
ПРОБЛЕМА ЭКСПАНСИИ КРАТКОСРОЧНОГО КАПИТАЛА В СТРАНАХ С РАЗВИВАЮЩИМИСЯ РЫНКАМИ

© 2010 Д.И. Тереладзе

Санкт-Петербургский государственный университет экономики и финансов

E-mail: tdavid@mail.ru

Рассматривается проблема движения спекулятивного капитала в страны с развивающимися рынками. На основе положительного международного опыта предлагаются возможные для апробации на российском финансовом рынке меры недопущения массового притока краткосрочного капитала в посткризисный период.

Ключевые слова: спекулятивный капитал, финансовые кризисы, антикризисное регулирование.

Международные финансовые потоки, направляющиеся из развитых стран на развивающиеся рынки, способствуют усилению интеграционных процессов в мировой экономике, а также ускорению экономического роста большинства стран с развивающимися финансовыми рынками. Однако, наряду с преимуществами, которые страна приобретает в результате экспансии иностранного капитала на ее внутренний финансовый рынок, имеются существенные недостатки, связанные с переизбытком краткосрочного спекулятивного капитала. Последствия чаще всего проявляются в виде ускорения темпов инфляции, повышения реального курса национальной валюты и увеличения дефицита платежного баланса и роста корпоративного внешнего долга.

Краткосрочный капитал представляет с точки зрения финансовой стабильности наибольшую опасность, поскольку первым покидает страну в случае неблагоприятной конъюнктуры, тем самым выступая фактором развертывания финансового кризиса. Указанная гипотеза подтверждается соответствующими статистическими данными. Например, во время азиатского кризиса 1997 г. совокупный чистый отток спекулятивного капитала с рынков этого региона составил 12 млрд. долл., во время мирового финансового кризиса 2008-2009 гг. достиг уровня 200 млрд. долл.

Как показывает международная практика, не существует единой верной политики в отношении выбора универсальных мер регулирования спекулятивных финансовых потоков на развивающихся рынках. Оптимальная стратегия должна включать в себя целый комплекс мероприятий денежно-кредитной и структурной политики. Однако, несмотря на различные экономические условия в странах с формирующимися рынками, на наш

взгляд, денежные власти все же имеют в своем распоряжении некий оптимальный общий набор комбинаций мер денежно-кредитной, валютной и фискальной политики, позволяющий избежать или смягчить возможные отрицательные последствия массовой экспансии иностранного капитала на их внутренние финансовые рынки. В данной статье мы рассмотрим такие меры, а также оценим положительные и отрицательные последствия их возможной апробации на развивающихся рынках.

По нашему мнению, когда приток капитала усиливается, денежные власти в первую очередь могут задействовать в качестве контрмеры политику гибкого номинального обменного курса (так называемая “политика автоматической стабилизации”). Гибкий валютный курс дестимулирует приток спекулятивного капитала из-за наличия неопределенности в курсовой разнице. Однако данный метод имеет свои преимущества и недостатки и не может рассматриваться в качестве универсального механизма, применимого на всех рынках.

Во-первых, риск и неопределенность, связанные с использованием гибких валютных курсов, могут внести нарушения в торговые потоки. Во-вторых, недостаточное развитие финансовой инфраструктуры, в частности рынка деривативов, на развивающихся рынках не позволяет экспортерам и импортерам хеджировать риски изменения валютного курса, оказывая депрессивное воздействие на внутреннюю экономику. Кроме того, значительные колебания курсов вначале стимулируют, а затем оказывают негативное воздействие на ключевые для развивающихся стран отрасли-экспортеры¹.

Однако, несмотря на наличие существенных негативных последствий, мы полагаем, что та-

кой метод может быть апробирован в странах, рынки которых не ориентированы на экспорт либо имеют высоко диверсифицированную структуру экспорта продукции. Например, в период активной фазы мирового финансового кризиса в 2008-2009 гг. среди стран Центральной и Восточной Европы наименее пострадали от массового оттока капитала именно страны, проводящие политику более гибкого валютного курса. Такие страны, как Чехия и Польша, перешедшие в докризисный период к свободному курсообразованию и режиму таргетирования инфляции, испытали меньший приток капитала. Наличие гибкого валютного курса ограничивало темпы роста кредитования в иностранной валюте (например, по состоянию на предкризисный 2007 г. в Польше около 34% кредитов выдавалось в иностранной валюте, тогда как в Эстонии, где курс национальной валюты был жестко привязан к евро, данный показатель превышал уровень 80% от общего объема кредитов)².

По нашему мнению, страны-экспортеры с развивающимися рынками в качестве оптимальной политики повышения гибкости валютного курса с целью дестимулирования притока спекулятивного капитала и предотвращения возможных атак на валютный курс могут использовать так называемый промежуточный режим двойного таргетирования инфляции и валютного курса, где номинальному курсу национальной валюты придается меньший вес (как правило, не более 0,5) по сравнению с установленным целевым нормативом инфляции.

Следует отметить, что данный режим может быть рекомендован для практической апробации в России. Без значительных системных изменений в структуре отечественной экономики (ликвидация экспортно-сырьевой направленности экономики) маловероятно, что Банк России в длительном периоде сможет реализовать на практике полнофункциональную версию режима инфляционного таргетирования, поэтому, на наш взгляд, этот режим можно рассмотреть в качестве промежуточного варианта на период окончания модернизации финансовой системы и завершения экономических реформ. При реализации режима двойного таргетирования инфляции и обменного курса рубля Банк России может устанавливать достаточно широкие возможные границы колебания уровня инфляции и активно действовать на рынке валюты для коррекции процентных ставок на межбанковском рынке.

Вместе с тем, при реализации режима гибкого валютного курса денежным властям необходимо учитывать, что данная мера является необходимой, но не достаточной для нивелирования негативных эффектов. В условиях полной открытости рынка для иностранных инвестиций, а также значительной доли иностранного капитала в банковской системе имеется риск накопления значительного долга, преимущественно краткосрочного характера, филиалами иностранных банковских холдингов. Например, в 2008-2009 гг., во время активной фазы кризиса, банковская система Южной Кореи оказалась единственной среди стран Юго-Восточной Азии уязвимой к оттоку капитала и закрытию доступа к рынку международного капитала. Данное обстоятельство было связано со значительной долей краткосрочных обязательств на балансах кредитных организаций - филиалов иностранных банков (перед кризисом 2008 г. она достигала 85%).

Поэтому при полной либерализации финансового рынка и банковской системы как его институциональной составляющей денежным властям наряду с использованием политики более гибкого валютного курса необходимо задействовать денежно-кредитные и фискальные механизмы регулирования притока краткосрочного капитала.

При плавающем валютном курсе, к примеру, когда курс колеблется в границах валютного коридора, монетарные власти могут использовать несколько денежно-кредитных инструментов для ограничения избыточного притока спекулятивного капитала на финансовый рынок, чтобы тем самым нейтрализовать увеличение денежной массы и минимизировать давление на номинальный валютный курс. В экономической литературе к таким мерам ограничительного характера обычно относят: операции центрального банка на открытом рынке, увеличение для коммерческих банков нормативов отчислений в обязательные резервы по обязательствам перед нерезидентами.

Операции на открытом рынке с целью изъятия избыточной ликвидности подразумевают продажу центральным банком высокодоходных активов. Реализация данных мер имеет как положительные, так и отрицательные последствия, поэтому эффективность их применения ограничена.

Положительные стороны заключаются в том, что, во-первых, это позволяет сжать продолжающееся расширение денежной массы, связанное с притоком капитала на рынок, и сохранить на

прежнем уровне норму резервных требований к банкам. Во-вторых, в данном случае не затрагивается банковская система, таким образом, снижаются негативные последствия для банков в случае внезапного оттока финансовых средств.

Однако наряду с существенными преимуществами указанная мера имеет значительные недостатки. Центральный банк, стремясь изъять избыточную денежную массу из обращения путем продажи облигаций, вынужден, с целью повышения их привлекательности, повышать процентные ставки. Опережающий рост процентных ставок может вызвать дополнительный приток капитала в форме портфельных инвестиций в облигации центрального банка. Таким образом, существует определенная граница использования этого механизма, в противном случае последствия повышения процентных ставок могут вызвать противоположный эффект. Кроме того, не будем забывать, что использование данного инструмента не позволяет предотвратить рост краткосрочного внешнего долга корпоративного сектора.

При снижении эффективности использования операций на открытом рынке денежные власти могут задействовать в качестве альтернативной меры механизм регулирования уровня норматива обязательного резервирования. Как известно, уменьшение нормы обязательных резервов ведет к сокращению мультипликативного эффекта и таким образом позволяет нивелировать прирост денежной массы. Этот инструмент, как и операции на открытом рынке, также имеет свои преимущества и недостатки. Главное преимущество заключается в том, что он сокращает возможности банков по кредитованию, тем самым «охлаждая» кредитный сектор финансового рынка страны. Однако резервирование имеет и свои негативные стороны, и его использование также имеет свои границы. Прежде всего, это инструмент административного характера. Увеличение резервных требований служит своего рода налогом на банковскую систему и может вызвать массовый отток денежных средств из кредитно-финансовых институтов. Также, в ответ на повышающиеся нормы обязательных резервов, банки могут увеличить стоимость кредита, подняв процентные ставки, что в свою очередь будет повышать заинтересованность корпоративного сектора в иностранных заимствованиях. Поэтому применение данной меры необходимо осуществлять в комплексе с мерами по регулированию задолженности корпораций.

Использование нормативов обязательных резервов как инструмента регулирования притока капитала получило широкое распространение в последнее время в странах с развивающимися финансовыми рынками. Например, в 2000-х гг. они были применены в Хорватии, Украине и Румынии. Позитивные примеры их использования продемонстрировали Коста-Рика, Малайзия, Шри-Ланка, Хорватия в 2006-2008 гг., Румыния в 2007-2009 гг.

В Румынии накануне мирового финансового кризиса 2008-2009 гг. (с марта 2006 г. по настоящее время) норма обязательного резервирования по обязательствам в иностранной валюте на срок продолжительностью менее 2 лет составляет 40%, в местной валюте - 18% от общего объема. В Сербии по обязательствам в динарах установлен коэффициент в размере 10% (5% по депозитам на срок свыше одного месяца), тогда как по обязательствам в иностранной валюте - 45%³. Эти страны вследствие использования дифференцированного подхода по нормативам обязательного резервирования испытали меньший приток иностранного капитала в предкризисные периоды. Как результат - менее негативные последствия в период мирового финансового кризиса, чем в Венгрии, где по обязательствам в иностранной и местной валюте применялся одинаковый коэффициент.

Снижение избыточного притока спекулятивного капитала и его давления на валютный курс также можно обеспечить с помощью либерализации вывоза капитала. Как правило, введение данной меры воспринимается инвесторами как признак общего улучшения состояния экономики и усиления контроля государства за процессами, происходящими в стране. Либерализация экспорта капитала рассматривается как составной элемент структурной политики, носящей в большей степени стратегический характер. Вместе с тем, необходимо отметить, что использование данной меры не всегда является гарантией успеха, поскольку либерализация оттока капитала может быть интерпретирована инвесторами как признак новой экономической политики и привести к увеличению притока краткосрочного капитала. Поэтому при наличии значительного дифференциала между уровнем внутренних и внешних процентных ставок положительный эффект от либерализации движения капитала может быть ограничен.

Если приток спекулятивного капитала продолжает нарастать и вышеописанных мер оказывается недостаточно, то в качестве крайней меры нивелирования негативных эффектов, связанных с избыточным притоком капитала, может также выступать внедрение денежными властями мер валютного контроля (валютных ограничений) на приток краткосрочного спекулятивного капитала. В качестве основного инструмента валютного регулирования притока краткосрочного спекулятивного капитала может использоваться введение специализированных беспроцентных резервных требований на краткосрочные финансовые потоки.

Беспроцентные резервные требования - это инструмент, основанный на косвенном обложении притока краткосрочного капитала. Суть данного требования состоит в обязанности заемщика "заморозить" на некоторое время на определенном счете в центральном банке страны часть привлекаемых им средств в иностранной валюте. Норматив отчислений дифференцируется в зависимости от срока займа - он тем выше, чем короче заем. Полагаем, что это наилучший механизм ограничения притока краткосрочного капитала, поскольку он не затрагивает долгосрочные инвестиции.

Данный метод был успешно апробирован в Чили в 1992-1998 гг., в Таиланде в 2006-2008 гг., в Колумбии в 1993-1999 гг. и 2007-2008 гг. Так, в результате дифференциации требований по сроку заимствования в Чили удалось добиться положительного эффекта, увеличив долю долгосрочных займов в общей структуре международных финансовых потоков с 34 до 53%.

В Колумбии политика беспроцентных резервных требований также имела успех. Несмотря на введение определенных требований к созданию депозитов, приток частного капитала оставался высоким, увеличившись с 5 до 8,4% ВВП в 1996 г. Объемы иностранных заимствований оставались стабильными, составляя в среднем в 1993-1996 гг. 3,2% от ВВП против 1% от ВВП в 1992 г. Однако временная структура частного внешнего долга изменилась: доля средней и долгосрочной задолженности в сумме долга увеличилась с 40% в 1993 г. до 70% в 1996 г.⁴

Эффективность использования механизма дифференцируемых резервных требований также была доказана и в период мирового финансового кризиса. В 2007-2008 гг. колумбийские денежные власти в ответ на увеличение притока спекулятивного капитала и усиление инфляционных ожиданий вновь вернулись к практике использования беспроцентного

резервирования средств. Результаты использования рыночно ориентированного контроля в Колумбии оказались успешными. При применении механизма беспроцентного резервирования изменилась структура входящих финансовых потоков в пользу долгосрочных прямых инвестиций, а также сократились краткосрочные заимствования. Так, если до введения данной меры общий объем иностранных портфельных инвестиций составлял 31,1 млрд. долл., то после этот показатель находился на уровне 9,9 млрд. долл. В то же время произошло значительное увеличение долгосрочных прямых инвестиций - на 42,2 млрд. долл.⁵

Применение контроля за притоком капитала сыграло положительную роль в преодолении колумбийским фондовым рынком последствий мирового финансового кризиса в 2008-2009 гг. Как показали результаты эконометрических исследований с использованием коэффициентного метода, благодаря мерам по контролю за притоком спекулятивного капитала удалось предотвратить "перегрев" фондового рынка страны и образование на нем фондового пузыря⁶.

Таким образом, на наш взгляд, механизм беспроцентных резервных требований является наилучшим решением возможных проблем, связанных с экспансией спекулятивного краткосрочного капитала. Однако при его применении необходимо учитывать и возможные негативные эффекты. Прежде всего, данный метод оказывает негативное влияние на конвертируемость национальной валюты страны - реципиента капитала, поэтому мы считаем целесообразным апробировать его только в странах, где использование валютных ограничений притока капитала является частью экономической политики. В странах, провозгласивших курс на полную либерализацию финансового рынка и, как следствие, свободное движение капитала, применение данной меры не является целесообразным шагом со стороны денежных властей.

Помимо введения требований на резервирование краткосрочного капитала, денежные власти могут использовать количественные ограничения (целью которых является введение прямых количественных ограничений на приток спекулятивных финансовых средств), а также меры фискального характера, к которым в экономической литературе относят методы прямого и косвенного налогообложения. Количественные ограничения мобильности движения капитала были в основном широко распространены на развивающихся

ся рынках до 90-х гг. прошлого века и заключались в введении административных мер по противодействию оттока капитала с финансовых рынков, для реализации которых был необходим мощный бюрократический аппарат, порождавший проблему коррупции, и сводящий, как правило, на нет весь положительный эффект.

Как показывает существующая международная практика, применение количественных мер неизбежно сопровождается остановкой притока прямых инвестиций и, соответственно, экономического подъема, поэтому, по мнению большинства экономистов, признается неэффективным. Кроме того, использование количественного запрета может сильно ухудшить инвестиционный климат на внутреннем финансовом рынке страны.

Косвенное регулирование потоков капитала на финансовых рынках включало в себя рыночные механизмы государственного вмешательства, преимущественно налоговые, ярким примером которых может послужить проводимое в некоторых странах с развивающимися рынками прямое налогообложение валютнообменных операций, а также краткосрочных кредитных транзакций с банками-нерезидентами. Данные меры используются в настоящее время в Бразилии. Они широко известны в экономической науке как “налог Тобина”.

В 1973 г. известный американский экономист, лауреат Нобелевской премии Джеймс Тобин предложил облагать специальным налогом все краткосрочные транзакции, оставляя нетронутыми долгосрочные. Цели данного налога - предотвращение крупных спекуляций на финансовом рынке, спекулятивных атак на валютный курс и проведение независимой денежно-кредитной политики. Однако введение “налога Тобина” может иметь и негативные последствия, в частности, к ним мы относим снижение ликвидности внутреннего финансового рынка, повышение его волатильности.

При практическом применении фискальных мер дестимулирования притока краткосрочного спекулятивного капитала необходимо иметь в виду, что эффективность косвенного налогообложения как механизма регулирования финансовых потоков зависит от силы эффекта замещения долгосрочных инвестиций краткосрочными. Как показали эмпирические исследования, проведенные в 1997 г., эластичность инвестиций по срокам является относительно низкой, следовательно, с целью достижения желаемого эффекта необходимо использовать более высокую ставку нало-

га. Данное предположение подтверждается существующей практикой. Например, в Бразилии в октябре 2009 г. денежные власти с целью понизить спекулятивное давление на валютный курс ввели 2%-ный налог на любые финансовые транзакции, осуществляемые нерезидентами, однако ставка в 2% была недостаточной, чтобы оказать значительное влияние на финансовый рынок⁷.

Не все вышеперечисленные инструменты применимы для апробации на российском финансовом рынке. По нашему мнению, для России, как страны со свободным движением капитала, наиболее эффективным может быть использование механизма дифференцирования требований по обязательному резервированию по категориям “резидент/нерезидент”. Причем для краткосрочных займов до одного года должны быть установлены повышенные резервные требования. В качестве крайней меры ограничения притока спекулятивного капитала в небанковский сектор мы предлагаем рассмотреть возможность использования специального регрессивного налога на избыточные внешние заимствования компаний нефинансового сектора. Ставка налога должна зависеть от срока внешнего долга. Например, 15% по обязательствам менее одного года. На наш взгляд, данные меры окажут минимальное влияние на конвертируемость.

В странах, где использование валютных ограничений на движение международных капитала является частью комплекса мер денежно-кредитного регулирования, в качестве основной меры в ответ на усилившийся приток спекулятивного капитала можно применить механизм беспроцентных резервных требований.

¹ Calvo S., Reinhart C. Capital Flows to Latin America: Is there Evidence of Contagion Effects? // Private Capital Flows to Emerging Markets / ed. by M. Golstein. Washington, 2009.

² Левкович А. Валютный курс в системе внутреннего и внешнего экономического равновесия // Банкаускі веснік. 2009. Май. С. 50-52.

³ Capital inflows: The role of Control. International Monetary Fund, 2010. P. 14-18.

⁴ Там же.

⁵ Coelho B., Gallagher K.P. Capital Controls and 21st Century Financial Crises: Evidence from Colombia and Thailand // PERI. Working Paper. 2010. Jan. № 213. P. 21-25.

⁶ Там же.

⁷ Capital Flows to Emerging Market Economies // Insitut of International Finance, IIF Research Note. 2010. Jan. P. 23-32.