

## Современный контроль над движением капитала: цели и задачи

Опубликовано "Дайджест-Финансы" №12, 2000, с.14-20

В отличие от многих тем в международной экономике, контроль над движением капитала уделено крайне незначительное внимание. Как следствие этого, контроль над движением капитала сохранялся среди промышленно развитых стран длительное время. Лишь к 1980-м гг. контроль над движением капитала постепенно стал исчезать из государственного регулирования развитых стран мира. К началу 1990-х гг. требования снять ограничения на международные операции с финансовыми инструментами стали предъявляться уже к развивающимся странам и государствам с переходной экономикой. Однако кризисы конца 1990-х гг. воскресили потребность в использовании контроля над движением капитала и изучении его влияния на экономику.

Основные подходы к контролю над движением капитала (capital control) были разработаны в ходе Первой мировой войны, когда правительства нуждались в поддержании соответствующей налоговой базы для финансирования расходов военного времени. Сразу после войны контроль над движением капитала начал исчезать, но уже в период Великой депрессии в 1930-х гг. он прочно занял место в системе государственного регулирования. Главной целью его использования в то время было предотвращение угрозы бегства капитала с национального рынка. После Бреттон-Вудской конференции в 1944 г. VI статья Устава МВФ фактически разрешила применение контроля над движением капитала. В третьем разделе VI Стати Устава до сих пор записано: «Члены Фонда могут осуществлять контроль, необходимый для регулирования перемещения международного капитала, однако ни один член Фонда не может осуществлять контроль в такой степени, что он ограничивает платежи по текущим операциям или слишком задерживает трансферт средств, предназначенный для урегулирования обязательств, за исключением случаев, описанных в Статье VII, раздел 3(б) и Статье XIV, раздел 2»<sup>1</sup>. Один из разработчиков Устава МВФ, Дж. Кейнс, был открытым сторонником контроля над движением капитала, и МВФ в начале своей деятельности также часто придерживался принципов регулирования международных операций с финансовыми активами. В течение всего периода существования Бреттон-Вудской валютной системы множество стран ограничивало сделки с финансовыми инструментами для того, чтобы справиться с надвигающимися трудностями платежного баланса. Однако вскоре обнаружившиеся издержки и дисторсии<sup>2</sup> ограничений привели к постепенному отказу ведущих развитых стран от контроля над движением капитала.

### Необходим ли контроль над движением капитала?

Уже длительное время экономисты спорят о выгодах от свободной мобильности капиталов. На теоретическом уровне обсуждение выстраивается вокруг вопроса: могут ли теоремы о выгодах от свободной международной торговли товарами и услугами также распространяться на международную торговлю финансовыми активами? Морис Обстфельд из Калифорнийского Университета и Кенет Рогофф из Принстонского Университета в своем фундаментальном учебнике представили, казалось бы, исчерпывающие аргументы в пользу того, что международный рынок ценных бумаг

---

<sup>1</sup> Neely Christopher J. "An Introduction to Capital Controls"//Review №6, Federal Reserve Bank of St. Louis, 1999. p.13.

<sup>2</sup> Дисторсия (distortion) – деформация структуры, разрыв в изменениях экономических величин.

способствует межвременной торговле, которая приносит существенные выгоды экономикам разных стран<sup>3</sup>.

Согласно традиционной точке зрения выгоды от свободной мобильности капиталов соответствуют выгодам от **межвременной торговли** (intertemporal trade), которая представляет собой обмен товаров и услуг на обязательства предоставить товары и услуги в будущем. Когда развивающиеся страны берут займы за рубежом для финансирования импорта оборудования, они участвуют во межвременной торговле. Страна, берущая заем, выигрывает от такого рода торговли, поскольку получает возможность осуществить инвестиционные проекты, которые невозможно профинансировать лишь за счет внутренних сбережений. Страна, предоставляющая заем, в свою очередь, тоже выигрывает, поскольку приобретает активы, приносящие больший доход, чем можно извлечь на национальном рынке. Кроме того, иностранные инвестиции сопровождаются «сопутствующими» выгодами, такими как трансферт новых технологий, повышение конкуренции на внутреннем рынке и т.д.

Участие во межвременной торговле объясняется, прежде всего, структурными особенностями экономики и общества. Например, в связи с тем, что в Японии население стареет быстрее, чем в США, для японских резидентов имеет смысл больше покупать американских активов, чем продавать США своих. Это позволяет японцам получать повышенные доходы после достижения пенсионного возраста, а американцам – заимствовать по более низкой процентной ставке. Другое преимущество свободной мобильности капиталов состоит в том, что она дает возможность избежать резких падений национального потребления из-за экономического спада или крупного стихийного бедствия. В периоды экономических потрясений страна вместо того, чтобы расходовать свои собственные сбережения, на временной основе привлекает сбережения других стран, продавая им свои активы или заимствуя за рубежом.

Ягдиш Бхадвати из Колумбийского Университета и Ричард Купер из Гарвардского Университета выдвинули контраргументы<sup>4</sup>. По их мнению, в мире с неполной информацией свободная мобильность капитала усиливает уже существующие искажения в экономике. В основе этих искажений лежит **асимметричность информации**. Например, заемщик, получающий ссуду, обычно лучше кредитора осведомлен о риске, который сопутствует его инвестициям. Неполная информация порождает проблемы как до, так и после осуществления сделки. **Проблема ложного выбора** («неблагоприятного отбора», «негативной селекции» - adverse selection) порождается асимметричностью информации до проведения операции. Потенциальные заемщики, крайне ненадежные в кредитном отношении, чрезвычайно активно стремятся взять кредит и потому имеют больше шансов его получить. Парадокс ложного выбора состоит в том, что кредит, скорее всего, выдадут именно ненадежным заемщикам, в результате чего кредиторы будут стремиться не выдавать кредиты вообще, даже несмотря на наличие вполне надежных заемщиков. **Опасность недобросовестного поведения** («морального риска», «риска недобросовестного контрагента» - moral hazard) также порождается асимметричностью информации, но только после проведения операции. Она заключается в том, что заемщик после заключения контракта может заниматься такой деятельностью, которую кредитор посчитает нежелательной в силу высоких рисков. По этой причине кредиторы также будут стремиться не выдавать ссуды вообще. Все перечисленные недостатки способствуют тому, что свободная мобильность капитала закончится неэффективными инвестициями и финансовым кризисом системы. Именно из-за опасности потрясений правительства разных стран прибегают к контролю для ограничения негативных эффектов мобильности международного капитала.

<sup>3</sup> Obstfeld Maurice and Rogoff Kenneth. Foundations of International Finance. The MIT Press, 1996.

<sup>4</sup> Bhagwati Jagdish. «The Capital Myth: The Difference Between Trade in Widgets and Trade in Dollars»//*Foreign Affairs* №77, 1998. Cooper Richard N. «Should Capital Account Convertibility be a World Objective?» Essays in *International Finance* №207, 1998.

### **Типы контроля над движением капитала**

Под контролем над движением капитала может пониматься любая экономическая политика властей, направленная на ограничение мобильности международного капитала и способная изменить состояние счетов операций с капиталом и финансовых операций. К такому широкому определению приходится прибегать по той простой причине, что на прикладном уровне крайне сложно обобщить все методы и типы контроля из-за обширного разнообразия форм и целей его использования. Если говорить о типах контроля над движением капитала, то он может принимать форму налогообложения, ценового или количественного ограничения, либо прямого запрета международных операций с какими-либо видами финансовых активов.

В строгом смысле контроль над движением капитала по своему экономическому содержанию соответствует валютному контролю, который регламентирует операции с валютными ценностями. Хотя все же, когда речь идет о валютном контроле, то в виду имеют не столько счет движения капитала, сколько счет текущих операций. Если валютный контроль затрагивает внешнеторговую сферу, то контроль над движением капитала однозначно направлен на регулирование международной торговли финансовыми активами.

Контроль над международными потоками капитала подразделяется на «административный» или прямой контроль и «рыночный» или косвенный контроль. Во многих случаях, когда страны сталкиваются с проблемой масштабного перемещения финансовых ресурсов, контроль над движением капитала используется в тандеме с другими инструментами экономической политики. **Административный контроль** ограничивает операции с капиталом и/или связанные с ним платежи и трансферты денежных средств посредством прямого запрещения, количественного лимитирования или процедуры официального одобрения. С использованием административного контроля регулируются классические (традиционные) международные операции с капиталом. Его общей характеристикой является то, что он принудительно навязывает финансовому сектору дополнительные обязательства. **Косвенный контроль** препятствует перемещению капитала и связанным с ним операциям посредством системы издержек. Рыночный контроль осуществляется в нескольких формах, главными из которых являются множественность валютных курсов, явное и скрытое налогообложение, а также ценовые методы регулирования. Косвенный контроль может влиять как на цену, так одновременно на цену и на объем финансовых операций. Рассмотрим основные формы рыночного контроля.

Множественность валютных курсов заключается в том, что для различных типов операций используются неодинаковые курсы обмена национальной валюты. Чаще всего власти ограничиваются введением двух валютных курсов: для текущих и для капитальных операций платежного баланса. Валютный рынок разделяется на два сектора. Валютообменные операции, связанные с внешней торговлей и прямыми инвестициями, обычно выводятся из-под контроля. Двойной валютный рынок организуется, если власти полагают, что высокие краткосрочные процентные ставки неприемлемы для внутреннего рынка. По существу множественность валютных курсов увеличивает издержки спекулянтов при попытках атаки на валютный курс. Двойной валютный рынок также может создать предпосылки для притока капитала и вместе с тем предотвратить переоценку валютного курса по счету текущих операций. Множественность валютных курсов влияет как на цену, так и на объем операций. Для организации нескольких секторов валютного рынка необходимо принять соответствующее законодательство, которое бы административно разделило валютообменные операции для резидентов и нерезидентов как в части текущих, так и в части капитальных операций платежного баланса.

Явное налогообложение потоков капитала предполагает взимание налогов или сборов с держателей внешних финансовых активов. Тем самым ограничивается привлекательность для резидентов зарубежных активов, а для нерезидентов – внутренних активов, поскольку для тех и для других снижается доходность портфеля внешних авуаров. Налоговые ставки могут различаться в зависимости от типа операции и ее срочности.

Косвенное налогообложение в форме беспроцентных резервных обязательств или депозитных требований. Данная форма контроля над движением капитала является, пожалуй, самой распространенной в международной практике. Ее суть заключается в том, что инвесторы обязаны бессрочно депонировать на счетах центрального банка часть денежных средств (в национальной или иностранной валюте), равную определенной доли вложений на внутреннем рынке или нетто-позиции в иностранной валюте. Депозитные требования позволяют контролировать как приток, так и отток капитала из страны. В последнем случае инвестор должен зарезервировать часть экспортируемого капитала. В случае давления на курс национальной валюты центральный банк может полностью нивелировать атаку спекулянтов, повысив требования по иностранным активам до 100% от объема вложений.

Другие методы косвенного регулирования могут принимать форму как ценового, так и количественного контроля. Все они основываются на дискриминации по отношению к различным типам операций и инвесторам. К таким методам регулирования относятся:

- дополнительные банковские отчисления в резервные фонды для страхования вложений в иностранные активы;
  - асимметричные ограничения на открытую позицию в иностранной валюте для «длинной» и «короткой» позиции, а также для резидентов и нерезидентов;
- требования наличия высокого кредитного рейтинга для заимствований за рубежом.

### **Цели и задачи контроля над движением капитала**

Как уже упоминалось, контроль над движением капитала впервые начал использоваться в ходе Первой мировой войны для финансирования военных расходов. Покрытие государственных расходов является самой первой с исторической точки зрения целью контроля над движением капитала. В начале военных действий все крупнейшие страны-участницы конфликта приостановили действие золотого стандарта, однако сохранили фиксированный валютный курс. Во избежание бегства капитала они установили контроль над его оттоком: ограничили покупки иностранных активов и займы за рубежом. Введенные ограничения должны были позволить государству улучшить состояние своих финансов в нескольких направлениях:

- Капиталы, не находя выхода за рубеж и аккумулируясь во внутренней экономике, подвергались повышенному налогообложению, как в части уже накопленного благосостояния, так и в части текущих процентных доходов;
- растущая инфляция позволила получать больше поступлений от сеньоража;
- контроль над движением капитала снизил внутренне процентные ставки и, тем самым, уменьшил расходы на обслуживание государственного долга.

Следует сразу оговориться, что ранее применение контроля над движением капитала оказалось низкоэффективным. Ограничения мало способствовали финансированию госрасходов в связи с тем, что они удерживали процентные ставки на низком уровне (фактически делали их при высокой инфляции отрицательными), и, тем самым, не способствовали росту внутренних сбережений, за счет которых, по идее, и должен был финансироваться госдолг. Однако все это уже ушло в прошлое. Сейчас преобладают совсем иные цели контроля. Известные экономисты МВФ Барри Джонстон и Наталья Тамириса, специализирующиеся на проблеме регулирования мобильности капитала, провели в конце 1998 г. эконометрический анализ причин применения контроля над движением капитала. Обследованию были подвержены сорок пять развивающихся стран и государств с переходной экономикой, включая Россию. Согласно полученным выводам,

существуют значительные различия в факторах, объясняющих контроль, как по типам операций, так и по направлению контроля (поток-отток). К основным факторам ограничения мобильности капитала можно причислить<sup>5</sup>:

- проблемы платежного баланса;
- макроэкономическое регулирование;
- неразвитость рынков капитала и финансовых институтов;
- слабость системы внутреннего регулирования и финансовые репрессии;
- размер экономики и стадия ее развития.

В ходе эмпирического исследования обнаружилось, что детерминанты контроля над движением капитала, выявленные эконометрическим анализом, полностью совпадают с тем, что говорит экономическая теория. А она называет несколько причин регулирования, которые тесно связаны между собой (см. табл. 1). Рассмотрим из них основные.

#### Кризис платежного баланса и макроэкономическое регулирование

В течение Великой депрессии контроль над движением капитала использовался одновременно для поддержания стабильного валютного курса и достижения независимости денежно-кредитной политики – целей, которые до сих пор остаются популярными. Для того чтобы понять, как контроль над движением капитала может применяться в этом направлении, необходимо разобраться в проблемах платежного баланса. При завышенном валютном курсе национальная экономика нередко импортирует товаров и услуг больше, чем экспортирует. Такая ситуация характеризуется как дефицит платежного баланса<sup>6</sup>, она возникает по нескольким причинам:

- национальный экономический цикл асинхронизирован с циклом ведущих промышленных стран мира;
- произошло быстрое изменение цен на ключевые товары, обращающиеся на международном рынке;
- внутренняя экспансионистская политика увеличила совокупный спрос на иностранные товары и услуги;
- значительные выплаты по государственному долгу повысили вероятность дефолта и стимулировали бегство капитала;
- нерезиденты снизили объемы покупок внутренних активов из-за ухудшающейся экономической ситуации в стране.

Существует четыре варианта корректировки платежного баланса:

1. изменение валютного курса;
2. рестриктивная денежно-кредитная политика с использованием нестерилизованных интервенций для снижения избыточного внутреннего спроса;
3. стерилизация притока иностранного капитала;
4. ограничение движения капитала.

Власти могут также прибегнуть к другим мерам экономической политики, таким как изменение налогово-бюджетной политики, однако они не относятся к вопросам ведения денежных властей и рассмотрены не будут. Вкратце проанализируем каждый из вариантов корректировки платежного баланса.

Манипуляции валютным курсом вызовут изменение соотношения внутренних и внешних цен, что выльется в выравнивание совокупного спроса и предложения. В конечном счете, это должно устранить дефицит платежного баланса. Однако в странах с фиксированным валютным курсом крайне затруднительно провести девальвацию. Падение обменного курса валют означает потерю всех преимуществ программы финансовой стабилизации на базе валютного курса. Прежде всего, снизятся стимулы для

<sup>5</sup> Johnston Barry R. and Tamirisa Natalia T. Why Do Countries Use Capital Controls? *IMF Working Paper №181*, International Monetary Fund, Washington D.C., 1998.

<sup>6</sup> Традиционно под «дефицитом платежного баланса» понимают дисбаланс счета текущих операций, однако в данной работе это определение будет также включать дисбаланс счета движения капитала.

иностранных инвестиций и международной торговли. Кроме того, девальвация уменьшит доверие общества к денежно-кредитной политике властей.

Центральный банк в состоянии обойтись без девальвации, если он переключится на более жесткую денежно-кредитную политику и начнет уменьшать совокупный спрос, продавая внутренние облигации. Также центральный банк может распродать часть золотовалютных резервов и тем самым снизить объем денежной массы. Все это означает проведение нестерилизованных интервенций. Уменьшение денежного предложения вызовет рост процентных ставок, и, в некоторых случаях, падение цен на внутреннем рынке. Однако проявятся и негативные эффекты: увеличение безработицы и нестабильности финансовой системы. Фактически денежно-кредитная политика теряет независимость и становится подчиненной по отношению к цели внешней стабильности – устойчивому валютному курсу. Вернуть независимость помогут нестерилизованные интервенции. Однако как показывает опыт, операции по стерилизации можно успешно проводить только в краткосрочном периоде. Потери, получаемые за счет проведения интервенций (эмиссии ценных бумаг), в конечном счете, делают постоянные операции по стерилизации крайне дорогим мероприятием.

Естественным выходом остается изменение валютного курса. Если международные инвесторы станут полагать, что власти не будут упорствовать в защите валютного курса, то в ожидании девальвации они начнут выводить капиталы с внутреннего рынка. Появится дополнительное давление на валютном рынке, что, в конечном счете, неизбежно закончится валютно-финансовым кризисом. Таким образом, ожидания девальвации ускорят наступление кризиса<sup>7</sup>.

Как видно, движение капитала играет ключевую роль в кризисе платежного баланса. Обычно любое правительство стремится достичь три несовместимые цели: стабильность валютного курса, мобильность капитала и денежно-кредитную автономию. В условиях фиксированного валютного курса и мобильности капиталов каждая попытка достижения денежно-кредитной независимости рано или поздно заканчивается дисбалансом внешних платежей и волной спекулятивного движения капитала. Для сохранения стабильного валютного курса власти вынуждены ограничить либо движение капитала (конвертируемость по счету движения капитала), или автономию собственной денежно-кредитной политики. Если власти в меньшей степени склонны пожертвовать денежно-кредитной независимостью, то им ничего не остается, как отказаться от цели стабильности валютного курса и ввести плавающий обменный курс валюты. Феномен невозможности достижения одновременно трех описанных целей был назван Морисом Обстфельдом и Аланом Тэйлором «несовместимой троицей» или трилеммой денежно-кредитной политики<sup>8</sup>. Если страна стремится избежать чрезмерных колебаний валютного курса и в то же время сохранить денежно-кредитную автономию, то ей придется ввести контроль над движением капитала. Это позволит придерживаться макроэкономических целей как внешней, так и внутренней стабильности.

### Рост реального валютного курса

Если отток капитала создает проблемы с платежным балансом, то его приток вызывает увеличение реального валютного курса. В течение 1980-90 гг. большое число развивающихся стран провело кардинальные реформы, сделавшие их внутренние рынки привлекательными для инвестиций. В 1987-89 гг. нетто-приток капитала в развивающиеся страны составил \$50 млрд., а через десятилетие, накануне Азиатского кризиса, в 1995-97 гг. нетто-приток возрос до \$150 млрд. Естественным следствием прихода иностранных

<sup>7</sup> Более подробно о роли ожиданий в валютном кризисе см. Моисеев С.Р. Последние разработки в области анализа валютных кризисов: модели второго поколения// Дайджест-Финансы, №3, 2000, с.17-24.

<sup>8</sup> Obstfeld Maurice and Taylor Alan M. "The Great Depression as a Watershed: International Capital Mobility over the Long Run". In "The Defining Moment: The Great Depression and the American Economy in the Twentieth Century". Bordo Michael D., Goldin Claudia D. and White Eugene N., eds. University of Chicago Press, 1998. p. 353-402.

капиталов на национальный рынок стал рост цен на внутренние активы. В странах с гибким валютным курсом это выразилось в подъеме номинального валютного курса, который потянул за собой вверх относительные цены на внутренние товары и услуги. В странах с фиксированным валютным курсом приток капитала вызвал расширение денежного предложения и, опять же, рост цен. И в том и в другом случае внутренние цены выросли по отношению к ценам на внешнем рынке. Кроме того, в большинстве стран наблюдался импортный бум и падение экспорта из-за снижения конкурентоспособности национальных отраслей. В экономической литературе эффекты, порождаемые притоком капитала, описываются как нестабильность реального валютного курса, реальный рост цен и потеря конкурентоспособности. Существует несколько решений указанных проблем. Самое простое из них – переход на плавающий валютный курс, однако это означает рост нестабильности цен и реального валютного курса. Также можно стерилизовать приток иностранного капитала, но как уже упоминалось, операции по стерилизации успешны только в краткосрочном периоде. По всем этим причинам такие страны как Бразилия, Чили, Колумбия, не мудрствуя лукаво, выбрали контроль над движением капитала, который должен был эффективно справиться с проблемой роста реального валютного курса.

### Теория второго лучшего

Как правило, экономисты полагают, что ограничения на торговлю и инвестиции навязывают участникам рынка дополнительные издержки. Однако в этом правиле есть исключение. Ценовые и количественные ограничения могут быть полезны экономике и улучшать благосостояние общества, если они корректируют дефекты (провалы) рынка, которые не устраняются другим образом. Идея того, что дополнительное регулирование рынка повышает экономическое благосостояние, носит название «**теория второго лучшего**» (theory of second best). Согласно этой теории политика невмешательства на каком-либо рынке желательна только в том случае, если все другие рынки работают баз сбоев. Если такого не наблюдается, то вмешательство государства, которое на первый взгляд искажает мотивы поведения участников рынка, может увеличить благосостояние, нейтрализуя последствия дефектов рынка<sup>9</sup>. Например, если рынок труда функционирует со сбоями и не может обеспечить полной занятости, политика субсидирования трудоинтенсивных отраслей, которая была бы нежелательна в экономике с полной занятостью, приобрела бы смысл. Конечно, лучшим вариантом является более гибкая заработная плата, однако если по какой-то причине это не возможно, государственное вмешательство на других рынках послужит «вторым лучшим» средством смягчения ситуации. Классический пример государственного регулирования с использованием ценовых ограничений – налогообложение промышленности, загрязняющей окружающую среду. В связи с тем, что другим экономическим агентам навязываются нерыночные издержки, которые не компенсируются, государство улучшит ситуацию одновременно для всех, если введет налог на загрязнения окружающей среды.

Когда экономисты применяют теорию второго лучшего к вопросам внешней политики, они утверждают, что внутреннее несовершенство рынка служит побудительным мотивом для вмешательства в сферу внешнеэкономических связей. Данный аргумент предполагает, что международные экономические отношения не являются источником возникновения проблемы, но внешнеэкономическая политика может служить, по крайней мере, частично, средством ее разрешения.

Смысл организации контроля над движением капитала с точки зрения теории второго лучшего заключается в следующем. Контроль позволяет сохранить внутренние сбережения для инвестирования их в национальной экономике. С позиций суверенного

---

<sup>9</sup> Более точно, теория второго лучшего гласит, что когда все необходимые условия для максимизации благосостояния или достижения «оптимума Парето» не могут быть выполнены, то попытка соблюсти возможно большее количество условий не имеет смысла, т.к. это не приводит к желаемой цели.

государства, чем выше норма внутренних инвестиций, тем лучше; и желательно, чтобы не только полностью использовались внутренние сбережения, но также привлекались внешние сбережения из-за границы. На практике, однако, в силу различных дефектов рынка резиденты могут избегать инвестировать в национальное производство, диспропорционально вкладывая за рубежом. Причиной вывоза капитала могут быть самые разнообразные дефекты рынка: жесткость товарных цен и заработной платы, диспропорции в налоговой системе, ожидания либерализации внешней торговли и простейшие спекуляции частного сектора<sup>10</sup>. В развивающихся странах изъянами рынка чаще всего выступают информационные проблемы, перекосы государственного регулирования, дисторсии финансового сектора (слабые и неплатежеспособные банковские системы или отсутствие развитых рынков капитала), а также высокие риски: опасность безответственного поведения из-за государственных гарантий и политические риски<sup>11</sup>. Во избежание вывоза капитала и снижения уровня внутренних инвестиций (и, как следствия, в дальнейшем падения объемов производства), целесообразно контролировать отток капитала из страны.

Рациональное обоснование контроля над движением капитала восходит к аргументам в пользу тарифов на международных товарных рынках. Один из этих аргументов заключается в том, что маленькие внутренние фирмы при прочих равных условиях менее конкурентоспособны по сравнению с крупными зарубежными корпорациями. Для того чтобы дать им «вырасти» необходим временный протекционизм посредством торговых барьеров. Аналогичным образом, контроль над движением капитала позволяет защитить внутренние неразвитые финансовые рынки от зарубежной конкуренции. Тем не менее, на практике, поощряемая протекционизмом финансовая индустрия так никогда и не вырастает из неразвитой во «взрослую», в результате чего защита растягивается на неопределенный период.

#### Другие цели контроля над движением капитала

Помимо вышеуказанных причин использование контроля над движением капитала может мотивироваться другими факторами. К ним, прежде всего, относятся международные риски; проблемы системной стабильности; размер экономики и ее открытость; государственное регулирование; социальные, общественные или стратегические причины регулирования иностранных инвестиций.

Международные операции по сравнению со сделками на внутреннем рынке характеризуются дополнительными рисками. К таким рискам можно отнести трансфертный, суверенный, валютный риск. Кроме того, из-за различий в регулировании, бухгалтерских стандартах и законодательстве к иностранным ценным бумагам нередко предъявляются более мягкие требования по биржевому листингу. В целях **принудительного снижения рисков** власти могут ввести контроль над оттоком капитала.

Контроль над движением капитала оправдывается также необходимостью **обеспечения системной стабильности**. Ограничения помогают сократить избыточную деятельность национальных финансовых учреждений за рубежом (т.н. «валютную экспозицию») или удлинить горизонт инвестирования.

Считается, что **крупная страна** обладает широкими возможностями для диверсификации инвестиций, и, следовательно, меньшими стимулами для либерализации счета движения капитала по отношению к небольшим странам.

**Общая открытость экономики** также влияет на контроль над движением капитала. С одной стороны, открытые экономики сильно подвержены внешним шокам, и по этой причине им следует прибегнуть к валютному контролю и ограничению мобильности международных капиталов. С другой стороны, в открытой экономике

<sup>10</sup> Dooley Michael P. A Survey of Literature on Controls of International Capital Transactions. *IMF Staff Papers*. International Monetary Fund, Washington D.C., December 1996.

<sup>11</sup> Johnston Barry R. and Tamirisa Natalia T. Op. cit. Neely Christopher J. Op. cit.



существует больше путей обхода ограничений, и вводить контроль над движением капитала бесполезно.

Широкое распространение контроль над движением капитала иногда отражает государственную идеологию **оптимальной степени вмешательства** в рыночную экономику. Для слабого государства характерно снижение прозрачности рынка и увеличение его регулирования.

Контроль над движением капитала может использоваться в ходе **финансовых репрессий**. Принудительные меры со стороны государства применяются, преимущественно, в тоталитарных странах и ряде государств с развивающейся экономикой. Финансовый сектор подвергается репрессиями через ограничения на процентные ставки, высокие резервные требования, кредитные «потолки» и целевые государственные кредиты. Следствием всего этого становится уменьшение конкуренции на внутреннем рынке и ослабление финансовой системы.

Контроль над движением капитала нередко **дополняет внутренний контроль** со стороны властей за процентными ставками и кредитованием. Дело в том, что международные потоки капитала позволяют обходить самые разнообразные методы регулирования, в результате чего падает эффективность денежно-кредитной политики. Чтобы этого избежать, власти ограничивают мобильность капитала.

Наконец, ограничение прямых иностранных инвестиций может объясняться желанием защиты важного или чувствительного сектора экономики по причинам **национальной безопасности, суверенитета и культуры**.

Таблица 1.

### Цели контроля над движением капитала: историческая ретроспектива.

Источник: составлено по Neely Christopher J. An Introduction to Capital Controls.  
Review №6, Federal Reserve Bank of St. Louis, 1999.

Цели контроля	Направление контроля	Примеры	Комментарии
Увеличение государственных доходов/финансирование военных расходов	Отток капитала	Страны, участвовавших в конфликтах Первой и Второй мировых войн	Контроль над оттоком капитала позволяет стране снизить внутренние процентные ставки при высокой инфляции и фиксированном валютном курсе
Финансовая репрессия	Отток капитала	Некоторые развивающиеся страны	Правительства, использующие средства финансовой системы для стимулирования роста приоритетных отраслей экономики, прибегают к контролю над движением капитала, чтобы предотвратить его отток в поисках более высоких доходов
Корректировка дефицита платежного баланса	Отток капитала	Американский налог по выравниванию процентных ставок, 1963-74 гг.	Контроль над потоком капитала из страны снизит спрос на иностранные активы без рестриктивной денежно-кредитной политики или девальвации.
Корректировка избытка платежного баланса	Приток капитала	Немецкая схема Бардепота, 1972-74 гг.	Контроль над притоком капитала уменьшает спрос нерезидентов на внутренние активы без экспансионистской денежно-кредитной политики или ревальвации.
Снижение волатильности иностранных инвестиций	Приток капитала	Чили, 1991-98 гг.	Уменьшается приток тех видов инвестиций, которые первыми покинут страну в ходе кризиса. Это позволяет достичь повышенной макроэкономической стабильности.
Предотвращение финансовой дестабилизации	Приток капитала	Чили, 1991-98 гг.	Посредством контроля над движением капитала регулируется объем и структура иностранных инвестиций, что укрепляет внутреннюю финансовую систему.
Достижение	Приток	Чили, 1991-98 гг.	Ограничение притока капитала и, как

устойчивости реального валютного курса	капитала		следствие, стабильный реальный валютный курс, позволяют избежать расширения денежного предложения и инфляции.
Ограничение зарубежной собственности на внутренние активы	Приток капитала	Мексика	Иностранная собственность на такие виды внутренних активов как природные ресурсы вызывает общественно-политическое напряжение.
Необходимость увеличения внутренних капиталовложений	Отток капитала	Россия	Борьба с бегством капитала, в конечном счете, должна приводить к росту внутренних инвестиций.
Защита внутреннего финансового сектора	Приток и отток капитала	Большинство развивающихся стран	Временный протекционизм необходим для защиты от иностранной конкуренции на период становления национальных институтов и развития рынка.