 3, pp. 562-580.
66. Ostry J. D., Ghosh A. R., Habermeier K., Chamon M., Qureshi M. S., Reinhardt D. Capital inflows: The role of controls. *Revista de Economia Institucional*, 2010, vol. 12, no. 23, pp. 135-164.
67. Prasad E., Rajan R., Subramanian A. The paradox of capital. *Finance and development*, 2007, vol. 44, no. 1.

68. Quinn D. The correlates of change in international financial regulation. *American Political Science Review*, 1997, vol. 91, no. 3, pp. 531-551.
69. Radelet S., Sachs J. *The onset of the East Asian financial crisis*. National Bureau of Economic Research. Working Paper, 1998, no. w6680.
70. Razin A., Sadka E. Efficient investment incentives in the presence of capital flight. *Journal of International Economics*, 1991, vol. 31, no. 1-2, pp. 171-181.
71. Reinhart C. M., Calvo G. A. When capital inflows come to a sudden stop: Consequences and policy option. In: P. Kenen, A. Swoboda (eds.). *Reforming the international monetary and financial system*. International Monetary Fund. Washington, DC, 2000.
72. Rodrik D. *The globalization paradox: Democracy and the future of the world economy*. WW Norton & Company, 2011.
73. Stiglitz J. E. Capital market liberalization, economic growth, and instability. *World development*, 2000, vol. 28, no. 6, pp. 1075-1086.
74. Sussman O. Macroeconomic effects of a tax on bond interest rates. *Journal of Money, Credit and Banking*, 1991, vol. 23, no. 3, pp. 352-366.
75. Tamirisa N. Exchange and capital controls as barriers to trade. International Monetary Fund. *Staff Papers*, 1999, no. 1, pp. 69-88.
76. The liberalization and management of capital flows — an institutional view. International Monetary Fund. Washington, DC, 2012.
77. Tobin J. A Proposal for international monetary reform. *Eastern Economic Journal*, 1978, vol. 4, no. 3/4, pp. 153-159.
78. Tornell A., Velasco A. The tragedy of the commons and economic growth: Why does capital flow from poor to rich countries? *Journal of Political Economy*, 1992, vol. 100, no. 6, pp. 1208-1231.
79. von Hagen J., Siedschlag I. Managing capital flows: Experiences from Central and Eastern Europe. In: M. Kawai, M. B. Lamberte (eds.). *Managing capital flows. The search for a framework*. Edward Elgar Publishing, 2010.