

ПРОЦЕСС ФИНАНСОВОЙ ЛИБЕРАЛИЗАЦИИ В МАЛЫХ ОТКРЫТЫХ ЭКОНОМИКАХ

Иван Дмитриевич РАКОВ

лаборант-исследователь Центра международных финансов, Научно-исследовательский финансовый институт,
Москва, Российская Федерация
rakov@nifi.ru

История статьи:

Принята 24.12.2015
Одобрена 13.10.2015

УДК 339.74

JEL: C51, F37, F38, F62

Аннотация

Предмет. Изучение валютной либерализации в последнее время становится актуальным. Ряд прошедших финансовых кризисов показал уязвимость экономик стран к мировым потокам капитала. Особенно ощутили воздействие ряда финансовых кризисов страны с малой открытой экономикой, что впоследствии привело к наложению ограничений на потоки капитала.

Цели. Рассмотреть влияние валютной либерализации и внешнего шока на потоки капитала. Задачи включают в себя рассмотрение этапов валютной либерализации в Южной Корее и Исландии, построение системы статистических показателей и модели, характеризующей этот процесс.

Методология. Методологическую основу статьи составил ретроспективный и эконометрический анализ валютной либерализации в Южной Корее и Исландии.

Результаты. В результате проведенного анализа были выявлены основные этапы валютной либерализации в Исландии и Южной Корее, была дана краткая их характеристика. Более подробно рассмотрены кризисные периоды в исследуемых странах, а также проводимая в это время политика, касающаяся снятия (наложения) мер по ограничению счета капитала. Составлена система статистических показателей и проведен эконометрический анализ оценки влияния валютной либерализации и внешнего шока предложения на потоки капитала в Южной Корее и Исландии.

Выводы. Сделан вывод о том, что проводимая политика валютной либерализации и внешний шок предложения в странах с малой открытой экономикой вместе и отдельно оказывают значимое воздействие на потоки капитала, особенно на прямые инвестиции в Исландии и Южной Корее. Эмпирический анализ показал неоднозначность воздействия процесса валютной либерализации на страны с малыми открытыми экономиками.

Ключевые слова:

либерализация счета капитала,
свободноплавающий валютный
курс, управление потоками
капитала

© Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ, 2016

В последние десятилетия активно происходят процессы валютной либерализации в различных странах, обусловленные экономическими, политическими и другими причинами. Ряд прошедших финансовых кризисов (Азиатский кризис (1997–1998 гг.) и Мировой финансовый кризис (2008–2009 гг.) показал уязвимость стран к международным финансовым потокам, что впоследствии привело к наложению ограничений на потоки капитала и отказу от режима свободноплавающего валютного курса.

За 2007–2013 гг. доля стран с полностью открытым счетом капитала (0,8–1,0) снизилась на 2,87%, но при этом наблюдается рост у стран с индексом де-юре открытости от 0,0 до 0,2 и от 0,6 до 0,8 на 1,72 и 2,87% соответственно (табл. 1).

В последние годы (с 2008 по 2014 г.) среди стран – членов Международного валютного фонда (МВФ) наблюдается устойчивое снижение количества государств, использующих режимы плавающего обменного курса (с 42 до 34%). В то же время процент стран, использующих различные модификации привязанного и фиксированного

курса, увеличивается с 40 до 43,5% и с 12 до 13% соответственно [1].

Эта ситуация свидетельствует о том, что некоторые страны за данный период для стабилизации потоков капитала и обменного курса национальной валюты частично устанавливали меры на ограничение потоков капитала или полностью закрывали экономику от внешних шоков.

Во время кризиса 2008–2009 гг. особенно сильно пострадали страны с малой экономикой, и одной из главных причин выделяют процесс валютной либерализации. Во-первых, экономисты Ф. Агион, П. Бачетта и А. Банарже считают, что валютная либерализация повышает уязвимость стран к внешним шокам на промежуточной стадии развития экономики государства, и переход к полной либерализации может привести к ее дестабилизации [2]. Например, увеличение масштабов трансграничного перемещения финансовых ресурсов способствовало интенсивному развитию рынка заемных капиталов, а внезапный уход капитала мог

способствовать возникновению глобального долгового кризиса [3].

Во-вторых, малые открытые экономики не могут одновременно поддерживать мобильность капитала, режим фиксированного обменного курса (стабильного обменного курса) и независимой денежно-кредитной политики исходя из модели Манделла – Флеминга (трилемма Манделла – Флеминга) [4].

Исследование состоит из нескольких этапов:

- *во-первых*, выделяются и анализируются этапы проведения политики по снятию и наложению мер на потоки капитала в Южной Корее и Исландии;
- *во-вторых*, составляется система статистических показателей и определяется структура модели;
- *в-третьих*, представляются результаты эконометрического исследования и делаются выводы.

Южная Корея. Валютная либерализация в Корее началась в начале 1980-х гг., которая осуществлялась только в ограниченном объеме, не оказывая существенного влияния на потоки иностранного капитала. В 1988 г. Южная Корея приняла обязательства ст. VIII МВФ, гарантирующие полную конвертируемость по счету текущих операций [5]. Однако в 1990-х гг. ситуация изменилась, были приняты дополнительные меры, которые расширили границы валютной либерализации. Это обусловлено рядом причин¹:

- давлением извне в пользу открытия рынков;
- давлением со стороны крупного корейского бизнеса (так называемыми *chaebol*);
- растущим дефицитом текущего счета платежного баланса;
- вступлением страны в ОЭСР к концу 1996 г.

В 1991 г. был сделан значительный шаг к валютной либерализации. Начиная с января 1992 г., иностранцам разрешают покупать в размере до 3% на человека выпущенные в обращение корейские акции каждой компании; нерезидент не может владеть больше чем 10% акций компании. Правительство также разрешило проведение операций с ценными

бумагами иностранных компаний в Корее. Кроме того, закон об управлении иностранной валютой был пересмотрен в 1991 г. так, что если раньше валютная деятельность считалась запрещенной, если иное не предусмотрено законом, то новый закон разрешил все виды этой деятельности, кроме тех, которые указаны в законе [6].

Несмотря на серию мер по либерализации счета капитала корейское правительство поддерживало постепенный подход, и таким образом значительный ряд мер по контролю за иностранной валютой и международными операциями с капиталом все еще остался. Однако давление со стороны национальных компаний, особенно со стороны крупного корейского бизнеса (так называемого *chaebol*), было в пользу снятия оставшихся ограничений. В результате внутреннего и внешнего давления корейское правительство в декабре 1994 г. представило новый план реформирования валютной системы (*Foreign Exchange System Reform Plan*), который предусматривал три стадии за пятилетний период: открытие текущего счета и счета капитала, а также разработка эффективного валютного рынка [7].

Корейская экономика испытывала чистый приток капитала с 1990 г. (рис. 1). За первые четыре года величина притока оставалась небольшой, в среднем 1,2% ВВП. Но за три следующих года (1994–1996) размер притока увеличился более чем в два раза, в среднем до 3,5% ВВП за год. Это явление имело две характерные особенности. Во-первых, долговые инструменты были основным средством для осуществления операций с капиталом. Во-вторых, основная часть внешнего долга приходилась на банковский сектор (около 70%) [8].

Правительство делало упор на либерализацию краткосрочных потоков капитала, так как полагало, что краткосрочный внешний долг более безопасен из-за частых выплат и, следовательно, имеет ограниченное влияние на денежную массу. При этом регулирующие меры остались наложенными на долгосрочные заимствования. Например, были освобождены краткосрочные кредиты, в то время как долгосрочный кредит для поставщиков и внешний доступ к рынку облигаций оставался закрытым [9]. Такая несбалансированная валютная либерализация стала одной из самых важных причин возникновения в 1997 г. в Корее кризиса.

После кризиса 1997 г. правительство принялось проводить неолиберальную политику, снимая

¹ Korea's Experience with International Capital Flows.
URL: <http://urlid.ru/b7rt>

большинство ограничений на потоки капитала и принятие режима плавающего курса. В 1998 г. были разрешены все виды инвестиций в акции, за исключением иностранных инвестиций в государственные компании. Другими словами, лимиты инвестиций иностранных инвесторов в отечественные акции, фьючерсные и опционные контракты на основе фондовых индексов и сертификаты бенефициаров были отменены, и иностранным инвесторам разрешено инвестировать в акции закрытых акционерных компаний и приобретать ценные бумаги на первичном рынке [10].

В 1998 г. была официально принята политика таргетирования инфляции. В соответствии с этим обменный курс признан как свободноплавающий. После принятия новой денежно-кредитной политики корейская экономика имела среднегодовую инфляцию 2,7% в течение 1999–2007 гг., а среднегодовой рост ВВП составлял 5,8% [11].

С 2002 г., наряду с повышением кредитного рейтинга Кореи, профицит текущего и капитального счетов оказывали давление в пользу повышения стоимости вон. Однако существовали опасения, что чрезмерное укрепление национальной валюты вызовет снижение экспорта и замедление темпов экономического роста. Для решения этой проблемы власти приняли меры по содействию оттока капитала путем увеличения инвестирования за границу резидентами. Например, в 2003 г. был увеличен лимит для резидентов на зарубежные прямые инвестиции в страховые и финансовые компании, а в 2005 г. он был отменен. Был увеличен диапазон ценных бумаг для инвестирования резидентами, в 2006 г. эти ограничения были сняты; увеличены лимиты в 2005 и 2006 гг. на приобретение частной собственности за границей [12].

Тем не менее в годы, предшествующие глобальному финансовому кризису 2008 г., банковская система накопила значительные валютные форвардные позиции и краткосрочную внешнюю задолженность на оптовом рынке, то есть стала с высокой долей заемных средств. Когда разразился кризис, Корея испытала резкий «внезапный стоп», так как резко прекратился доступ к краткосрочному финансированию внешнего долга и банки испытывали трудности в его пролонгации.

Исходя из этого, начиная с 2010 г. власти ввели меры для того, чтобы избежать вновь накопления

уязвимостей финансового сектора и ограничить обусловленные возможности в макроэкономической нестабильности [13]. А также произошел переход от режима свободного плавающего к режиму плавающему валютному курсу².

Главная цель политики состояла в том, чтобы обуздать краткосрочный внешний долг и сжать ликвидность иностранной валюты, которые способствуют движению капитала и изменчивости валютного курса. Начиная с конца 2009 г., страна наложила контроль на банковские авуары в иностранной валюте: на деривативы, фоварды, и обязательства. Например, в ноябре 2009 г. была введена политика, которая требовала держать определенную сумму в высокорейтинговых иностранных казначейских облигациях и сократила торговлю валютными фьючерсами [14].

Исландия. В 1979 г. исландская финансовая система находится в кризисе после периода политического вмешательства и жестких ограничений на финансовом рынке. Быстро растущая инфляция вызвала двузначные отрицательные реальные процентные ставки, которые значительно уменьшили спрос на депозиты и сократили масштабы банковской системы в два раза. Эти события вызвали необходимость реформирования финансового сектора, и в последние десятилетия произошла его полная либерализация [15].

Процесс либерализации в Исландии внес кардинальные изменения в структуру денежно-кредитной политики и происходил в несколько этапов с 1985 по 2003 г. [16]:

- полная либерализация процентной ставки (1987);
- создание межбанковского рынка по иностранной валюте (1993);
- полная либерализация долгосрочных потоков капитала (1994);
- полная либерализация краткосрочных потоков капитала (1995);
- установка режимов плавающего валютного курса (2001);
- приватизация банковского сектора (1998–2003) [15].

² Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions. International Monetary Fund, 2010.

Одной из главных особенностей финансового рынка в Исландии до либерализации являлась индексация процентных ставок, которая характеризовалась неустойчивостью между индексированными активами и пассивами банка и искажением процентной ставки.

Ситуация изменилась с принятием закона о процентной ставке (Interest Rate Act) в 1987 г. Этот закон дал возможность устанавливать процентную ставку исходя из спроса и предложения, установленных на рынке, то есть произошел процесс внутренней либерализации процентной ставки.

Следующий этап либерализации приходится на снятие ограничений движения капитала, который начался в 1990 г. В ноябре 1992 г. парламентом (альтингом) было принято новое валютное законодательство, посредством которого началась либерализация [17]. В 1994 г. были сняты ограничения с долгосрочных потоков капитала, а в 1995 г. – с краткосрочных потоков капитала. Также в 1995 г. законодательство о прямых иностранных инвестициях было пересмотрено в соответствии с соглашением ЕЕА (Европейская экономическая зона). Однако доступ к прямым инвестициям в главный сектор (рыболовство) остался закрыт, а также наложен ряд ограничений для некоторых отраслей (рыболовство, обработка рыбы, выработка и распределение электроэнергии, транспорт), например, юридические лица-нерезиденты не могут владеть более чем 49% акций авиационных компаний³.

В 2001 г. вышла совместная декларация центрального банка и правительства Исландии о таргетировании инфляции и изменениях в курсовой политике (Declaration on inflation target), которая закрепила поддержание стабильности цен, как основную цель денежно-кредитной политики страны, и сняла пределы колебаний кроны, то есть был осуществлен переход к режиму плавающего валютного курса (free floating exchange rate), до этого осуществлялась привязка к валютной корзине, состоящей из 16 валют⁴.

³ Central Bank of Iceland. The Economy of Iceland, Winter 2001/2002. URL: <http://www.cb.is/library/Skr%202001%202002.pdf>

⁴ Declaration on inflation target and a change in the exchange rate policy (From March 27, 2001 – as amended by agreement between between the Prime Minister of Iceland and the Board of Governors of the Central Bank of Iceland on November 11, 2005, cf. Press release no. 35/2005). URL: <http://www.cb.is/monetary-policy/inflation-target/declaration-on-inflation-target/declaration-on-inflation-target/>

Во время финансового кризиса в 2007–2008 гг. и краха трех крупнейших коммерческих банков (Landsbanki, Kaupthing и Glitnir) с очень большими краткосрочными иностранными пассивами (600% ВВП) правительство в ноябре 2008 г. ввело комплексные ограничения на оттоки и притоки капитала и отказалось от режима свободного плавающего курса, чтобы стабилизировать обменный курс [18]. Эти меры включали ограничения на операции с капиталом для резидентов и нерезидентов, как, например, запрет на инвестирование в финансовые инструменты, выпущенные в иностранной валюте. Было запрещено международное движение капитала для покупок недвижимого имущества (исключением является эмиграция и иммиграция) или обязательная репатриация всей иностранной валюты. В основном остались разрешенные валютные операции для сделок по товарам и услугам, включая туризм⁵.

Кризис в Исландии был вызван неспособностью банков рефинансировать свои кредиты на международном денежном рынке, особенно после отказа Lehman Brothers Holdings, Inc. Потеряв веру в исландскую экономику, инвесторы инициировали резкий отток капитала. Исландская фондовая биржа разрушилась, и международные резервы центрального банка были быстро истощены в тщетной попытке ограничить крутое снижение обменного курса [19], валютный курс за 2008 г. подвергся обесценению с 67,46 кроны за 1 долл. США до 124,46 кроны, то есть в 2 раза, а инфляция достигла рекордных значений (около 17%) (рис. 2).

После кризиса главным приоритетом для правительства Исландии стала отмена мер по управлению потоками капитала, которые помогли прекратить резкие оттоки капитала из страны и стабилизировать экономику. Исландские власти считают, что меры по управлению потоками капитала не могут быть быстро сняты, но и поддержание их слишком долго может быть вредно для экономики.

Во-первых, затраты на поддержание мер могут перевесить преимущества, полученные от ограничения потоков капитала.

Во-вторых, они нарушают международные обязательства Исландии. При сохранении в этих мер в долгосрочном периоде Исландии будет невозможно остаться в ЕЕА⁶.

⁵ Iceland. Rules on foreign exchange. № 880. October 30, 2009.

⁶ Már Guðmundsson. Currency and exchange rate regime options, September 7, 2012. P. 10.

Первые шаги по снятию валютного контроля были произведены в декабре 2008 г., когда ослаблены ограничения для поступления прямых иностранных инвестиций. В 2009 г. Центральный банк Исландии объявляет о своей поэтапной стратегии снятия валютных ограничений, в 2011 г. правительство одобряет пересмотренную стратегию либерализации счета капитала.

На базе проведенного анализа процесса валютной либерализации и выделения основных его этапов в Южной Корее и Исландии можно сделать следующие предварительные выводы:

- 1) финансовая либерализация способствовала возникновению ряда финансово-экономических кризисов 1997 и 2008 гг. в Южной Корее, так как позволяла накапливать большие краткосрочные обязательства. И после кризиса 2008 г. были введены ограничения на краткосрочные потоки капитала. Но вне кризисных периодов в Южной Корее наблюдались низкая инфляция, положительное сальдо текущего и финансового счета;
- 2) в Исландии валютная либерализация способствовала накоплению отечественными банками огромных иностранных пассивов, что в дальнейшем сделало исландскую экономику уязвимой к внешним шокам. После мирового финансового кризиса 2008 г. были наложены жесткие ограничения на потоки капитала и отказ от режима свободно плавающего курса.

Эмпирический анализ. Теоретической основой для эконометрического исследования служит утверждение (Фишер (1999), Джанетти (2007), Озкан-Гунай (2007), что валютная либерализация делает экономику более уязвимой перед внешними шоками и вызывает отток капитала [20].

В модели в качестве зависимых переменных будут выступать потоки капитала (прямые, портфельные и прочие инвестиции), так как на них распространяется непосредственное влияние валютной либерализации. И через все эти факторы распространяется ее влияние на всю экономику в целом. Например, увеличение притока прямых иностранных инвестиций может увеличить ВВП, а также поступления налогов в бюджет государства, или увеличение притока или оттока портфельных инвестиций может спровоцировать спекулятивную атаку и обесценить национальную валюту.

Объясняющие переменные в моей модели будут отражать процесс валютной либерализации и внешний шок предложения. Так как валютная либерализация подразумевает снятие ограничений с потоков капитала и принятие режима свободно плавающего курса, то показатели, характеризующие этот процесс, будут следующими: де-юре и де-факто открытость финансовых рынков и волатильность национальной валюты по отношению к доллару США (рис. 3).

Показатель, характеризующий де-юре открытость, – это индекс Чинн-Ито (КАOPEN). А де-факто открытость долгосрочных (краткосрочных) потоков капитала представляет собой отношение прямых инвестиций (сумма портфельных и прочих инвестиций, так как по этим строкам в платежном балансе страны проводятся в основном операции, связанные с краткосрочными (спекулятивными) потоками, а прямые инвестиции – наоборот) к реальному ВВП, по модулю⁷. Он показывает, какая доля в ВВП прироста за счет этих потоков. И чем выше доля, тем больше открытость счета капитала, так как открытие финансового рынка должно увеличить приток или отток капитала.

Волатильность в нашем исследовании показывает принятый режим валютного курса. Чем выше показатель, тем ближе режим к свободному плавающему валютному курсу, так как данный режим характеризуется высокой волатильностью. Годовой показатель в работе рассчитывается на основе месячных данных обменного курса национальной валюты ex_t по формуле:

$$VOL = \prod_{t=0}^{12} \left(\left| \frac{ex_t}{ex_{t-1}} - 1 \right| + 1 \right).$$

Для включения в модель экзогенного фактора, влияющего на малые открытые экономики, был выбран внешний шок предложения. Он рассчитывается как «белый шум» ε_t авторегрессионной модели второго порядка⁸ из разности логарифмов мирового реального ВВП (2010):

$$\Delta WY = C + \phi_1 \Delta WY_{t-1} + \phi_2 \Delta WY_{t-2} + \varepsilon_t.$$

⁷ В статье автор составляет и рассчитывает индикатор де-факто открытости краткосрочных и долгосрочных потоков капитала, опираясь на исследования Kose et al. (2010) [21].

⁸ Авторегрессионная модель второго порядка задается из утверждения, что макроэкономическое равновесие достигается за два года при резком изменении в мировом реальном ВВП (2010).

Положительное значение означает резкое увеличение ВВП в мировой экономике, отрицательное – уменьшение ВВП.

В эконометрическом анализе используются годовые данные по Исландии и Южной Корее за 1989–2013 гг., а также мировой реальный ВВП. Список исходных данных приведен в табл. 2.

Анализ производится на примере Исландии и Южной Кореи за 1989–2014 гг. с помощью метода наименьших квадратов, отбор факторов осуществляется по «пути снизу». Форма связи уравнения регрессии – линейная, так как большинство аналогичных исследований использовало этот вид связи (Краай (1998), Прасад (2007) [21]:

$$Y(1/2/3) = C + \beta_1 KAOPEN + \beta_2 KA_LN + \beta_3 KA_SH + \beta_4 VOL + \beta_5 ExgShS + \beta_6 KAOPEN \times ExgShS + \beta_7 KA_LN \times ExgShS + \beta_8 KA_SH \times ExgShS + \beta_9 VOL \times ExgShS,$$

где Y_1 – прямые инвестиции;

Y_2 – портфельные инвестиции;

Y_3 – прочие инвестиции;

$KAOPEN$ – индекс Чинн-Ито;

KA_LN – открытость долгосрочных потоков капитала;

KA_SH – открытость краткосрочных потоков капитала;

VOL – волатильность национальной валюты к доллару США;

$ExgShS$ – внешний шок предложений.

Синергетический эффект от внешнего шока предложения и других независимых переменных представлен в виде их произведения.

Интерпретация полученных данных в результате исследования – достаточно сложный процесс, так как множество независимых переменных представляет собой условные значения происходящего процесса снятия мер по ограничению потоков капитала и внешнего шока. Однако несмотря на это мы можем определить количество факторов и их направленность воздействия при прочих равных условиях на потоки капитала (табл. 3).

Исследование показало, что наибольшее воздействие валютная либерализация и внешний шок предложения оказали на прямые иностранные

инвестиции в Южной Корее и Исландии, так как эти факторы описывают 64 и 79% общей вариации прямых инвестиций соответственно. Также можно сказать, что Исландия оказалась более чувствительной к данным процессам, чем Южная Корея (исходя из R^2_{adj}).

На прямые инвестиции Y_1 в Корею влияют де-юре открытость, волатильность, открытость краткосрочного капитала вместе с внешним шоком предложения и без него, а в Исландии влияют все включенные факторы в модель за исключением волатильности и де-юре открытость с внешним шоком. В Исландии отчетливо видно, что снятие мер по ограничению долгосрочных потоков капитала и при фазе роста в мировой экономике происходит чистое принятие обязательств резидентами по строке «прямые инвестиции» (приток капитала в страну). В то же время в Корею, наоборот, при увеличении волатильности (принятие плавающего валютного курса), де-юре открытости и снятию мер по ограничению краткосрочных потоков капитала наблюдается отток капитала (чистое приобретение финансовых активов).

На портфельные инвестиции Y_2 в Корею влияют де-факто открытость краткосрочных потоков капитала и внешний шок предложения, а в Исландии – снятие ограничений с де-факто долгосрочных и краткосрочных потоков капитала. В Исландии и Южной Корее снятие мер на краткосрочные потоки капитала приводят к увеличению финансовых активов резидентов за границей (отток капитала из страны).

На прочие инвестиции Y_3 в Южной Корее оказывают влияние снятие ограничений с долгосрочных потоков капитала, внешний шок предложения и снятие ограничений с краткосрочных потоков капитала вместе с внешним шоком. В Исландии на прочие инвестиции влияют внешний шок предложения с различными показателями, за исключением волатильности, а также только внешний шок предложения. Резкое сокращение ВВП в мировой экономике приводит к оттоку капитала по строке платежного баланса «прочие инвестиции» в Корею, а в Исландии – наоборот. Также при резком увеличении ВВП в мировой экономике либерализация краткосрочных потоков капитала вместе с увеличением де-юре финансовой открытости приводят к принятию финансовых обязательств резидентами Исландии.

На основе полученных результатов ретроспективного и эконометрического анализа можно сделать следующие выводы:

- 1) проводимая политика в Южной Корее и Исландии в пользу снятия ограничений на потоки капитала и принятия режима плавающего курса осуществлялась быстро и без достаточной подготовки;
- 2) ряд прошедших финансово-экономических кризисов 1997 и 2008 гг. показали уязвимость исследуемых стран с малой открытой экономикой, что говорит о принятых мерах по ограничению потоков капитала и отказа от режима свободного плавающего курса;

- 3) потоки капитала в Южной Корее и Исландии под воздействием валютной либерализации и внешнего шока предложения ведут себя по-разному, а также различаются воздействия на каждый поток по отдельности. В связи с этим сложно оценить преимущества и недостатки, получаемые от снятия ограничений с потоков капитала и принятия режима валютного курса.

Как показало исследование по двум странам, к проведению политики валютной либерализации следует подходить с осторожностью. Необходимо учитывать при проведении этой политики особенности каждой страны, не только экономические, но и политические, социальные условия, а также учитывать общую ситуацию в мире.

Таблица 1

Группировка стран по индексу де-юре финансовой открытости (The Chinn-Ito Index) за 2007 и 2013 гг.

Интервалы индекса Chinn-Ito	2007		2013	
	Количество стран	Доля стран в общем количестве, %	Количество стран	Доля стран в общем количестве, %
0,0–0,2	68	39,08	71	40,80
0,2–0,4	5	2,87	6	3,45
0,4–0,6	17	9,77	15	8,62
0,6–0,8	20	11,49	23	13,22
0,8–1,0	64	36,78	59	33,91
Итого	174	100	174	100

Источник: рассчитано автором на основе The Chinn-Ito Index (2013). URL: http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm

Таблица 2

Данные, используемые в регрессионном анализе по Исландии и Южной Корее за 1989-2013 гг.

Показатель	Характеристика	Источник
Мировой реальный ВВП (2010) <i>WY</i>	В млрд долларов США	World Bank World Development Indicators, International Financial Statistics of the IMF, IHS Global
Реальный ВВП (2010)	В млрд долларов США	World Bank World Development Indicators, International Financial Statistics of the IMF, IHS Global
Ежемесячный курс национальной валюты к доллару США <i>ex_t</i>	В среднем за месяц. Стоимость национальной валюты за 1 долл. США	Данные МВФ. URL: http://data.imf.org
Индекс потребительских цен (2010)	В процентах.	Данные МВФ. URL: http://data.imf.org
Прямые инвестиции <i>Y1</i>	Показатель рассчитан согласно методологии разработки платежного баланса МВФ (РПБ-6) и скорректирован на индекс потребительских цен (ИПЦ 2010). В млн долларов США. («+» – чистое приобретение финансовых активов; «-» – чистое принятие обязательств)	Данные МВФ. URL: http://data.imf.org (платежный баланс страны)
Портфельные инвестиции <i>Y2</i>	Показатель рассчитан согласно РПБ-6 и скорректирован на ИПЦ (2010). В млн долларов США. («+» – чистое приобретение финансовых активов; «-» – чистое принятие обязательств)	Данные МВФ. URL: http://data.imf.org (платежный баланс страны)
Прочие инвестиции <i>Y3</i>	Показатель рассчитан согласно РПБ-6 и скорректирован на ИПЦ (2010). В млн долларов США. («+» – чистое приобретение финансовых активов; «-» – чистое принятие обязательств)	Данные МВФ. URL: http://data.imf.org (платежный баланс страны)
Индекс КАOPEN	Показывает де-юре открытость счета капитала. Измеряется от 0 до 1, чем ближе к 1, тем меньше ограничений на потоки капитала	The Chinn-Ito Index. URL: http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm
Открытость долгосрочных потоков капитала <i>KALN</i>	Показатель рассчитан, как прямые инвестиции, деленные на реальный ВВП, по модулю.	Рассчитано автором
Открытость краткосрочных потоков капитала <i>KA_SH</i>	Показатель рассчитан как сумма портфельных и прочих инвестиций, деленная на реальный ВВП, по модулю	Рассчитано автором
Волатильность национальной валюты к доллару США <i>VOL</i>	Принимает только положительные значения	Рассчитано автором
Внешний шок предложений <i>ExgShS</i>	Принимает положительные и отрицательные значения	Рассчитано автором

Источник: рассчитано автором

Таблица 3

Результаты регрессионного анализа

Показатель	Южная Корея			Исландия		
	Y1	Y2	Y3	Y1	Y2	Y3
C	-37 594	-365	-8 616	-1 720	842	289
KAOPEN	50 694 (6,70)*	-	-	2 173 (2,32)*	-	-
KALn	-	-	1 741 962 (2,48)*	-10 422 (-2,75)*	31 547 (3,83)*	-
KASh	151 104 (2,48)*	-348 779 (-1,93)*	-	11 600 (5,04)*	-23 044 (-5,92)*	-
VOL	12 550 (2,35)*	-	-	-	-	-
ExgShS	-	393 611 (1,49)***	-1 236 251 (-2,04)**	-1 180 228 (-5,55)*	-	243 150 (2,00)**
KAOPEN × ExgShS	-	-	-	-	-	-520 296 (-2,08)**
KALn × ExgShS	-	-	-	1 518 398 (4,91)*	-	-3 369 600 (-5,54)*
KASh × ExgShS	4 741 179 (1,86)**	-	25 705 546 (1,58)***	-804 398 (-3,86)*	-	1 113 880 (3,50)*
Vol × ExgShS	-	-	-	899 043 (5,05)*	-	-
R-squared	0,70	0,26	0,27	0,85	0,63	0,63
Adjusted R-squared	0,64	0,20	0,17	0,79	0,59	0,55
F-statistic	11,64	3,93	2,65	13,99	18,97	8,47
Prob(F-statistic)	0,00	0,03	0,08	0	0	0
Durbin-Watson stat	1,66	1,13	1,69	2,02	1,39	1,27

Источник: рассчитано автором

Примечание: все расчеты производились в эконометрическом пакете EViews.

* 5% -ный уровень значимости.

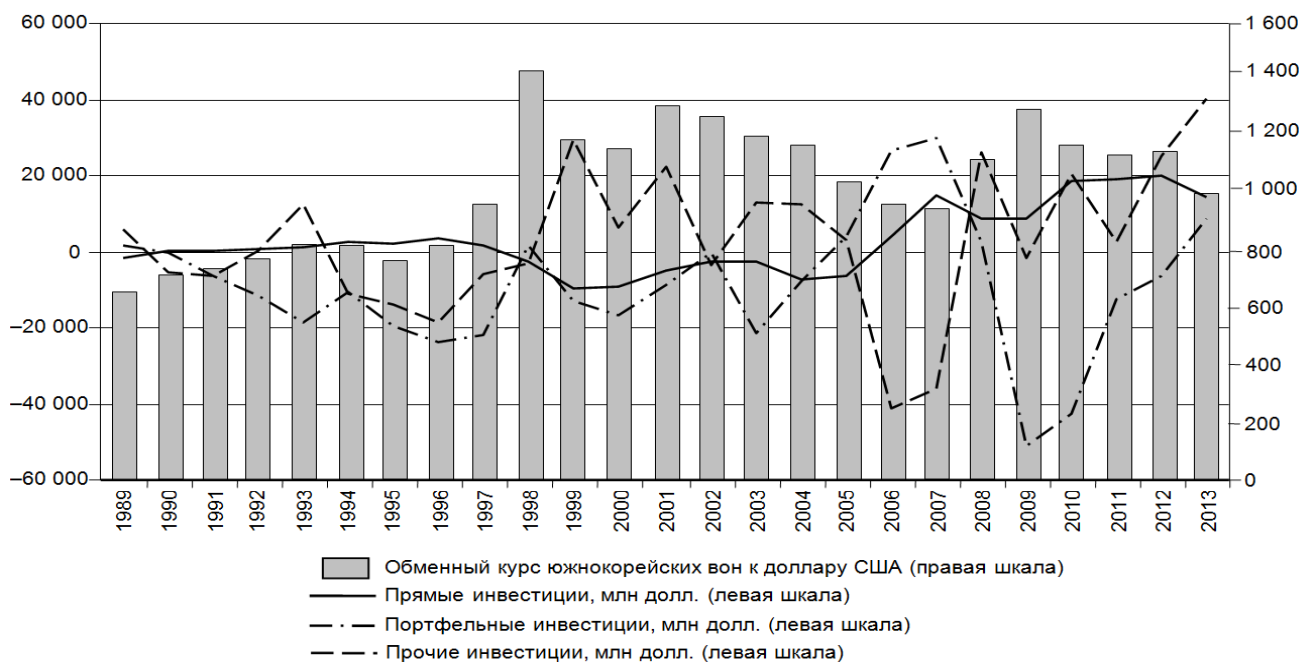
** 10% -ный уровень значимости.

*** 15% -ный уровень значимости.

Рисунок 1

Динамика потоков капитала и обменного курса национальной валюты Южной Кореи за 1989–2013 гг.

(«+» – чистое приобретение финансовых активов; «-» – чистое принятие обязательств)

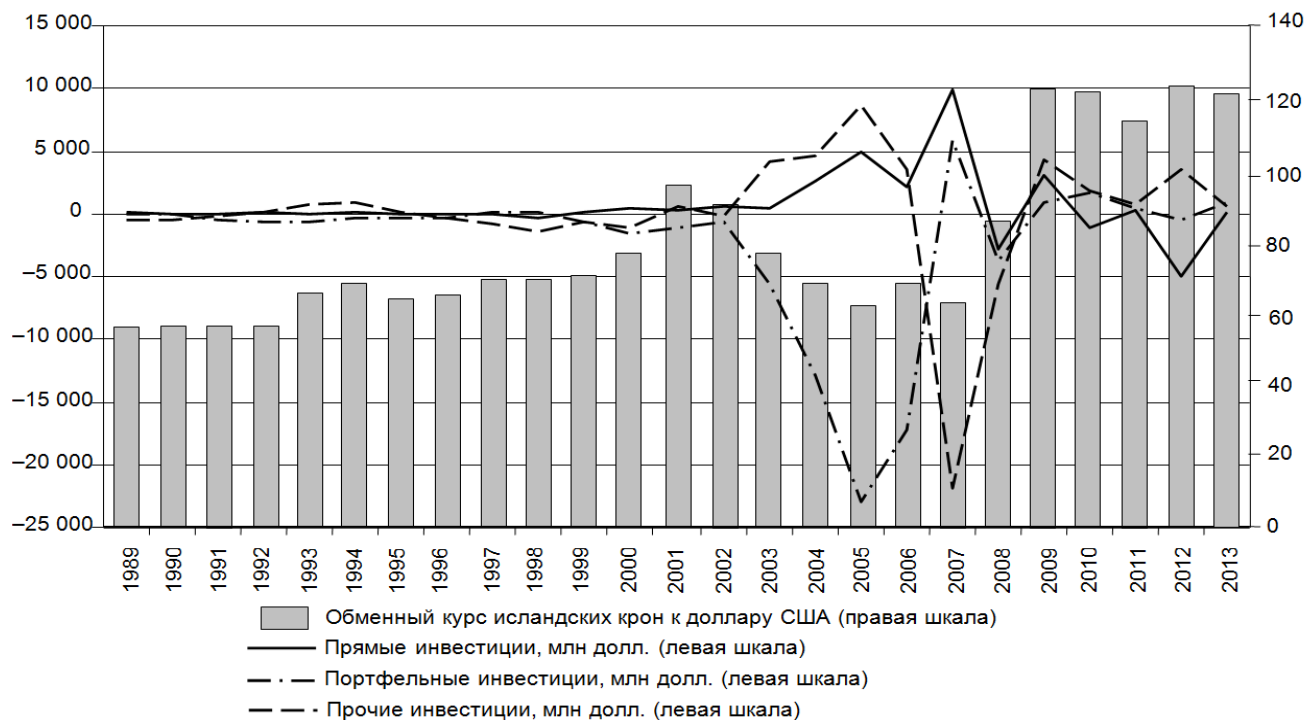


Источник: составлено по данным МВФ (URL: <http://data.imf.org/>), данные скорректированы на ИПЦ (2010)

Рисунок 2

Динамика потоков капитала и обменного курса национальной валюты Исландии за 1989–2013 гг.

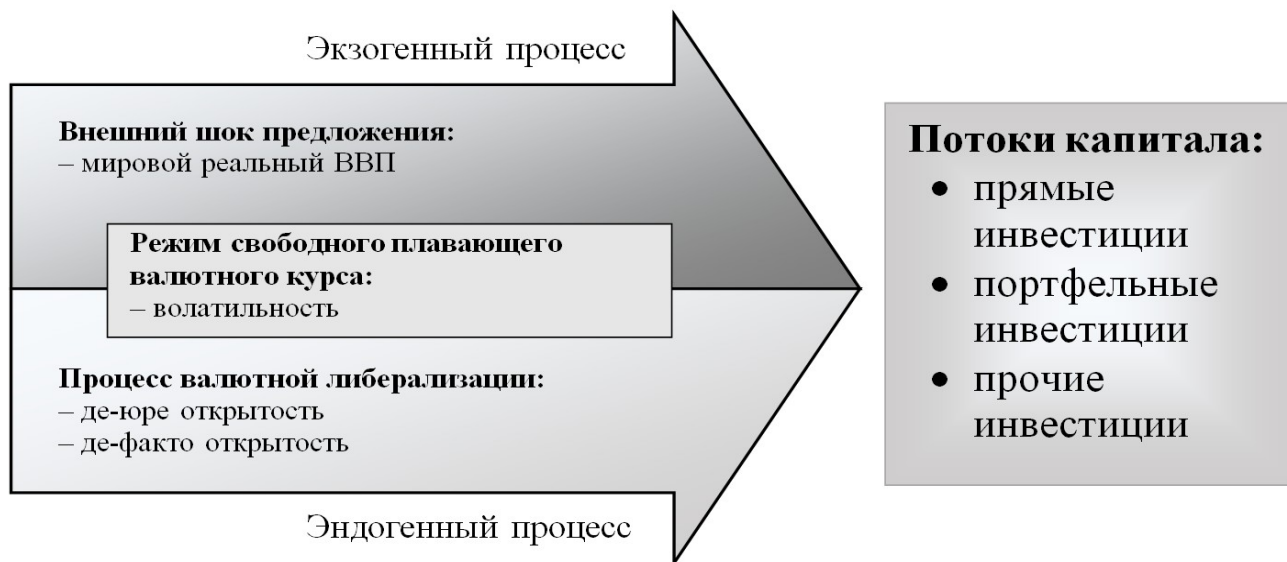
(«+» – чистое приобретение финансовых активов; «-» – чистое принятие обязательств)



Источник: составлено автором по данным МВФ (URL: <http://data.imf.org/>), данные скорректированы на ИПЦ (2010)

Рисунок 3

Система статистических показателей процесса валютной либерализации и потоков капитала



Источник: разработано автором

Список литературы

1. *Яковлев И.А., Швандар К.В.* Использование режима плавающего обменного курса в странах с переходной экономикой // Научно-исследовательский финансовый институт. Финансовый журнал. 2015. № 5. С. 103–112.
2. *Aghion P., Bacchetta P., Banerjee A.* Capital Markets and the Instability of Open Economies // The Asian Financial Crisis: Causes, Contagion and Consequences. Cambridge: Cambridge University Press, 1999. 2000. P. 167.
3. *Урумов Т.Р.* Практика управления государственным долгом в условиях глобализации // Научно-исследовательский финансовый институт. Финансовый журнал. 2013. № 4. С. 129–134.
4. *Mundell R.A.* Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates // Canadian Journal of Economics and Political Science/Revue canadienne de economiques et science politique. 1963. Vol. 29. № 04. P. 475–485.
5. *Roy M., Mishra R., Mishra S.* A review of cross-Country experience in capital account liberalisation // Reserve Bank of India Occasional Papers. 2006. Vol. 27. № 1. P. 19.
6. *Park W.A.* Financial liberalization: the Korean experience // Financial Deregulation and Integration in East Asia, NBER-EASE. Vol. 5. University of Chicago Press, 1996. P. 247–276.
7. *Wang Y.* Capital account liberalization: The case of Korea. URL: <http://unpan1.un.org/intradoc/groups/public/documents/apcity/unpan014168.pdf>.
8. *Dooley M.P., Shin I.* Private inflows when crises are anticipated: a case study of Korea // Financial Crises in Emerging Markets / Glick R. Cambridge, Cambridge University Press, 2001. P. 275–279.
9. *Cho Y.J.* Financial Crisis in Korea: A Consequence of Unbalanced Liberalization? Seoul, Sogang University Graduate School of International Studies, 1999.
10. *Lim Y.-T.* The Liberalization Process of Korean Capital Markets // Investment Management and Financial Innovations. 2004. № 1. P. 25–40.
11. *Alp H., Elekdag S.A., Lall S.* Did Korean Monetary Policy Help Soften the Impact of the Global Financial Crisis of 2008–09? Washington: International Monetary Fund, 2011. 46 p.
12. *Ahn B.* Capital flows and effects on financial markets in Korea: developments and policy responses // Financial globalisation and emerging market capital flows. 2008. № 44. P. 305–320.
13. Liberalizing Capital Flows and Managing Outflows. Washington, International Monetary Fund, 2012, 48 p. URL: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/031312.pdf>.
14. *Baumann B.A., Gallagher K.P.* Post-Crisis Capital Account Regulation in South Korea and South Africa. Amherst, Political Economy Research Institute, 2013. 32 p.
15. *Eiger Z.D., Tanenbaum J.R.* Regulation of financial institutions, financial crises and rescue packages in Europe: the Iceland case // Global financial crisis: navigating and understanding the legal and regulatory aspects. London, Globe Business Publishing Ltd 2009. P. 109–130.
16. *Portes R., Baldursson F.M., Olafsson F.* The internationalisation of Iceland's financial sector. Reykjavik: Iceland Chamber of Commerce, 2007.
17. *Gu M.* Monetary policy in Iceland during the nineties // Monetary Policy in the Nordic Countries: Experiences Since 1992–1997. Basle, Bank for International Settlements. P. 51.
18. *Saborowski C., Sanya S., Weisfeld H., Yopez J.* Effectiveness of Capital Outflow Restrictions. IMF Working Paper, 2014. № 14-18. 33 p.

19. *Chand S.K.* The IMF, the credit crunch and Iceland: A new fiscal saga? Centre for Monetary Economics, 2009. URL: <http://www.bi.edu/cmeFiles/wp%2009%203.pdf>.
20. *Raja H., Jameleddine C.* Interaction between Financial liberalization and Systemic Banking Crises // International Journal of Business and Behavioral Sciences. 2013. Vol. 3. № 3. P. 69–89.
21. *Kose M.A., Prasad E.S., Rogoff K., Wie S-J.* Financial globalization and economic policies. URL: http://www.brookings.edu/~media/research/files/papers/2009/4/financial-globalization-prasad/04_financial_globalization_prasad.pdf.

THE PROCESS OF FINANCIAL LIBERALIZATION IN SMALL OPEN ECONOMIES

Ivan D. RAKOV

Financial Research Institute, Moscow, Russian Federation
rakov@nifi.ru

Article history:

Received 24 December 2015

Accepted 13 January 2015

JEL classification: C51, F37,
F38, F62

Keywords: capital account
liberalization, flexible exchange
rate, capital flow management

Abstract

Importance Capital account liberalization becomes a very topical issue since previous crises proved the vulnerability of economies to global capital flows. It is especially true for small open economies.

Methods The methodological framework is based on retrospective and econometric analysis of capital account liberalization in South Korea and Iceland.

Objectives I study the effect of capital account liberalization and external shock on capital flows.

Results As a result of the analysis, I identified the principal steps of capital account liberalization in Iceland and South Korea and describe them briefly. I scrutinize crisis periods in the above countries, and their policies for lifting (imposing) capital flow limitations. The article presents a system of statistical indicators and econometric analysis of the effect capital account liberalization and external shock have on capital flows in South Korea and Iceland.

Conclusions and Relevance The capital account liberalization policies and external shock of supply, jointly and separately, have a very considerable effect on capital flows in small open economies and direct investment in Iceland and South Korea, in particular. As the empirical analysis shows, capital account liberalization process has a very ambivalent influence on small open economies.

© Publishing house FINANCE and CREDIT, 2016

References

1. Yakovlev I.A., Shvandar K.V. Ispol'zovanie rezhima plavayushchego obmennogo kursa v stranakh s perekhodnoi ekonomikoi [The use of floating exchange rate in emerging economies]. *Nauchno-issledovatel'skii finansovyi institut. Finansovyi zhurnal = Financial Research Institute. Financial Journal*, 2015, no. 5, pp. 103–112.
2. Aghion P., Bacchetta P., Banerjee A. Capital Markets and the Instability of Open Economies. In: *The Asian Financial Crisis: Causes, Contagion and Consequences*. Cambridge, Cambridge University Press, 2000, p. 167.
3. Urumov T.R. Praktika upravleniya gosudarstvennym dolgom v usloviyakh globalizatsii [The practice of public debt management in terms of globalization]. *Nauchno-issledovatel'skii finansovyi institut. Finansovyi zhurnal = Financial Research Institute. Financial Journal*, 2013, no. 4, pp. 129–134.
4. Mundell R.A. Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates. *Canadian Journal of Economics and Political Science/Revue canadienne de economiques et science politique*, 1963, vol. 29, no. 4, pp. 475–485.
5. Roy M., Mishra R., Mishra S. A Review of Cross-Country Experience in Capital Account Liberalization. *Reserve Bank of India Occasional Papers*, 2006, vol. 27, no. 1, p. 19.
6. Park W.A. Financial Liberalization: the Korean Experience. In: *Financial Deregulation and Integration in East Asia*, NBER-EASE. University of Chicago Press, 1996, vol. 5, pp. 247–276.
7. Wang Y. Capital Account Liberalization: The Case of Korea. Available at: <http://unpan1.un.org/intradoc/groups/public/documents/apcity/unpan014168.pdf>.
8. Dooley M.P., Shin I. Private Inflows When Crises are Anticipated: a Case Study of Korea. In: *Glick R. Financial Crises in Emerging Markets*. Cambridge, Cambridge University Press, 2001, pp. 275–279.
9. Cho Y.J. *Financial Crisis in Korea: A Consequence of Unbalanced Liberalization*. Seoul, Sogang University Graduate School of International Studies, 1999.

10. Lim Y.-T. The Liberalization Process of Korean Capital Markets. *Investment Management and Financial Innovations*, 2004, no. 1, pp. 25–40.
11. Alp H., Elekdag S.A., Lall S. Did Korean Monetary Policy Help Soften the Impact of the Global Financial Crisis of 2008–09? Washington, International Monetary Fund, 2011, 46 p.
12. Ahn B. Capital Flows and Effects on Financial Markets in Korea: Developments and Policy Responses. *BIS Papers, Financial Globalisation and Emerging Market Capital Flows*, 2008, no. 44, pp. 305–320.
13. Liberalizing Capital Flows and Managing Outflows. Washington, International Monetary Fund, 2012, 48 p. Available at: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/031312.pdf>.
14. Baumann B.A., Gallagher K.P. Post-Crisis Capital Account Regulation in South Korea and South Africa. Amherst, Political Economy Research Institute, 2013, 32 p.
15. Eiger Z.D., Tanenbaum J.R. Regulation of Financial Institutions, Financial Crises and Rescue Packages in Europe: the Iceland Case. In: *Global Financial Crisis: Navigating and Understanding the Legal and Regulatory Aspects*. London, Globe Business Publishing Ltd, 2009, pp. 109–130.
16. Portes R., Baldursson F.M., Olafsson F. The Internationalisation of Iceland's Financial Sector. Reykjavik, Iceland Chamber of Commerce, 2007, 70 p.
17. Gu M. Monetary Policy in Iceland during the Nineties. *Monetary Policy in the Nordic Countries: Experiences Since 1992–1997*. Basle, Bank for International Settlements, p. 51.
18. Saborowski C., Sanya S., Weisfeld H., Yopez J. Effectiveness of Capital Outflow Restrictions. *IMF Working Paper*, 2014, no. 14-18, 33 p.
19. Chand S.K. The IMF, the Credit Crunch and Iceland: A New Fiscal Saga? Centre for Monetary Economics, 2009. Available at: <http://www.bi.edu/cmeFiles/wp%2009%203.pdf>.
20. Raja H., Jameleddine C. Interaction between Financial Liberalization and Systemic Banking Crises. *International Journal of Business and Behavioral Sciences*, 2013, vol. 3, no. 3, pp. 69–89.
21. Kose M.A., Prasad E.S., Rogoff K., Wie S.-J. Financial Globalization and Economic policies. Brookings Global Economy and Development, *Working Paper*, 2009, no. 34. Available at: http://www.brookings.edu/~media/research/files/papers/2009/4/financial-globalization-prasad/04_financial_globalization_prasad.pdf.