Ковтун Александр Юрьевич. Регулирование международного движения капитала в развивающихся странах в условиях плавающего валютного курса: диссертация ... кандидата Экономических наук: 08.00.14 / Ковтун Александр Юрьевич;[Место защиты: ФГБОУ ВО Санкт-Петербургский государственный экономический университет], 2017

**Содержание к диссертации**

Введение

**ГЛАВА 1. Международное движение капитала в контексте либерализации национальных рынков капитала 13**

1.1. Основные понятия и теоретические аспекты международного движения капитала 13

1.2. Эволюция международной мобильности капитала 28

1.3. Тенденции в международном движении капитала 39

**ГЛАВА 2. Регулирование международного движения капитала и его связь с режимом валютного курса 45**

2.1. Взаимосвязь притока и оттока капитала и обменного курса 45

2.2. Выбор режима валютного курса в условиях либерализации международного движения капитала 57

2.3. Влияние гибкости обменного курса на эффективность регулирования импорта и экспорта капитала 71

**ГЛАВА 3. Регулирование международного движения капитала в условиях плавающего обменного курса: опыт России 83**

3.1. Современный подход МВФ к регулированию движения капитала 83

3.2. Экспорт капитала из России в условиях плавающего курса рубля 98

3.3. Регулирование экспорта и импорта капитала в России в условиях свободного плавания валютного курса рубля 106

Заключение 113

Список использованной литературы 120

* [Эволюция международной мобильности капитала](http://www.dslib.net/economika-mira/regulirovanie-mezhdunarodnogo-dvizhenija-kapitala-v-razvivajuwihsja-stranah-v-uslovijah.html#7676591)
* [Тенденции в международном движении капитала](http://www.dslib.net/economika-mira/regulirovanie-mezhdunarodnogo-dvizhenija-kapitala-v-razvivajuwihsja-stranah-v-uslovijah.html#7676592)
* [Выбор режима валютного курса в условиях либерализации международного движения капитала](http://www.dslib.net/economika-mira/regulirovanie-mezhdunarodnogo-dvizhenija-kapitala-v-razvivajuwihsja-stranah-v-uslovijah.html#7676593)
* [Экспорт капитала из России в условиях плавающего курса рубля](http://www.dslib.net/economika-mira/regulirovanie-mezhdunarodnogo-dvizhenija-kapitala-v-razvivajuwihsja-stranah-v-uslovijah.html#7676594)

**Введение к работе**

**Актуальность темы диссертационного исследования** обусловлена необходимостью найти баланс между либерализацией национальных рынков капитала и регулирования капиталооборота, который снизил бы финансовые риски. Внимание к данной проблеме проявляется на различных уровнях. На наднациональном уровне международные институты, такие как Всемирный Банк или Международный Валютный Фонд, напрямую или опосредованно занимаются выработкой методологических и нормативных подходов к определению необходимости и степени регулирования миграции капиталов. Растет число исследований, посвященных данной проблеме в контексте развивающихся рынков, в первую очередь стран Африки, Азии и Латинской Европы. Исследование международного движения капитала и способов его регулирования связано с решением различных научных проблем, среди которых отдельно можно выделить, например, поиск универсального показателя для оценки открытости счета операций с капиталом или показателя степени ограничений на движение капитала или способа разрешения триллемы денежно-кредитной политики. Изучение существующего опыта других стран позволит в будущем оптимизировать экономический инструментарий для тех стран, которые в ближайшем будущем могут стать объектами интереса со стороны иностранных владельцев капитала.

**Степень разработанности научной проблемы.** Основные положения, касающиеся исследования природы миграции капитала между странами, приводили в своих фундаментальных работах такие зарубежные исследователи и ученые, как: К. Иверсен, Дж. М. Кейнс, К. Маркс, Ф. Махлуп, Джон Ст. Милль, Р. Нурске, Б. Олин, Э. Хекшер. Либерализация движения капитала и ее процессы описаны в трудах П. Кругмана, М. Козе, М. Обстфельда, Э. Прасада, Дж. Стиглица. Негативным аспектам международного движения капитала посвящены работы отечественных экономистов: А.С. Булатова, М. Дули, В.Ю. Катасонова, Л.Л. Фитуни, Е.Д. Халевинской, Л.Д. Хамагановой. Теоретические и практические аспекты, связанные с определением роли международного движения капитала в финансовых кризисах, рассмотрены в работах таких западных исследователей как Ф. Варнок, С. Гичард, Р. Дорнбуш, Ф. Мишкин, С. Эдвардс, Д. Фурчери. Работы Э. Магуд, В. Рейнхарта, С. Рогоффа, К. Форбс, Р. Штрауба, оценивают эффективность мер по регулированию международного движения капитала. Вопросы регулирования международного движения капитала затронуты в отечественных научных трудах Л.Н. Красавиной, С.Р. Моисеева, А.Г. Саркисянца, Тумаровой Т.Г. Разработкой показателей свободы движения капитала или открытости счета операций с капиталом занимались П.Б. Генри, С. Зервос, Х. Ито, Д. Квинн, А. Краай, Р. Левайн, П. Монтиель и К.Рейнхарт, М. Чинн. Влияние валютного курса, степени его гибкости или применяемого режима валютного курса на процессы международного движения капитала приводится в исследованиях М. Обстфельда, К. Рогоффа, Б. Эйхенгрина и Р Хаусмана. Исследованием взаимосвязей трансграничного

движения капитала и денежно-кредитной политики России занимались такие российские исследователи, как: Андреев В.В., Головнин М.Ю., Гурвич Е.Т., Киреев А.В., Красавина Л.Н., Коваленко О.В., Моисеев С.Р., Пискулов Д.Ю., Смирнов В.Д., Степичева О.А. Анализ шоков со стороны нестабильных потоков капитала, а также их влияние на денежно-кредитную политику страны, рассматривается в работах Агийона Ф., Айзенмана Дж, Бачетта Ф., Бениньо Д., Беттса С., Гетлера М., Глики Р., Девере М., Кальво Г., Канова Ф., Кришнамерфи А., Лейдермана Л., Мередита Дж., Мишкина Ф., Обстфельда М., Тейлора А., Фельдштейна М., Феррейры А., Филардо А., Франкель Дж., Хатчисона М., Хориока Ч., Чена К., Шина Х., Эйхенгрина Б., Энгеля Ч. Анализ указанных выше трудов показал, что:

1. Влияние гибкости валютного курса на процессы капиталоборота между странами изучено в самом общем теоретическом аспекте, тогда как конкретные практические рекомендации для разных групп стран остаются не сформулированными.
2. Не найден исчерпывающий ответ об эффективности и необходимости регулирования международного движения капитала в условиях продолжающейся либерализации национальных рынков капитала и доминирования внешних экономических факторов.

**Цель диссертации** заключается в определении ограничений, принципов и перспективы регулирования международного движения капитала в развивающихся странах в условиях режима плавающего валютного курса на примере России. Для достижения указанной цели необходимо решение следующих задач:

выявить условия и факторы международной мобильности капитала на современном этапе развития мировой валютной системы;

выявить актуальные изменения в факторах и причинах международного движения капитала;

дать оценку взаимосвязи между международным движением капитала и выбором режима валютного курса;

- определить и оценить роль гибкости валютного курса при  
регулировании международного движения капитала

- проанализировать подход к регулированию движения капитала,  
рекомендуемый МВФ на примере развивающихся стран;

- исследовать влияние свободного плавания национальной валюты на  
экспорт и импорт капитала на примере России;

- сформулировать практические рекомендации по регулированию  
движения капитала для России.

**Объект** **исследования.** Международное движение капитала в

развивающихся странах. **Предмет** **исследования.** Регулирование

международного движения капитала в развивающихся странах при режиме плавающего валютного курса.

**Теоретическую основу исследования** составили научные труды и теории таких западных ученых и исследователей, как Дж. М. Кейнс, П. Кругман, К. Маркс, Ф. Махлуп, М. Обстфельд, С. Рогофф, К.Рейнхарт, К. Форбс, М. Чинн; а также труды и идеи отечественных экономистов: А.С. Булатова, Е.Т. Гурвич, В.Ю. Катасонова, О.В. Коваленко, Л.Н. Красавиной, С.Р. Моисеева, Д.Ю. Пискулова, А.Г. Саркисянца, В.Д. Смирнова, Л.Л. Фитуни, Е.Д. Халевинской.

**Методологическую** **основу** **исследования** составляют методы

диалектического, исторического, формально-логического, системного и сравнительного анализа. При решении поставленных задач использовался ряд специальных методов, в том числе метод регрессионного анализа и математического моделирования.

**Информационная база** **исследования.** Полученные выводы и

рекомендации основаны на обобщении исследований, проведенных в период с  
2000 по 2016 гг. экономистами России и других стран и опубликованных в  
отечественных и зарубежных научных изданиях. В диссертации использованы  
данные исследований и статей, публикуемых периодическими и научными  
экономическими изданиями, как зарубежными, так и российскими: «Вопросы  
экономики», «Мировая экономика и международные отношения»,

«Экономист», «Эксперт», «The Economist», «Economic Journal», «Journal of  
International Money and Finance» и др. Статистическую базу диссертации  
составили данные, опубликованные финансовыми, научными и

правительственными организациями разных стран, в том числе Центральным  
Банком РФ, Министерством Финансов РФ, Международным Валютным  
Фондом, Всемирным Банком, Национальным Бюро Экономических

Исследований США, Банком Международных Расчетов, Организацией Экономического Сотрудничества и Развития и др.

**Обоснованность** **и** **достоверность** **результатов** **исследования.**

Обоснованность и достоверность результатов диссертационного исследования обеспечиваются анализом отечественной и зарубежной научной литературы, использованием фундаментальных теорий в области международного движения капитала и режима валютного курса, государственных нормативно-правовых актов и документов, а так же отчетов и официальных статистических данных ведущих международных организаций и национальных центральных банков.

**Соответствие** **диссертации** **пунктам** **паспорта** **научной**

**специальности.** Диссертация выполнена согласно паспорту специальностей 08.00.14 — Мировая экономика, и содержит положения и результаты, соответствующие пунктам паспорта: п.12 в части изучения мировой валютной системы и тенденций ее дальнейшей эволюции; п.15. Международные потоки ссудного капитала, прямых и портфельных инвестиций, проблемы их регулирования на национальном и наднациональном уровнях; п.28 в части разработки путей и форм интеграции России в систему мирохозяйственных связей.

**Научная** **новизна** **исследования** заключается в определении

характеристик взаимосвязи между международным движением капитала и режимом валютного курса в зависимости от скорости и последовательности либерализации движения капитала, а также применяемого валютного режима.

**Основные положения исследования, полученные лично соискателем и обладающие научной новизной**:

1. Обозначен новый, шестой, этап развития международной мобильности  
капитала, который характеризуется усилением процессов избирательного  
контроля и регулирования движения капитала со стороны развивающихся  
стран.

2. Обоснована гипотеза об однонаправленном поведении владельцев  
капитала – резидентов и нерезидентов – под влиянием современных факторов  
международного движения капитала, что способствуют притоку капитала в  
развитые страны из развивающихся, начиная с 2009 года.

3. Выявлено, что начало или продолжение либерализации  
международного движения капитала в развивающихся странах  
предпочтительно при их предварительном переходе к наиболее либеральному  
режиму валютного курса из возможных. Тем не менее, снятие ограничений на  
трансграничное движение капитала может происходить при использовании  
любого режима валютного курса.

1. Установлено, что в развивающихся странах более гибкий валютный курс смягчает и частично компенсирует негативные последствия, вызванные внезапной остановкой импорта или усилением оттока капитала.
2. Обоснована критика современного подхода к регулированию импорта капитала, рекомендуемого МВФ, в связи с невостребованностью или неэффективностью его базовых критериев: наличием переоцененности национального валютного курса, достаточности ЗВР и перегрева национальной экономики.

6. Установлено существование статистически значимой, устойчивой  
положительной связи между применением режима свободного плавания и  
вывозом капитала из России в период с 1994 по 2015 год. Обнаружено, что  
переход на свободное плавание российского рубля при прочих равных  
условиях (в рамках данного исследования) привело к увеличению квартального  
экспорта отечественного капитала за рассматриваемый период.

7. Предложены принципы, применимые к странам с развивающимся  
рынком, в том числе к России, в отношении сроков, особенностей, характера  
внедрения и использования мер по регулированию движения капитала.

**Теоретическая значимость** диссертации заключается в расширении и  
углублении научных представлений о международном движении капитала в  
развивающихся странах. Сформулированные в работе положения и выводы  
развивают и дополняют ряд разделов специальности «Мировая экономика».  
Диссертация ориентирует будущих исследователей на дальнейшую

теоретическую разработку проблем международного движения капитала в развивающихся странах.

**Практическая значимость** диссертации заключается в том, что ее выводы и результаты могут быть учтены при разработке и реализации денежно-кредитной политики ЦБ РФ, использованы Министерством финансов РФ при подготовке национальной финансовой политики и Правительством РФ при ее осуществлении. Кроме этого, материалы настоящего исследования могут быть использованы в высших учебных заведениях при преподавании экономических дисциплин по специальности «Мировая экономика».

**Апробация** **результатов** **исследования.** Основные результаты

диссертации докладывались на различных научных конференциях (в том числе конференциях, проводимых на базе СПбГЭУ) и публиковались в сборниках работ, издаваемых по итогам таких конференций.

**Публикации.** По теме диссертационного исследования опубликовано 8 научных работ общим объемом 2,9 п.л. (а.в. – 2,7 п.л.) , в том числе 3 статьи в изданиях из перечня ведущих рецензируемых научных журналов и изданий, определенного ВАК РФ.

**Структура диссертации.** Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка используемой литературы и приложений, которые представлены на 165 страницах, и содержит 5 таблиц, 13 рисунков, 17 приложений.

## Эволюция международной мобильности капитала

Описанные предложения сформулированы в Приложении А для их наглядного сравнения с альтернативными определениями, встречающимися в литературе. Еще одним аспектом, требующим уточнения, является использование понятия трансграничного потока капитала или трансграничного движения капитала. В данном исследовании автор рассматривает трансграничное движение капитала в качестве синонима международному движению капитала в контексте одной страны или региона. Так, совокупность трансграничных потоков капитала отдельных национальных экономик образует международное движение капитала между странами мира. Поэтому международные потоки (и движение) капитала это более общая категория, состоящая из частных трансграничных капитальных потоков.

Международный капиталооборот протекает по-разному в зависимости от формы перемещаемого капитала. Существуют две основные формы капитала предпринимательский (или инвестиционный) и ссудный (или финансовый) капитал, другие классификации представлены в Приложении Б. Движение финансового капитала подразумевает предоставление международных займов и кредитов, а также оказание финансовой помощи, в том числе путем предоставления грантов в целях развития. Инвестиционный капитал перемещается в виде прямых, портфельных и прочих инвестиций, осуществляемых за рубеж. Ссудный капитал обеспечивает своему владельцу гарантированный доход (кроме случаев дефолта должника или предоставления ему безвозмездной помощи), который не зависит от результатов использования заемных средств. Поэтому данная форма движения капитала более привлекательна для донора, чем для реципиента капитала. Предпринимательский капитал, наоборот, дает результат в зависимости от качества своего использования: в благоприятных условиях становится выплата дивидендов, получение контроля над объектом инвестирования, прибыль от его последующей продажи и пр. Эта форма движения отличается большим горизонтом планирования и высокой стабильностью, а значит, является более привлекательной для реципиента капитала. Исходя из указанных особенностей, можно сделать вывод о том, что наибольшее внимание должно уделяться оперативному регулированию краткосрочных инвестиций. Стратегическое значение имеют вопросы привлечения не столько портфельных инвестиций (ПИ), сколько прямых иностранных инвестиций (ПИИ)2 . Ссудные формы капитала, напротив, по своей природе более доступны для регулирования, особенно те из них, что привлекаются на государственном уровне.

Таким образом, форма перемещаемого капитала напрямую влияет на возможность регулирования процесса международного движения капитала. Автор рассматривает регулирование трансграничного (и международного) движения капитала, как направленное воздействие национальных (и международных) регуляторов на объемы, формы и виды перемещаемого капитала, а также на скорость и направление такого перемещения. Автор использует понятия регулирования и управления в качестве синонимов, несмотря на то, что в отечественной литературе, как правило, чаще используется последний термин. Это объясняется тем, что процесс воздействия на международную мобильность капитала – это комплекс мер, который может быть направлен, как на ее либерализацию, так и на ее ограничение.

Регулирование международного движения капитала является неотъемлемым процессом мировой хозяйственной и финансовой системы. Оно происходит на национальном и региональном уровнях. Современный подход к проблеме госрегулирования рыночных процессов капиталооборота подвержен влиянию продолжающейся финансовой интеграции и либерализации. Государственное регулирование зачастую рассматривается как нежелательный процесс, оправданный только в критических ситуациях.3

Однако управление трансграничным движением капитала затрагивает также процесс привлечения инвестиций. Поэтому диссертант предлагает формулировать цель государственного регулирования в области трансграничного движения капитала следующим образом: сохранение нормального функционирования экономики и ее финансовой стабильности при одновременном эффективном решении вопросов привлечения финансирования в случае недостатка капитала, или диверсификации и приумножения накопленного капитала в случае его избытка. Главной причиной вмешательства государства в рыночные процессы является их неэффективность или потенциальная опасность для национальных интересов, например, угроза кризиса платежного баланса, нестабильности реального валютного курса, и другие вопросы обеспечения экономической или финансовой стабильности и безопасности.

Основные каналы воздействия государства на процесс капиталооборота это реализация денежно-кредитной и фискально-бюджетной политик. Денежно кредитная политика оказывает влияние через устанавливаемый уровень процентных ставок, кредитование, операции на открытом рынке и валютную политику, в том числе политику обменного курса. Фискально-бюджетная политика воздействует на капиталооборот через уровень и характер налогообложения, уровень государственных расходов и принципы субсидирования.

## Тенденции в международном движении капитала

Движение капитала отражается по счету операций с капиталом и финансовыми инструментами, который является частью национального платежного баланса. Кроме счета операций с капиталом, в платежный баланс входят такие категории, как счет текущих операций, операций с резервами и балансирующие статьи (более подробно структуру платежного баланса см. в Приложении З). В результате, платежный баланс представляет собой национальный статистический отчет, отражающий в суммарном виде экономические операции между резидентами и нерезидентами за определенный промежуток времени. 32 Диссертант в своей работе использует понятие счета операций с капиталом, включая в него движение инвестиций, т.е. финансовый счет по методологии МВФ, но не включая операции центрального банка с национальными валютными резервами.

Россия на протяжении последних девяти лет имеет профицит текущего счета, который за 2015 год увеличился на 11,2 млрд. долл. США (см. Приложение И). Таким образом, можно говорить об активном счете текущих операций. Сальдо операций с капиталом в последние годы имеет выраженный отрицательный характер, что подтверждается положительным сальдо финансового счета: капитал вывозится из страны и происходит чистое кредитование нерезидентов, а не осуществление зарубежных заимствований. Можно сделать вывод, что Российская Федерация активно экспортирует (сырьевые) товары и вывозит получаемые средства за рубеж. Таким образом, аналитическое построение платежного баланса показывает направленность внешнеэкономической деятельности отдельной страны. 32см. Руководство МВФ по платежному балансу и международной инвестиционной позиции (Шестое издание, РПБ6). [Текст] // Международный Валютный Фонд. 2012. Другим индикатором, связанным с международным движением капитала и позволяющим оценить участие страны в международных экономических процессах, является международная инвестиционная позиция. Международная инвестиционная позиция страны отражает объем ее финансовых активов (инвестиций за рубеж) и обязательств (инвестиций из-за рубежа) перед нерезидентами, а также их структуру за определенный промежуток времени.

Анализ чистой международной инвестиционной позиции (баланса между финансовыми активами и обязательствам) для России за период с 2002 по 3-ий квартал 2016 гг. (см. Рисунок 2.1) показывает, что объем активов за рубежом стабильно снижался до момента мирового финансового кризиса 2008-2009 гг. Рисунок 2.1. Чистая международная инвестиционная позиция России с 2002 года по 3-ий квартал 2016 года, млн. долл. США

Россия для нерезидентов в большей степени была объектом инвестирования, чем источником капиталовложений. После восстановительного этапа, длившегося до 2011 года, объем иностранных вложений в Россию увеличивается с каждым годом: с 18 млрд. долларов США в начале 2011 года этот показатель вырос более, чем в 18 раз и достиг уровня 344 млрд. долларов США. На основе этих данных можно подтвердить вывод о том, что на данный момент Россия выступает в роли донора, а не реципиента инвестиций. Это может быть связано не столько с активным участием во внешнеэкономической и международной финансовой деятельности, сколько с последствиями введения санкционного режима и низкой привлекательностью отечественных финансовых активов с точки зрения зарубежных владельцев капитала.

Активный платежный баланс обычно означает приток иностранной валюты (и капитала) в национальную экономику и стимулирует будущую активность иностранных инвесторов. Пассивный платежный баланс, как правило, означает, что платежеспособность страны уменьшается33, а ее обязательства по отношению к другим странам растут. При этом важном учитывать, что на состояние и структуру платежного баланса влияет степень интеграции национальной экономики в мировую экономическую систему, в том числе, открытость экономики, а также капитального (и финансового) счета. Полная открытость счета операций с капиталом означает отсутствие ограничений на как на вывоз, так и на ввоз капитала и является результатом либерализации национального капитального рынка. Открытый капитальный счет позволяет нерезидентам активнее участвовать в экономической жизни страны-реципиента капитала, а ее резидентам – проводить сбалансированную политику размещения капитала за рубежом. Все это невозможно без параллельного развития самих финансовых рынков. Такое развитие является необходимой предпосылкой для постепенного снятия ограничений на движение капитала, а после становится одним из последствий.34

Вместе с ростом активности нерезидентов в операциях с национальной валютой и резидентов – с иностранной, увеличивается и значение капиталооборота. Среди прочего растет его влияние на процесс формирования обменного курса. Так, платежный баланс и счет операций с капиталом как его составляющая, непосредственно влияет на величину валютного курса. Активный платежный баланс способствует укреплению курса национальной валюты, так как на нее растет спрос со стороны нерезидентов. Пассивный платежный баланс, как правило, наоборот, приводит к снижению курса национальной валюты, так как резиденты стремятся покупать больше иностранной валюты для погашения своих внешних обязательств. Таким образом, размеры влияния платежного баланса на обменный курс определяются степенью открытости экономики страны.

Положительное сальдо торгового баланса (и вместе с ним профицит счета текущих операций) создает спрос на национальную валюту, повышая тем самым ее курс; отрицательное сальдо или дефицит приводят к противоположной ситуации. Рассмотрим воздействие платежного баланса на обменный курс35 и его динамику подробнее на примере Бразилии, для которой в последние годы характерно отрицательное сальдо платежного баланса (см. Рисунок 2.2).

## Выбор режима валютного курса в условиях либерализации международного движения капитала

Невозможно отрицать те возможности, которые приносят с собой иностранные инвестиции, например, подъем национального производства, создание рабочих мест или стимулирование экономического развития. Но, как показывает мировая практика, и страны-доноры, и страны-реципиенты инвестиций должны с особой тщательностью подходить к вопросам регулирования международного движения капитала. Если донорам важно минимизировать свои инвестиционные риски и влиять на отток капитала, то реципиентам – грамотно управлять его импортом, чтобы в последствие не утратить экономическую и финансовую стабильность.71 Как было отмечено ранее, автор рассматривает регулирование трансграничного (и международного) движения капитала как воздействие национальных (и международных) регуляторов на объемы, формы и виды перемещаемого капитала, а также на скорость и направление такого перемещения. В качестве регулирования трансграничного движения капитала автор рассматривает комплекс мер, направленных на достижение поставленных национальным правительством целей в области экспорта и импорта капитала, необходимых для стабильного и предсказуемого функционирования национальной экономики. Так как цели, стоящие перед отдельными странами, могут значительно отличаться друг от друга, то и понятия регулирования движения капитала будет отличаться от случая к случаю.

Мировая экономическая история говорит о том, что приток зарубежных денежных средств сопряжен с развитием потенциально опасных экономических процессов, которые угрожают национальному благополучию и требуют к себе особого внимания. Цикличность периодов активного импорта капитала и следующих за этим финансовых кризисов создает запрос на грамотное управление международным движением капитала особенно для развивающихся рынков. Внимание к данной проблеме растет и на наднациональном уровне: МВФ активно разрабатывает и публикует в рабочих отчетах методические рекомендации по внедрению мер для управления потоками капитала (capital flow management measures, CFMs).72 Могут ли именно эти рекомендации стать основой для эффективного подхода к управлению международным движением капитала?

Независимо от направления движения капитала предлагаемые CFMs разделяются на две группы73: 1) Первую группу составляют меры, влияющие на трансграничную финансовую активность по признаку резидентства. Обычно сюда входит контроль над движением капитала или капитальный контроль. 2) Вторая группа – это прочие меры, которые не оказывают влияние по признаку резидентства, но вводятся с целью управления потоками капитала. К ним можно отнести некоторые пруденциальные меры, влияющие на операции с иностранной валютой, такие как, например, ограничение объема иностранных заимствований или инвестирования за рубеж, установление требований по резервам или вложениям, относящимся к конкретным иностранным валютам. Также сюда входят и меры, обычно применяемые в нефинансовом секторе экономики – введение минимальных порогов налогообложения на определенные инвестиции, ограничение периода владения и другие. Раньше усилия МВФ были направлены на постепенный переход к открытому или частично открытому счету операций с капиталом, то есть на либерализацию рынка капитала. Однако сегодня Фондом даются более сдержанные рекомендации по управлению движением капитала, которое может включать в себя, как ослабление, так и усиление контроля или введения ограничений на международное движение капитала.

Рекомендации МВФ в большей степени касаются вопросов импорта капитала, который несет в себе наибольшую угрозу для принимающих стран. По мнению экспертов Фонда, для внедрения CFMs74 в странах с открытым или частично открытым счетом операций с капиталом существует несколько предпосылок, затрагивающих три аспекта: оценка обменного курса, объем международных резервов и состояние национальной экономики.75

Оценка обменного курса определяется из сопоставления его текущего и реального значений: если текущий курс ниже реального, национальная валюта считается недооцененной и наоборот. Значительный приток инвестиций в экономику обычно вызывает укрепление курса. При его переоцененности это усиливает такие негативные последствия, как, например, удешевление экспорта и стимулирование производственного импорта. Но если национальная валюта является недооцененной, то в условиях притока капитала не следует препятствовать ее укреплению до фундаментально обоснованного уровня.

Международные или золотовалютные резервы (ЗВР) могут служить инструментом абсорбирования входящих капитальных потоков. Если их объем находится на уровне, признаваемым достаточным с точки зрения мировой практики76, то ЗВР можно увеличивать за счет проведения интервенций. Рост ЗВР, тем не менее, ограничен законом убывающей предельной выгоды и увеличением затрат на проведение самих интервенций.

## Экспорт капитала из России в условиях плавающего курса рубля

Объясняющая и независимая переменные не содержат автокорреляции (см. Приложение Р). Нулевая гипотеза исследования заключается в том, что между использованием свободного (и в том числе управляемого) курса рубля и объемом экспорта капитала не существует устойчивой связи.

Результаты регрессионного исследования модели с включением фиктивной переменной представлены в Приложении С. На их основе автор делает следующие выводы: - нулевую гипотезу об отсутствии связи между экспортом капитала из России и использованием Банком России режима свободного плавания можно отклонить с вероятностью 95%; - регрессионная модель признается значимой, остатки не содержат автокорреляции, коэффициенты регрессии при объясняющих переменных признаются значимыми; - относительное изменение расчетной разницы между реальными ключевыми ставками России и США за квартал и индикатор использования свободного плавания объясняют до 30,7% изменений в объеме экспорта капитала из России - использование Банком России режима свободного плавания увеличивает объем экспорта капитала, то есть переход к плавающему рублю стимулирует экспорт отечественного капитала; - переход на свободное плавание рубля сам по себе (при прочих равных условиях в рамках данной модели) приводит к увеличению квартального экспорта капитала из России на 7,64 млн. долл. США; - данная модель может применяться для исследования природы связи между рассматриваемыми временными рядами, несмотря на то, что требуется дополнительное исследование на предмет полноценного включения в уравнение описанной фиктивной переменной92.

Применительно для России, с учетом условий данного исследования, было выявлено отрицательное влияние перехода на свободное плавание национальной валюты. С ростом гибкости валютного курса среднеквартальный объем экспорта капитала увеличивается при прочих равных условиях. Это означает, что свободное плавание, позволившее правительству России снизить бюджетную нагрузку и сохранить финансовую независимость за счет экономии ЗВР, в результате привело к увеличению оттока капитала. Этот вывод добавляет аргументов тем исследователям, которые негативно оценивают современную политику Банка России.

Таким образом, наиболее важным результатом проведенного исследования является установление устойчивой положительной связи между применением

92 для полноценного включения в уравнение регрессии фиктивной переменной требуется дополнительное исследование, например: выделение и обоснование иных периодов применения режима свободного плавания, расширение периода рассматриваемых данных. Это может существенно повлиять на результаты регрессионного анализа. Так, при «мягком» формальном подходе свободное плавание (управляемое) использовалось ЦБ РФ, начиная с 1999 года, если буквально следовать официальной информации. «Жесткий» формальный подход предлагает считать периодом использования свободного курсообразования интервал, начинающийся с ноября 2014, когда Банк России официально отменил курсовые ориентиры и перешел на свободное, а не управляемое, плавание рубля. И в том, и в другом случае потребуется расширение диапазона рассматриваемых значений или их масштаба (переход от квартальных данных к месячным, декадным или дневным значениям) для сохранения репрезентативности. свободного плавания национальной валюты и экспортом капитала для России.

Имея достаточно открытый счет операций с капиталом и являясь нетто экспортером капитала, Россия идет по пути сохранения либерализации трансграничного движения капитала при постепенном переходе к свободноплавающему валютному курсу. С одной стороны, это вызвано ресурсной направленностью отечественного экспорта, выражающегося в необходимости первоначального снятия ограничений на движение капитала для его доступа в капиталоемкие отрасли. Последующее развитие экономики и череда экономических проблем создали условия для начала и развития оттока капитала за рубеж. В подобных условиях поддержание ограничений на динамику национальной валюты сначала было сопряжено с ростом инфляции (при росте мировых цен на энергоносители), затем - с бюджетной нагрузкой (при их снижении). Логичным выходом из сложившейся ситуации стал переход к свободному плаванию рубля, который состоялся в не самое подходящее время, но, тем не менее, дал свои результаты. Благодаря ослаблению рубля и снижению стоимости национальных активов был частично компенсирован отток средств, сохранена наполняемость федерального бюджета и государственные расходы в будущем.