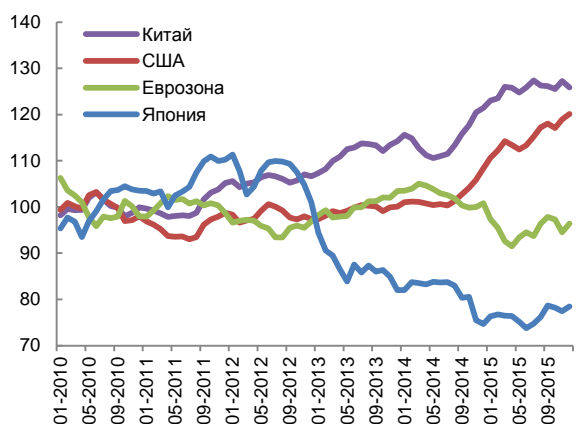


РОСТ НЕСТАБИЛЬНОСТИ В МИРОВОЙ ЭКОНОМИКЕ И ВОЗРОЖДЕНИЕ ИНТЕРЕСА К КОНТРОЛЮ ЗА ДВИЖЕНИЕМ КАПИТАЛА

Рост волатильности валютных курсов представляет угрозу для стабильности как финансовой системы, так и мировой экономики в целом. По мере сокращения накопленных за последние десятилетия валютных резервов развивающиеся страны все чаще будут вынуждены применять ограничительные меры для стабилизации ситуации на валютном рынке.

В 2015 г. риски финансовой нестабильности существенно выросли. Отток капитала с развивающихся рынков в сочетании со снижением цен на основные сырьевые товары привели к повышению давления на курсы национальных валют развивающихся стран в сторону их снижения. Согласно данным Института международных финансов (IIF), по итогам 2015 г. на развивающихся рынках впервые с 1988 г. был отмечен чистый отток капитала. Масштабы оттока оцениваются IIF в 735 млрд. долл. Росту волатильности валютных курсов в 2015 г. способствовала также дивергенция политики центральных банков развитых стран: ФРС США свернула политику «количественного смягчения», в то время как ЕЦБ и Банк Японии, наоборот, продолжили операции расширения ликвидности в экономике за счет выкупа государственных ценных бумаг и прочих активов. В результате динамика курсов валют этих стран существенно разошлась (рис. 1), а многие развивающиеся страны, которые фактически осуществляли регулирование курса национальной валюты относительно доллара США, столкнулись с неприятным выбором. С одной стороны, снижение курса национальной валюты относительно доллара оказывает дополнительное негативное влияние на финансовую систему, приводя к увеличению оттока капитала и повышению стоимости обслуживания иностранных долговых обязательств. Но с другой стороны, сохранение стабильного курса относительно доллара приводит к снижению ценовой конкурентоспособности экспорта по отношению к производителям из других стран. В 2015 г. в этой ситуации оказался крупнейший экспортер мировой экономики – Китай: индекс номинального эффективного курса юаня по итогам года вырос на 3,6%, несмотря на снижение курса национальной валюты на 5% относительно доллара США. Для ограничения колебаний валютного курса власти страны были вынуждены прибегнуть к валютным интервенциям: за прошлый год объем валютных резервов КНР снизился на 11% (или 437 млрд. долл.). Значительное снижение валютных резервов в 2015 г. было также отмечено в Мексике, Турции, Саудовской Аравии и Малайзии (рис.2).

Рис. 1. Индексы номинальных эффективных курсов национальных валют Японии, США, Еврозоны и КНР, 2010 г. = 100%



Источник: Банк международных расчетов

Рис.2 Страны-лидеры по темпам снижения валютных резервов в 2015 г., % к пред. году



Источник: МВФ, данные центральных банков

На фоне повышения волатильности валютных курсов в мировой экономике увеличивается потребность в новых инструментах, которые помогли бы справиться с ситуацией. В 2015 г. на фоне растущего оттока капитала власти КНР были вынуждены затормозить объявленный процесс либерализации операций с капиталом. С середины прошлого года в стране были существенно ужесточены требования к проведению

валютных операций по продаже национальной валюты. В частности, Народный банк КНР ввел ряд ограничений на операции трансграничного кредитования, были усилены проверки исполнения внешнеторговых контрактов на предмет выявления фиктивных сделок, призванных замаскировать вывод капитал из страны. Заявления представителей денежных властей, сделанные в начале 2016 г., указывают на то, что курс на ужесточение регулирования сохранится. Политика китайских властей находит поддержку со стороны представителей иностранных центральных банков. Так, в январе глава Банка Японии Х. Курода, комментируя текущую экономическую ситуацию в Китае, заявил, что использование инструментов контроля за движением капитала необходимо для обеспечения стабильности курса национальной валюты. Глава Банка Мексики А. Карстенс в интервью FT заявил о том, что в скором времени от центральных банков развивающихся стран может потребоваться еще больше неординарных мер рыночного регулирования.

В целом после наступления мирового финансово-экономического кризиса критика ограничений движения капитала стала более сдержанной. В 1990-х гг. среди международных финансовых организаций господствовала точка зрения, что либерализация счета движения капитала необходима развивающимся странам для стимулирования притока иностранных инвестиций, а любые ограничения неэффективны и вредят эффективному распределению ресурсов в мировой экономике. Так, в 2007 г. МВФ в своем Обзоре мировой экономики писал, что «введение контроля за движением капитала в целом не помогало странам избежать роста валютного курса и не способствовало «мягкой посадке» экономики после прекращения активного притока капитала»¹. Но уже в 2011 г. в работе, посвященной анализу опыта введения контроля за движением капитала в условиях кризиса 2008–2009 гг., исследователи фонда отмечали, что «страны, которые осуществляли контроль капитала (особенно, долговых обязательств) и/или пруденциальный надзор, были в меньшей степени подвержены негативному влиянию кризиса»². В настоящее время введение ограничений рассматривается фондом в числе возможных, хотя и крайних мер антикризисной политики государства. Эти рекомендации особенно актуальны в условиях возросшей волатильности потоков капитала, прекращения роста валютных резервов, которые традиционно рассматривались в качестве защитного буфера при наступлении кризисов, и увеличения внешней долговой нагрузки развивающихся стран на фоне снижения курсов национальных валют.

В текущих условиях для развивающихся стран актуальными становятся инструменты регулирования оттока капитала. Значительный отток капитала чаще всего является одним из сигналов о кризисной ситуации в экономике. Однако резкие изменения потоков капитала способны сами по себе становиться дополнительным фактором нестабильности за счет своего влияния на динамику валютных курсов, процентные ставки и доступ к финансированию. Несмотря на то, что любые ограничения сами по себе не могут рассматриваться в качестве универсального средства обеспечения финансовой стабильности, их введение, тем не менее, может быть оправдано с точки зрения необходимости минимизации негативных последствий для экономики. Согласно рекомендациям специалистов МВФ, введение ограничений должно происходить в рамках общего пакета мер, направленных на обеспечение финансовой и макроэкономической стабильности. Кроме того, введение ограничений на движение капитала может сочетаться с применением инструментов макропруденциального контроля (например, установление ограничений на валютную позицию)³.

В российских условиях в настоящее время существует реальная потребность в переходе к «мягкому» регулированию операций с иностранной валютой. Высокая волатильность курса рубля затрудняет процесс планирования деятельности экономических агентов и, прежде всего, принятие инвестиционных решений. Риски ведения экономической деятельности возрастают, что создает угрозу, в том числе, и для финансовой системы страны (в частности, происходит рост долговой нагрузки заемщиков). В сложившихся неопределенных условиях требуются скоординированные действия, которые бы позволили ограничить колебания валютного курса, а также сгладить негативные последствия колебаний для экономики. Введение подобных ограничений также обеспечит свободу действий Банка России в области денежно-кредитной политики: в настоящее время снижение процентной ставки фактически откладывается в том числе из-за опасений Банка России относительно того, что более дешевые рублевые заемные ресурсы будут использованы на покупку иностранных активов в рамках так называемых операций «carry-trade». В качестве возможных мер «мягкого» регулирования валютных операций могут быть использованы такие инструменты, как дифференциация для банков нормативов обязательных резервов по обязательствам в иностранной валюте, введение более жестких ограничений ЦБ по наращиванию банками открытой валютной позиции, а также повышение требований к участникам валютных торгов.

¹ IMF (International Monetary Fund). 2007. World Economic Outlook, October 2007. Washington, D.C.: IMF

² Ostry et al. 2011. Managing Capital Inflows: What Tools to Use? IMF Staff Discussion Note SDN/11/06

³ Korinek A. and Sandri D. 2015. Capital Controls or Macropprudential Regulation? IMF Working Paper WP/15/218