

ВАЛЮТНАЯ ЛИБЕРАЛИЗАЦИЯ В ЗАРУБЕЖНЫХ СТРАНАХ: НАКОПЛЕННЫЙ ОПЫТ И ПЕРСПЕКТИВЫ**Людмила Сергеевна КАБИР^{а*}, Игорь Алексеевич ЯКОВЛЕВ^б, Светлана Игоревна НИКУЛИНА^с**

^а доктор экономических наук, профессор, главный научный сотрудник,
Научно-исследовательский финансовый институт, Москва, Российская Федерация
lkabir@nifi.ru

^б кандидат экономических наук, первый заместитель директора, руководитель Центра международных финансов,
Научно-исследовательский финансовый институт, Москва, Российская Федерация
iyakovlev@nifi.ru

^с научный сотрудник, Научно-исследовательский финансовый институт, Москва, Российская Федерация
snikulina@nifi.ru

* Ответственный автор

История статьи:

Принята 20.08.2015

Одобрена 29.10.2015

УДК 339.727.2

JEL: F33, F36, F65, N20, O24

Ключевые слова: мировая валютная система, валютная либерализация, потоки капитала, валютный курс, регулирование

Аннотация

Предмет. Исследование направлено на изучение особенностей валютной либерализации, являющейся одной из основных тенденций развития мировой валютной системы на современном этапе.

Цели и задачи. Структурирование основных элементов политики и практики валютной либерализации. Были поставлены следующие задачи: определить причины, вынудившие рассматриваемые страны встать на путь реформ; выявить трудности, вызываемые введением плавающего валютного курса, с которыми столкнулись страны; уточнить причины, обосновывающие недопустимость поспешности в проведении валютной либерализации.

Методология. С помощью общих методов научного познания рассмотрены различные аспекты политика валютной либерализации стран, выявлены тенденции, характерные для современного состояния валютной либерализации.

Результаты. Выявлена специфика валютной либерализации стран в зависимости от того, к какой группе они относятся (развитые, развивающиеся, с переходной экономикой). Названо три типа моделей валютной либерализации. Отмечено, что опыт зарубежных стран подтверждает: предпосылками получения выгод от валютной либерализации являются создание макроэкономических условий, обеспечивающих целесообразность и эффективность ее проведения, готовность структуры национальной экономики и степень развития финансовых рынков.

Выводы. Изучение на примере ряда стран валютной либерализации как процесса с выделением специфических черт, определяемых уровнем развития государства, региона мира, степенью интегрированности в мирохозяйственные связи, позволяет выявить общие и специфичные проблемы регулирования потоков капитала и валютного курса и сформировать представление о факторах, обеспечивающих благоприятные результаты либерализации.

© Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ, 2016

Характер и основные черты валютной либерализации

Эволюция мировой экономики не только усиливает взаимозависимость стран, но и выступает одной из причин разрушения сложившихся на определенном этапе развития мировой валютной системы принципов, режимов и формирования новых. Все это требует адекватной реакции со стороны национальных правительств. Данный тезис в полной мере может быть применим к валютной либерализации, под которой обычно подразумевают ликвидацию мер, направленных на ограничение потоков капитала¹, с одновременным обеспечением неограниченной

конвертируемости местной валюты в международных финансовых операциях.

Начало современного этапа валютной либерализации связано с распадом Бреттон-Вудской мировой валютной системы и распространением режима плавающего валютного курса, поскольку страны получили право выбора режима валютного курса (плавающий, смешанный или фиксированный). Юридические аспекты новой валютной системы были закреплены соглашением между членами МВФ на Ямайской конференции в Кингстоне (январь 1976 г.). Ямайское соглашение внесло поправку в первоначальный устав МВФ, допускающую большую гибкость в определении курсов валют. Но при этом была выражена озабоченность тем, что *мировая валютная система может*

¹ Включают основные операции с капиталом, а также соответствующие платежи или переводы.

разрушиться вследствие неограниченной гибкости валютных курсов. Поэтому новое соглашение еще раз подчеркнуло важность стремления к поддержанию стабильности валют.

Косвенным подтверждением необходимости взвешенного подхода в этой сфере отношений служат результаты исследования МВФ, согласно которым число стран, установивших режим свободно плавающего валютного курса, за последние 25 лет сильно не изменилось. Если в 1989 г. таких стран было 23, то в 2014 г. их число увеличилось на 6 членов МВФ и составило 29 [1, с. 6–7]. Следует обратить внимание и на тенденцию, проявившуюся с момента последнего финансового кризиса (2008 г.): снижение доли стран – членов МВФ, выбравших режим плавающего валютного курса с 39,9 до 34% (табл. 1).

Наибольшее сокращение наблюдается в категории стран, избравших свободно плавающий валютный курс (с 19,7 до 15,2%). Увеличивается число государств, применяющих жесткую привязку своего валютного курса (с 12,2 до 13,1%). Более чем на 6% выросло число стран, использующих тип «прочие режимы с возможностью корректировки курса» (crawl-like arrangement) из категории государств, применяющих мягкую привязку (фиксирование) своих валют (soft peg).

В итоге можно сделать вывод, что связанный с процессом глобализации мировой экономики процесс валютной либерализации переживает сейчас непростой период, поскольку так и не сформировано однозначное мнение в отношении либерализации потоков капитала. Страны в условиях глобализации все больше подвергаются риску, связанному с изменчивостью потоков капитала. Несмотря на большое влияние новой теоретической концепции макрорегулирования, внедряемой с конца XX в., продвигающей идею, что гибкие валютные режимы обеспечивают лучшую защиту от внешних шоков и большую независимость денежно-кредитной политики государства, статистика МВФ показывает: правительства стран мира, продвигаясь по пути валютной либерализации, стремятся оставить себе простор для маневра.

Развитые страны: глобализация и контроль за финансовыми рынками

Реформа мировой валютной системы в 1970-х гг. обеспечила некоторую свободу проведения национальной денежно-кредитной политики, но сама по себе не являлась причиной немедленной

либерализации контроля за движением капитала. На либерализацию в значительной степени повлияли растущая глобализация финансовых рынков и изменение политических установок относительно контроля на рынках капитала. Отмена контроля была также отчасти ответной мерой на давление корпораций в странах регистрации: те требовали разрешить финансирование расширения их производственных мощностей за границей. Испытывали трудности и национальные банки, столкнувшиеся с конкуренцией со стороны международных финансовых рынков. Увеличение числа транснациональных корпораций и международных банков, в частности, расширило возможности для обхода ограничений, накладываемых национальными правительствами, и ухода с внутреннего рынка. По мере роста глобализации и усложнения рыночных технологий, помогающих преодолеть установленные барьеры (например, за счет использования свопов), все больше правительств признавали неэффективность сохраняющегося контроля и затрат на его осуществление с точки зрения предотвращения широкого участия национальных агентов в международной деятельности. Процесс либерализации в группе промышленно развитых стран ускорился в 1980-х гг., и в начале 1990-х гг. США первыми приступили к дерегулированию финансового рынка, чтобы повысить престиж доллара и привлечь иностранных инвесторов². Значимый переход к полной либерализации начался с быстрой отмены контроля за движением капитала в Великобритании (1979 г.) и завершения либерализации в Японии (1980 г.). Затем последовали незамедлительная полная отмена контроля за движением капитала в Австралии (1983 г.) и Новой Зеландии (1984 г.) и широкая либерализация в европейских странах.

В Европейском союзе (ЕС), где либерализация счета операций с капиталом рассматривалась как еще один шаг к окончательной валютной интеграции, ряд стран завершил первый раунд дерегулирования: Нидерланды (1986 г.); Дания (1988 г.); Франция (1989 г.); Бельгия, Ирландия, Италия и Люксембург (1990 г.). Несколько членов Европейской ассоциации свободной торговли (European Free Trade Association, EFTA) – Швеция (1989 г.), Австрия, Финляндия и Норвегия (1990 г.) последовали их примеру. Заключительная либерализация прошла в тех государствах – членах ЕС, для которых были установлены более отдаленные сроки: Португалия и Испания (1993 г.),

² С 1974 г. в США отменили контроль за вывозом капитала.

Греция (1994 г.). Исландия (1995 г.) стала последней промышленно развитой страной, перешедшей к полной конвертируемости валюты по счету операций с капиталом [2, с. 11].

Одной из характерных черт либерализации движения капитала в промышленно развитых странах была *тесная взаимосвязь между отменой контроля за притоком и оттоком капитала и прочностью позиции платежного баланса*. Страны с сильным платежным балансом (например, Германия и Япония) были склонны опираться на контроль за притоком капитала, тогда как государства с более слабым платежным балансом (Франция и Италия) сохраняли контроль за его оттоком. Германия и Япония начали ликвидировать системы жесткого контроля за движением капитала по мере своего движения от слабого платежного баланса и небольших международных резервов к профициту платежного баланса и огромным резервам. Сначала был отменен контроль за оттоком, но контроль за притоком капитала сохранялся. Последний был окончательно упразднен в конце 1970-х гг. после периодического возобновления и отмены. Франция и Италия, напротив, переживали отток капитала в 1970-х гг. – начале 1980-х гг. и не устраняли контроль за этими процессами вплоть до конца 1980-х гг.

Другой примечательной чертой либерализации движения капитала в разных странах было *различие между краткосрочными и другими потоками*. Внутренние или внешние краткосрочные потоки капитала рассматривались как потенциально дестабилизирующие, и поэтому, как правило, подвергались более строгому контролю, чем долгосрочные (прямые иностранные и портфельные инвестиции и др.). По этой причине отмена контроля за движением краткосрочного капитала занимала более длительное время по сравнению с контролем за долгосрочным капиталом. Страны при возобновлении контроля за потоками капитала обычно сосредотачивались на движении краткосрочного капитала. Однако в последние годы (за исключением прямых инвестиций) наблюдается тенденция к снижению значимости различия между движением долгосрочного и краткосрочного капиталов из-за расширения вторичных рынков и производных инструментов.

Разделительная черта часто проводилась *между финансовыми операциями, оказывающими влияние на движение капитала, и базовыми реальными сделками*. Это разграничение применяется в основном к прямым иностранным инвестициям,

но также относится и к другим тесно связанным операциям (владение недвижимым имуществом нерезидентами и пр.). Хотя большинство стран давно отменило контроль за финансовыми операциями, связанными с капиталом, дерегулирование базовых сделок сравнительно затянулось: оно нередко было сопряжено с трудными многосторонними или региональными переговорами. Механизм дерегулирования трансграничного контроля за базовыми сделками был похож на механизм дерегулирования торговли услугами, включая, например, право создания филиалов банков и других финансовых учреждений в стране местонахождения.

Либерализация счета операций с капиталом в развитых странах была *обратимым* процессом, так как наблюдались периоды, когда регулирование потоков капитала восстанавливалось или ужесточалось для выравнивания платежного баланса и поддержания стабильности курса национальной валюты.

Так, в послевоенные годы страны, столкнувшиеся с трудностями в достижении внутреннего и внешнего равновесия, периодически восстанавливали контроль за движением капитала. Германия, Швейцария и США, рано приступившие к либерализации, вводили выборочные меры по контролю за потоками капитала в различные периоды вплоть до конца 1970-х гг.

К примеру, США в условиях продолжительного дефицита счета текущих операций и оттока капитала ввели «добровольные ограничения» на прямые инвестиции за рубеж³ и налог выравнивания процентных ставок (1964–1973 гг.), последний – в целях сохранения внутренних процентных ставок ниже уровня иностранных на сопоставимые финансовые инструменты⁴. «Уравнивательный» налог накладывал дополнительную нагрузку в размере от 1,05% – на однолетние долговые обязательства до 15% – на обыкновенные акции и облигации с оставшимся сроком до погашения более 28,5 года, на покупку американцами акций и облигаций из Западной Европы, Японии, Австралии, Южно-Африканской Республики и Новой Зеландии. Канада и развивающиеся страны были освобождены от налога из соображений их особой зависимости от

³ Добровольная программа по ограничению прямых инвестиций за рубеж стала обязательной в 1968 г. Были установлены региональные ограничения на отток капитала для прямых инвестиций и введена обязательная репатриация установленной доли прибыли [3, с. 15].

⁴ В 1968–1970 гг. США также сохраняли резервное требование для евродолларовых кредитов [2, с. 12].

американских рынков капитала [4, с. 24]. Ожидалось, что спрос на иностранные активы и последующий дефицит платежного баланса уменьшится или прекратится благодаря повышению цен на них. Эти меры были отменены в результате всеобщего перехода к плавающему валютному курсу в 1973 г., который способствовал большей свободе в проведении национальной денежно-кредитной политики и тем самым уменьшил необходимость в сохранении мер по ограничению оттока капитала.

Германия и Швейцария восстановили контроль за притоком краткосрочного капитала в 1970-х гг. для предотвращения чрезмерной ревальвации национальной валюты и роста денежных агрегатов. Германия дважды вводила резервные требования в отношении внешних обязательств банков и небанковских финансовых посредников (1971–1975 гг. и 1977–1981 гг.). В 1978 г. минимальные резервы кредитных учреждений на счете в Центральном банке были повышены до 100% прироста иностранных обязательств банков. Швейцария сохраняла запрет на выплату процентов по срочным вкладам нерезидентов в национальной валюте и штрафную ставку за любое увеличение депозитов нерезидентов (1972–1980 гг.) в целях перераспределения капиталов из страны на рынок евро-швейцарских франков и снижения курса национальной валюты.

Несмотря на свои обязательства по либерализации движения капитала, ряд развитых стран – членов Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР) сохранял отступления⁵ от положений Кодекса либерализации движения капитала и после 1980 г. в дополнение к существующим оговоркам. Такие отступления применялись Данией (1979–1983 гг.), Финляндией (1985–1991 гг.), Исландией (1961–1990 гг.), Норвегией (1984–1989 гг.), Испанией (1982–1985 гг.) и Швецией (1969–1986 гг.) [2, с. 13].

Во второй половине 1992 г. вследствие сбоя механизма валютных курсов, действующего в ЕС (Exchange Rate Mechanism), Ирландия, Португалия и Испания возобновили контроль за оттоком, хотя и на очень короткий период. Полностью отказавшись от контроля за потоками капитала к середине 1992 г., в сентябре того же года Испания

⁵ Отступления от Кодекса ОЭСР относятся к введению новых ограничений на операции в соответствии с перечнем «А», не существовавших ранее, или возобновлению некогда отмененных ограничений. В отличие от отступлений оговорки означают длительное сохранение ограничений, которые существовали на момент вступления в силу кодекса и не были впоследствии устранимы.

столкнулась с серьезным валютным кризисом и резким обесцениванием песеты вне валютного коридора, в результате чего органы власти были вынуждены вновь ввести некоторые меры, чтобы остановить отток капитала, в сентябре – ноябре 1992 г. в форме налогов на определенные краткосрочные операции. Данные шаги были направлены на повышение стоимости и снижение привлекательности участия в этих операциях. Ирландия и Португалия также усилили контроль за оттоком капитала в сентябре – декабре 1992 г., который им разрешили сохранить вплоть до 01.01.1993. Однако в отличие от Испании эти страны опирались на обеспечение соблюдения требований существующего контроля, состоящих из количественных ограничений на некоторые виды операций с краткосрочным капиталом. Эффективность этих действий по ограничению оттока капитала была непродолжительной. Все три страны не только отменили оставшийся контроль к установленному ЕС сроку, но и не возобновляли его в последующих случаях давления на валютный курс внутри Евросоюза.

Развивающиеся страны и страны с переходной экономикой: кризисы и социально-экономические реформы

Развивающиеся страны начинали проводить либерализацию счета операций с капиталом в разных условиях. Одни государства приступали к этому процессу при устойчивом платежном балансе (например, Индонезия, Малайзия и Сингапур), другие – при менее благоприятных внешних условиях, даже при наличии внешней задолженности (ряд стран Латинской Америки и Карибского бассейна). По данным МВФ, общая тенденция к либерализации движения капитала сопровождалась переходом к более гибкому валютному курсу.

В модели осуществления либерализации имеются значительные региональные различия. Согласно индексам, которые приводит МВФ в разных выпусках ежегодного отчета о валютных режимах и валютных ограничениях (Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions), страны Латинской Америки были достаточно открытыми в течение 1960-х гг. В 1970-х гг., в период распада Бреттон-Вудской валютной системы и второго нефтяного шока, число латиноамериканских стран, сохраняющих ограничения на движение капитала, выросло. Контроль за движением капитала получил еще большее распространение в начале и середине 1980-х гг., когда некоторые государства с высоким уровнем задолженности установили ограничения

на отток капитала вследствие долгового кризиса. Либерализация счета операций с капиталом возобновилась в конце 1980-х – начале 1990-х гг.

В Азии действовала другая модель. Начиная с конца 1970-х гг. число стран, прибегающих к ограничениям на движение капитала, постепенно уменьшалось. Даже в период долгового кризиса не произошло никакого увеличения. Это отражает тот факт, что (за исключением Филиппин) долговой кризис оказал гораздо меньшее влияние на восточноазиатские страны, чем на латиноамериканские. В 1990-х гг. происходило явное ускорение процесса либерализации счета операций с капиталом.

В развивающихся странах Ближнего Востока и Европы не прослеживалось явной тенденции к либерализации вплоть до начала 1990-х гг. То же самое относится к африканским странам, практически каждая из которых применяла ограничения на капитальные операции и обязательную продажу экспортной выручки в течение 1970-х и 1980-х гг.

В странах с переходной экономикой либерализация счета операций с капиталом шла высокими темпами начиная с 1990-х гг. Она характеризовалась быстрой отменой требований об обязательной продаже экспортной выручки и отказом от практики использования множественных валютных курсов. Либерализация движения капитала протекала особенно интенсивно в Венгрии, Армении, Грузии, Польше.

Как подчеркивают исследователи П. Квирк (Quirk) и О. Эванс (Evans) [2, с. 15], либерализация счета операций с капиталом в развивающихся странах обычно происходила постепенно. Она являлась частью общего подхода к экономическим и структурным реформам и осуществлялась после установления конвертируемости по счету текущих операций. Открытие счета операций с капиталом, как правило, сопровождалось реформами финансового сектора. Однако ряд стран проводил либерализацию движения капитала быстрыми темпами, включая Аргентину, Эль-Сальвадор, Ямайку, Тринидад и Тобаго и Венесуэлу в Западном полушарии; Гонконг и Сингапур в Азии; Маврикий в Африке; страны Прибалтики и Киргизскую Республику среди государств с переходной экономикой.

Открытие счета операций с капиталом усиливает влияние иностранной конкуренции на внутреннюю финансовую систему. Поэтому большинство развивающихся стран попыталось осуществить реформирование финансового

сектора до полной либерализации счета операций с капиталом. Эти реформы обычно включают либерализацию процентных ставок по кредитам и депозитам, отмену предельных размеров кредитов и другие мероприятия. Многие страны усилили пруденциальный контроль перед открытием счета операций с капиталом, тогда как другие предприняли эти действия одновременно с либерализацией. Тем не менее предшествующая ей слабость банковских балансов и недостаточное внедрение или обеспечение соблюдения пруденциальных норм привели к появлению серьезных проблем в банковском секторе в некоторых государствах, быстро либерализовавших счет операций с капиталом (Коста-Рика, Ямайка, Латвия и Венесуэла).

Либерализация движения капитала в развивающихся странах часто сопровождалась более жесткой внутренней экономической политикой. Так, фискальная политика была значительно ужесточена во многих государствах: Эстонии, Латвии, Литве, Индонезии, Венесуэле, Аргентине и др. [2, с. 19].

В некоторых случаях органам власти приходилось вмешиваться для оказания влияния на потоки капитала. Можно выделить два типа контроля за движением капитала [5, с. 264]:

- целевые мероприятия, направленные на снижение темпа притока и оттока краткосрочных портфельных инвестиций (Бразилия, Малайзия, Таиланд). Некоторые развивающиеся страны прибегали к выборочному контролю за движением капитала в попытке осуществить переход от более краткосрочного к более долгосрочному притоку капитала путем установления косвенного налога (*implicit tax*) на приток капитала, меняющий свое направление в пределах менее одного года (например, Чили) [6];
- всеобъемлющие ограничения по более широкому ряду внешних операций с капиталом (страны СНГ, Китай).

Контроль за оттоком капитала, как правило, вводился или усиливался в периоды экономических трудностей, в особенности в странах, столкнувшихся с серьезным бегством капитала. Такое положение было в ряде латиноамериканских стран в преддверии и вследствие долгового кризиса 1982 г. (например, в Венесуэле в 1994 г.).

В отличие от контроля за оттоком капитала контроль за притоком в развивающихся странах был связан с периодами экономического подъема, особенно когда доверие росло в результате макроэкономической стабилизации и реформирования. Несмотря на то что большой приток капитала облегчает ограничения, связанные с ликвидностью, для страны-реципиента и прямые иностранные инвестиции могут способствовать росту производительности посредством прямых и побочных эффектов, он может представлять проблему для управления макроэкономическими процессами. Если прибегать к стерилизации, то в таком случае центральный банк понесет значительные квазифискальные издержки. Отсутствие стерилизации, напротив, может означать потерю монетарного контроля, тогда как политика, допускающая ревальвацию валютного курса, может вытеснить чистый экспорт. Отдельные развивающиеся страны использовали контроль за притоком капитала в ответ на эти проблемы. Такой контроль имел форму количественных ограничений, а также различных резервных требований в отношении депозитов нерезидентов в национальных банках [7, с. 40].

Плюсы и минусы либерализации операций с капиталом

Либерализация потоков капитала может помочь странам реализовать преимущества движения капитала, избежать издержек, связанных с мерами по управлению потоком капитала⁶, и содействовать достижению ключевых экономических целей. Но в то же время она сопряжена с рисками, которые возрастают, когда страны еще не достигли достаточного финансового и институционального развития.

На микроэкономическом уровне потоки капитала могут повысить эффективность распределения ресурсов и конкурентоспособность финансового сектора страны. Кроме того, по мере своего развития государства нуждаются в более совершенных финансовых системах, что неразрывно связано с увеличением трансграничных потоков капитала. М. Обстфельд

⁶ Такие меры могут снизить дисциплину на финансовых рынках и в области государственных финансов, усилить финансовые ограничения за счет уменьшения доступности иностранного капитала и ограничить варианты резидентства для диверсификации своих активов. Они также могут являться затратными с точки зрения мониторинга и правоприменения, способствовать погоне за рентой и коррупции, а также сдерживанию финансовой сферы, затрудняя финансовое развитие и искажая распределение капитала.

(Obstfeld) утверждает, что вполне убедительным объяснением общей тенденции к либерализации потока капитала является тот факт, что финансовое развитие сопутствует росту и что растущий финансовый сектор в открытой для торговли экономике не может быть долго изолирован от трансграничных финансовых потоков [8]. Р. Левин (Levine) представляет эмпирические данные взаимосвязи финансового развития и роста [9]. К тому же потоки капитала могут способствовать трансферу технологий и методов управления, в частности, посредством прямых иностранных инвестиций.

На макроэкономическом уровне потоки капитала позволяют странам финансировать дисбаланс счета текущих операций (например, для инвестирования производства или сглаживания потребления). Более того, они могут способствовать выгодной диверсификации инвестиционного портфеля и устойчивости к шокам [10, с. 7]. Эмпирическая взаимосвязь между потоками капитала и ростом документально подтверждена для прямых иностранных инвестиций и других потоков капитала, не создающих долговые обязательства (в том числе для стран с низким уровнем доходов). Но она менее явная в отношении потоков, порождающих долговые обязательства [11, 12].

Страны могут извлечь максимальную выгоду из либерализации движения капитала при достижении ими определенных уровней финансового и институционального развития. В частности, для укрепления способности государств принимать и управлять притоком и оттоком капитала их финансовые системы должны быть надежным промежуточным звеном, способствовать доступу компаний к капиталу для финансирования инвестиций в производственную деятельность и предоставлять домашним хозяйствам и компаниям возможность диверсифицировать свои инвестиционные портфели, в то же время управляя рисками. Их институты обязаны поддерживать стабильность финансового баланса, балансов компаний и домашних хозяйств. Опыт стран показывает, что вероятнее всего либерализация движения капитала является успешной, если она подкрепляется надежной фискальной, денежно-кредитной и валютной политикой, и гибкость валютного курса может служить «подушкой безопасности» для реальной экономики от последствий волатильности потока капитала [13, с. 12]. Повышение степени открытости торговли может способствовать либерализации движения капитала посредством увеличения способности стран

привлекать иностранный капитал и дополнения внутреннего спроса внешним, что может облегчить рост и финансовые последствия кризисов.

Однако, несмотря на теоретические преимущества, экономистам оказалось сложно эмпирически показать, что либерализация счета операций с капиталом сама по себе приносит реальные выгоды. В комплексном базовом исследовании МВФ 2003 г., где проводилось разграничение между либерализацией де-юре и де-факто, был сделан вывод, что «...сложно установить устойчивую причинно-следственную связь между степенью финансовой интеграции и показателями роста объема производства; имеется мало фактических свидетельств того, что финансовая интеграция помогла развивающимся странам более надежно стабилизировать колебания в росте потребления; ...и низкие или средние уровни финансовой интеграции могли обусловить подверженность некоторых стран более сильной изменчивости потребления» [14].

Либерализация счета операций с капиталом несет в себе различные риски, которые возрастают, если страны еще не достигли достаточного уровня финансового и институционального развития. Эти риски включают усиление макроэкономической волатильности и уязвимости к кризисам. В отсутствие соответствующего финансового регулирования и надзора финансовая открытость может создавать стимулы для принятия финансовыми учреждениями чрезмерных рисков, приводящих к увеличению волатильности потоков капитала, подверженных внезапному изменению движения в обратном направлении. Дж. Стиглиц (Stiglitz) в своей работе «Либерализация рынков капитала, глобализация и МВФ» утверждает, что «...на самом деле для многих развивающихся стран, либерализовавших свои рынки капитала, основной источник шоков, приводящих к экономической волатильности, поступает через финансовые рынки, например, с быстрым изменением глобальных премий за риск и ликвидности» [15, с. 84].

Как показывает опыт, за либерализацией потока капитала часто следовали финансовые кризисы⁷, и в ходе глобального финансового кризиса страны с открытой финансовой системой испытали падение объема производства (Эстония, Исландия, Ирландия, Латвия, Литва и др.). Согласно исследованию, проведенному Г. Камински

⁷ Вот лишь некоторые примеры: Мексика (кризис 1994–1995 гг.), Турция (кризис 1994 и 2000 гг.); азиатский кризис 1997–1998 гг. [13, с. 12].

(Kaminsky) и К. Рейнхарт (Reinhart) еще в 1996 г., в 18 из 25 изученных случаев банковских кризисов финансовый сектор был либерализован в течение предшествующих этим кризисам пяти лет или обычно раньше [16, с. 7]. Дж. Фурман (Furman) и Дж. Стиглиц (Stiglitz) пришли к следующему выводу: «...если практически все развивающиеся страны становятся уязвимыми, когда открывают свои счета операций с капиталом, то, вероятно, проблема заключается в конвертируемости по счету операций с капиталом (учитывая, что сдерживающим фактором служит тот факт, что макроэкономическая политика никогда не является безупречной), а не в макроэкономической политике» [17, с. 18]. Еще одно исследование, подготовленное для конференции Всемирного банка по вопросам экономики развития в 1998 г., на основе эмпирических данных подтвердило, что «...банковские кризисы, вероятнее всего, возникают в странах с либерализованным финансовым сектором, даже когда другие факторы (включая реальную процентную ставку) контролируются... Растущая неустойчивость банковского сектора имеет тенденцию проявляться через несколько лет после начала процесса либерализации. Данные также подтверждают гипотезу, что слабая институциональная среда способствует тому, что либерализация, вероятнее всего, приведет к банковскому кризису; в частности, в странах со слабым верховенством права, широко распространенной коррупцией, неэффективными чиновниками и недейственными механизмами обеспечения исполнения условий договора финансовая либерализация имеет тенденцию оказывать особенно большое влияние на возможность возникновения банковского кризиса. Таким образом, имеется явное доказательство того, что финансовая либерализация представляет издержки с точки зрения роста финансовой неустойчивости, особенно в развивающихся странах, где институты, которые должны поддерживать эффективное функционирование финансовой системы, как правило, не являются прочно устоявшимися» [18, с. 4].

Последний мировой финансовый кризис показал, что крупные и волатильные потоки капитала могут представлять риски даже для государств, которые долгое время были открытыми и использовали преимущества движения капитала и которые обладают высокоразвитыми финансовыми рынками. Например, в некоторых странах финансовый надзор и регулирование не предотвратили «пузыри» активов и резкое повышение внутреннего спроса со стороны

развивающихся стран, частично обусловленное дешевым внешним финансированием. Этот опыт скорее подчеркивает необходимость сохранения высокопоставленными политиками бдительности по отношению к рискам, а не служит аргументом в пользу закрытия счетов операций с капиталом. В частности, существует неизменная необходимость в надежной пруденциальной системе управления рисками, вызванными притоком капитала, которые могут быть усилены финансовыми инновациями.

Либерализация счета операций с капиталом может также усиливать неравенство доходов. Существует много каналов, через которые она способна привести к такому результату. Например, либерализация позволяет компаниям, испытывающим финансовые затруднения, заимствовать капитал за рубежом. Если капитал является фактором, в большей мере дополняющим квалифицированную рабочую силу, то либерализация увеличивает относительный спрос на нее, приводя к усилению неравенства доходов. Имеются данные, показывающие, что воздействие либерализации на неравенство уровней заработной платы проявляется сильнее в отраслях, более зависимых от внешнего финансирования, а также там, где взаимодополняемость капитала и квалифицированной рабочей силы выше [19].

В ходе своего исследования Д. Фурчери (Furceri), П. Лунгани (Loungani) и Ф. Жомотт (Jaumotte) пришли к выводу, что за либерализацией счета операций с капиталом обычно следует значительное и устойчивое увеличение неравенства. Коэффициент Джини в среднем увеличивается примерно на 1,5% через год после либерализации и на 2% процента – через пять лет [20]. Исследователи нашли обширные документальные подтверждения устойчивости подобного исхода. В частности, воздействие либерализации счета операций с капиталом на неравенство сохраняется даже после включения множества других факторов. В частности:

- объема выпуска;
- открытости торговли;
- изменения размера государственного сектора;
- изменения структуры промышленности;
- демографических изменений;
- регулирования товарного рынка, рынка труда и рынка капитала.

Заключение

Изучение валютной либерализации на примере опыта ряда стран позволяет сделать некоторые выводы.

Во-первых, причинами валютной либерализации следует признать растущую глобализацию финансовых рынков, создание и функционирование межгосударственной организации МВФ, осуществляющей межгосударственное валютное регулирование, что потребовало от стран – членов МВФ проведения согласованной и скоординированной валютной политики.

Во-вторых, ключевым условием успешности проведения валютной либерализации является достижение страной определенного уровня финансового и институционального развития. В противном случае финансовая открытость может стать источником усиления макроэкономической волатильности и уязвимости к кризисам.

В-третьих, политика валютной либерализации, так же как и любая другая политика, включает в себя стратегию и тактику. Поскольку целью валютной стратегии является определение средне- и долгосрочных организационных и экономических мероприятий в области валютной политики страны исходя из приоритетов развития общества, стратегия валютной либерализации включает в себя следующие структурные элементы:

- согласованность процесса валютной либерализации с реформами финансового сектора, общим ходом экономических и структурных реформ страны;
- обеспечение прочности позиции платежного баланса;
- обеспечение стабильности курса национальной валюты.

В-четвертых, основные направления практических мероприятий реализуемой политики валютной либерализации формируются под воздействием ее стратегии и включают следующие элементы:

- контроль за притоком капитала и первоочередную отмену контроля за оттоком капитала, если страна имеет сильный платежный баланс;

- контроль за оттоком капитала и первоочередную отмену контроля за притоком капитала, если страна имеет слабый платежный баланс;
 - разделение контроля за краткосрочными и долгосрочными потоками капитала. Краткосрочные потоки капитала рассматриваются потенциально дестабилизирующими и должны быть подвержены более строгому контролю.
- В-пятых*, несмотря на риски, сопряженные с валютной либерализацией, отказываться от нее не стоит. Однако ввиду того, что этот процесс может иметь значительный внутренний и многосторонний эффект, он должен быть хорошо спланированным, своевременным и последовательным, чтобы преимущества значительно превышали возможные издержки.

Таблица 1

Типы обменного курса в 2008–2014 гг., % от числа членов МВФ

Режим валютного курса (exchange rate)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Жесткая привязка курса (hard peg)	12,2	12,2	13,2	13,2	13,2	13,1	13,1
Без отдельного законного платежного средства (no separate legal tender)	5,3	5,3	6,3	6,8	6,8	6,8	6,8
Режим валютного управления или валютного совета (currency board)	6,9	6,9	6,9	6,3	6,3	6,3	6,3
Мягкая привязка курса (soft peg)	39,9	34,6	39,7	43,2	39,5	42,9	43,5
Обычная привязка (conventional peg)	22,3	22,3	23,3	22,6	22,6	23,6	23,0
Режим стабилизированного курса (stabilized arrangement)	12,8	6,9	12,7	12,1	8,4	9,9	11,0
Ползущая привязка (crawling peg)	2,7	2,7	1,6	1,6	1,6	1,0	1,0
Прочие режимы с возможностью корректировки курса (crawl-like arrangement)	1,1	0,5	1,1	6,3	6,3	7,9	7,9
Фиксированный курс в рамках горизонтального коридора (pegged exchange rate within horizontal bands)	1,1	2,1	1,1	0,5	0,5	0,5	0,5
Плавающий курс (floating)	39,9	42,0	36,0	34,7	34,7	34,0	34,0
Свободно плавающий курс (free floating)	19,7	17,6	15,9	15,8	16,3	15,7	15,2
Прочие режимы управляемого курса (other managed arrangement)	8,0	11,2	11,1	8,9	12,6	9,9	9,4

Источник: [1, с. 8]

Список литературы

1. Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions. Washington. D.C. International Monetary Fund, 2014. URL: <http://www.imf.org/external/pubs/nft/2014/areaers/ar2014.pdf>.
2. *Quirk P., Evans O.* Capital Account Convertibility: Review of Experience and Implications for Policies // IMF Occasional Papers. 1995. № 131.
3. *Age Bakker, Bryan Chapple.* Advanced Country Experiences with Capital Account Liberalization // IMF Occasional Papers. 2002. № 214.
4. *Neely Ch.J.* An Introduction to Capital Controls. URL: <https://research.stlouisfed.org/publications/review/99/11/9911cn.pdf>.
5. India’s and China’s Recent Experience with Reform and Growth. Edited by Wanda Tseng, David Cowen. International Monetary Fund. Palgrave Macmillan, 2005. 302 p.
6. *Ayhan Kose M., Eswar Prasad.* Liberalizing Capital. Back to Basics. URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2004/09/pdf/basics.pdf>.
7. *Mussa M., Eichengreen B.J., Detragiache E., Dell’Ariccia G.* Capital Account Liberalization: Theoretical and Practical Aspects // IMF Occasional Papers. 1998. № 172. 33 p.
8. *Obstfeld M.* International Finance and Growth in Developing Countries: What Have We Learned? // IMF Staff Papers. 2009. Vol. 56. № 1. P. 63–111.
9. *Levine R.* Finance and Growth: Theory and Evidence // NBER Working Papers. 2004. № 10766.
10. Capital Account Liberalization and Financial Sector Stability // IMF Occasional Papers. 2002. № 211.

11. *Aizenman J., Sushko V.* Capital Flows: Catalyst or Hindrance to Economic Takeoffs? // NBER Working Paper Series. 2011. № 17258.
12. *Ayhan Kose M., Eswar S. Prasad, Marco E. Terrones.* Does Openness to International Financial Flows Raise Productivity Growth? // Journal of International Money and Finance. 2009. № 28. P. 554–580. URL: <http://prasad.aem.cornell.edu/doc/research/JIMF2009.pdf>.
13. The Liberalization and Management of Capital Flows: an Institutional View. International Monetary Fund. 2012. November 14. 48 p. URL: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/111412.pdf>.
14. *Yaga Venugopal Reddy.* Point of View: Converting a Tiger // Finance and Development. 2007. Vol. 44. № 1.
15. *Stiglitz J.* Capital Market Liberalization, Globalization, and the IMF. In: Capital Market Liberalization and Development. Edited by Ocampo J.A. and Stiglitz J.E. The Initiative for Policy Dialogue Series, 2008. P. 76–100.
16. *Kaminsky G., Reinhart C.* The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems. Board of Governors of the Federal Reserve System // International Finance Discussion Papers. 1996. № 544.
17. *Furman J., Stiglitz J., Bosworth B., Radelet S.* Economic Crises: Evidence and Insights from East Asia // Brookings Papers on Economic Activity. 1998. № 2.
18. *Asli Demirgüç-Kunt, Enrica Detragiache.* Financial Liberalization and Financial Fragility. URL: <http://siteresources.worldbank.org/INTABCDEWASHINGTON1998/Resources/demirguc.pdf>.
19. *Larrain M.* Capital Account Liberalization and Wage Inequality. Columbia Business School Research Paper. New York. Columbia University, 2013. URL: https://www0.gsb.columbia.edu/mygsb/faculty/research/pubfiles/5761/Larrain_inequality.pdf.
20. *Furceri D., Loungani P.* Who Let the Gini Out? // Finance & Development. 2013. Vol. 50. № 4. URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2013/12/furceri.htm>.

CURRENCY LIBERALIZATION IN FOREIGN COUNTRIES: BEST PRACTICES AND PROSPECTS

Lyudmila S. KABIR ^{a,*}, Igor' A. YAKOVLEV^b, Svetlana I. NIKULINA^c

^a Financial Research Institute, Moscow, Russian Federation
lkabir@nifi.ru

^b Financial Research Institute, Moscow, Russian Federation
iyakovlev@nifi.ru

^c Financial Research Institute, Moscow, Russian Federation
snikulina@nifi.ru

* Corresponding author

Article history:

Received 20 August 2015

Accepted 29 October 2015

JEL classification: F33, F36,
F65, N20, O24

Keywords: global monetary system, currency liberalization, capital flows, exchange rate, regulation

Abstract

Subject The paper studies the specifics of currency liberalization being one of the main trends in the development of the global monetary system at the present stage.

Objectives The aim is to structure major elements of the policy and practice of currency liberalization.

Methods Using general methods of scientific knowledge, we consider various aspects of the policy of currency liberalization in different countries, and identify trends that are specific to the modern condition of currency liberalization.

Results We reveal distinguishing features of currency liberalization undertaken by countries with developed, developing economies and economies in transition, and identify three types of currency liberalization patterns. The experience of foreign countries proves that the prerequisites of benefits from currency liberalization include the creation of macroeconomic conditions ensuring the usefulness and efficiency of the process, the readiness of the national economy structure, and the degree of financial markets development.

Conclusions Studying the best practices of currency liberalization as a process and distinguishing specific features based on the level of development of the country, the world region, the degree of integration into the world economy enable to unveil general and specific problems of capital flow and exchange rate regulation, and to form an idea about factors that provide favorable results of liberalization.

© Publishing house FINANCE and CREDIT, 2016

References

1. Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions. Washington, D.C., International Monetary Fund, 2014. Available at: <http://www.imf.org/external/pubs/nft/2014/areaers/ar2014.pdf>.
2. Quirk P., Evans O. Capital Account Convertibility: Review of Experience and Implications for Policies. *IMF Occasional Papers*, 1995, no. 131.
3. Age Bakker, Bryan Chapple. Advanced Country Experiences with Capital Account Liberalization. *IMF Occasional Papers*, 2002, no. 214.
4. Neely Ch.J. An Introduction to Capital Controls. Available at: <https://research.stlouisfed.org/publications/review/99/11/9911cn.pdf>.
5. India's and China's Recent Experience with Reform and Growth. Edited by Wanda Tseng, David Cowen. International Monetary Fund, Palgrave Macmillan, 2005, 302 p.
6. Ayhan Kose M., Eswar Prasad. Liberalizing Capital. Back to Basics. Available at: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2004/09/pdf/basics.pdf>.
7. Mussa M., Eichengreen B.J., Detragiache E., Dell'Aricecia G. Capital Account Liberalization: Theoretical and Practical Aspects. *IMF Occasional Papers*, 1998, no. 172, 33 p.
8. Obstfeld M. International Finance and Growth in Developing Countries: What Have We Learned? *IMF Staff Papers*, 2009, vol. 56, no. 1, pp. 63–111.
9. Levine R. Finance and Growth: Theory and Evidence. *NBER Working Papers*, 2004, no. 10766.

10. Capital Account Liberalization and Financial Sector Stability. *IMF Occasional Papers*, 2002, no. 211.
11. Aizenman J., Sushko V. Capital Flows: Catalyst or Hindrance to Economic Takeoffs? *NBER Working Paper Series*, 2011, no. 17258.
12. Ayhan Kose M., Eswar S. Prasad, Marco E. Terrones. Does Openness to International Financial Flows Raise Productivity Growth? *Journal of International Money and Finance*, 2009, no. 28, pp. 554–580. Available at: <http://prasad.aem.cornell.edu/doc/research/JIMF2009.pdf>.
13. The Liberalization and Management of Capital Flows: an Institutional View. International Monetary Fund, 2012, November 14, 48 p. Available at: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/111412.pdf>.
14. Yaga Venugopal Reddy. Point of View: Converting a Tiger. *Finance and Development*, 2007, vol. 44, no. 1.
15. Stiglitz J. Capital Market Liberalization, Globalization, and the IMF. In: Capital Market Liberalization and Development. Edited by Ocampo J.A. and Stiglitz J.E., The Initiative for Policy Dialogue Series, 2008, pp. 76–100.
16. Kaminsky G., Reinhart C. The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems. Board of Governors of the Federal Reserve System. *International Finance Discussion Papers*, 1996, no. 544.
17. Furman J., Stiglitz J., Bosworth B., Radelet S. Economic Crises: Evidence and Insights from East Asia. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1998, no. 2.
18. Asli Demirgüç-Kunt, Enrica Detragiache. Financial Liberalization and Financial Fragility. Available at: <http://siteresources.worldbank.org/INTABCDEWASHINGTON1998/Resources/demirguc.pdf>.
19. Larrain M. Capital Account Liberalization and Wage Inequality. Columbia Business School Research Paper. New York, Columbia University, 2013. Available at: http://www0.gsb.columbia.edu/mygsb/faculty/research/pubfiles/5761/Larrain_inequality.pdf.
20. Furceri D., Loungani P. Who Let the Gini Out? *Finance & Development*, 2013, vol. 50, no. 4. Available at: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2013/12/furceri.htm>.