

Шаповал Юлия Игоревна

*аспирантка, младший научный сотрудник
отдела денежно-кредитных отношений*

ГУ «Институт экономики и прогнозирования НАН Украины»

Iuliia Shapoval

Phd student, junior researcher of the monetary relations department

«Institute for Economics and Forecasting,

Ukrainian National Academy of Sciences»

Шаповал Юлія Ігорівна

Аспірантка, молодший науковий співробітник

відділу грошово-кредитних відносин

ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України»

ЛИБЕРАЛИЗАЦИЯ ФИНАНСОВОГО СЕКТОРА: ОПЫТ И УРОКИ РЕФОРМ

LIBERALIZATION OF FINANCIAL SECTOR: EXPERIENCE AND LESSONS OF REFORMS

Аннотация. Рассмотрены основные критерии и элементы финансовой либерализации. Обобщен зарубежный опыт либерализации финансового сектора. В ходе исследования выделены основные уроки либерализации счета операций с капиталом.

Ключевые слова: финансовая либерализация, счет операций с капиталом, предпосылки, последовательность, реформы, движение капитала.

Summary. The main criteria and elements of financial liberalization are under consideration. The foreign experience of financial sector liberalization is generalized. The study highlights the main lessons of the capital account liberalization.

Key words: financial liberalization, capital account, background, sequence, reform, movement of capital.

В последнее время вопросу о том, может ли либерализация движения капитала способствовать экономическому росту и углублению финансового рынка, уделено много внимания.

Актуальность рассмотрения вопросов, касающихся либерализации экономики связано с неоднозначными эффектами самой финансовой открытости. Вместе с тем, целесообразным представляется исследование опыта либерализации финансового сектора других стран в связи с необходимостью выполнения обязательств, предусмотренных соглашением об Ассоциации с ЕС.

Фишер предполагает, что либерализация счета капитала повысит глобальную экономическую эффективность. Кейнс скептически относится к способности мировой экономики в условиях свободного движения капитала поддерживать равновесие платежных балансов между странами. Martin и Rey (2002), Wyplosz (2001), Mendoza (2001), McKinnon

(1999) в своих исследованиях указывают на взаимосвязь между либерализацией счета операций с капиталом и долгосрочным экономическим ростом. Основным аргументом в пользу либерализации движения капитала является тот факт, что страна, которая ее проводит, становится более привлекательной для иностранных инвесторов. Так, Bhagwati утверждал, что открытые экономики более склонны к привлечению ПИИ. Gastanaga поддержал идею, что страны, которые провели либерализацию счета операций с капиталом, привлекают больше потоков ПИИ чем страны, которые являются более закрытыми. Куав предполагает, что развивающиеся страны, могут повысить привлекательность для ПИИ путем уменьшения помех движения капитала. Fratzscher и Bussiere утверждают, что ускорение экономического роста сразу после либерализации часто вызвано инвестиционным бумом и необходимостью притока портфельных инвестиций и долгового капитала. В противоположность этому,

качество национальных институтов, масштаб притока ПИИ и последовательность процесса либерализации оказываются важными движущими силами экономического роста [1, с. 3]. Kinga Z. Ejo указывает на то, что контроль за движением капитала приведет к снижению качества ПИИ как с точки зрения волатильности так и масштабов. Butkiewicz i Yanikkaа отмечают, что развивающиеся страны менее вероятно получают преимущества от притока с контролем за движением капитала [1, с. 4].

В то же время, учитывая финансовые кризисы, экономисты признают, что свободное движение капитала может иметь серьезные негативные последствия для развивающихся стран. Сегодня в своих рекомендациях МВФ разрешает вводить ограничения на движение капитала, если остальные меры денежно-кредитной политики не работают. Даже если преждевременная финансовая либерализация без надлежащего регулирования не была основной причиной кризисов, то она все равно значительно способствовала возникновению кризиса и его глубине. Поэтому либерализация движения капитала требует выполнения определенных условий, чтобы небольшие сдвиги в сторону либерализации не повлияли негативно на финансовую систему (поскольку во многих развивающихся странах банки являются основными посредниками движения капитала).

Главной целью этой работы является определение основных шагов и предпосылок либерализации счета операций с капиталом для максимизации ее выгод.

Либерализацию счета операций с капиталом можно охарактеризовать как элемент финансовой либерализации, а также как сложный и долгосрочный процесс (табл. 1).

В контексте либерализации счета операций с капиталом крайне важна последовательность структурных и макроэкономических реформ (рис. 1).

Основные предпосылки проведения либерализации счета операций с капиталом следующие.

Стойкая макроэкономическая основа. Не все страны открыли свои счета капитала пока были на пике экономической эффективности. Тем не менее, макроэкономическая стабильность является ключевым условием для либерализации счета операций с капиталом. Экономическая нестабильность может только углубить слабость финансового сектора, и тогда либерализация только ухудшит экономическую ситуацию в стране [3, с. 13].

Прочная институциональная и нормативная база финансового сектора. Большинство развивающихся стран пытались реализовать реформы финансового сектора до полной либерализации счета операций с капиталом. Эти реформы, как правило, включали

снижение процентных ставок по кредитам и депозитам, разработку дополнительных финансовых инструментов.

Возможность использования фискальной политики для компенсации последствий значительного притока или оттока капитала. Страна должна быть в состоянии адаптировать свою бюджетную политику к изменениям в масштабах и направлений потоков капитала [3, с. 14].

Соответствие режима обменного курса.

Доступ к информации. Легкий доступ к информации позволяет инвесторам самостоятельно оценивать риски, поэтому прозрачность политики и распространение данных следует рассматривать в качестве основных элементов контроля [3, с. 15].

Либерализация движения капитала должна проводиться на завершающем этапе программы экономических реформ. С этой точки зрения координация реформ на реальном и финансовом (внутреннем и внешнем) секторах является ключевым вопросом (табл. 2).

ЕС потребовал от всех стран-кандидатов на вступление открыть свой счет капитала до момента присоединения. Хотя в начале перехода к либерализации счетов операций с капиталом эта политика в целом рассматривалась как выгода, международные финансовые учреждения и сами страны с переходной экономикой не имели единого мнения относительно скорости и последовательности либерализации. Для стран первой волны таких, как Чехия, Польша, Венгрия, это заняло 2–3 года. Большинство из этих стран достигли значительного прогресса в макроэкономической стабилизации, структурных реформах и частично в обеспечении устойчивости финансовой системы. Для них риски, связанные с открытостью текущего счета, уменьшилась. Другим странам с переходной экономикой пришлось преодолеть значительные трудности [6, с. 8].

В 1990-х страны, указанные в табл. 3 и табл. 4, находились на переходном этапе от командной к рыночной экономике, и первым шагом было установление конвертируемости валюты по операциям текущего счета. Обязательства по статье VIII МВФ были выполнены этими странами в период 1994–1996 гг.

Чехия быстро прошла процесс либерализации в отличие от Венгрии, Польши, Словакии, Словении и Румынии. Различные начальные условия сыграли важную роль в развитии стратегии либерализации. Например, из-за относительно высокой внешней задолженности Венгрия и Польша были более уязвимы к внешним потрясениям. В общем, эти страны, как правило, проводили сначала либерализацию притока капитала перед либерализацией оттока, потому что

Таблица 1

Элементы финансовой либерализации

Либерализация счета операций с капиталом	Либерализация финансового сектора	Либерализация фондового рынка
Критерий полной либерализации		
<p>– <i>Заемствования банков и корпораций за рубежом</i> Банки и корпорации могут свободно привлекать заемные средства за рубежом. Разрешение на заем предоставляется почти автоматически после информирования властных структур. Могут существовать резервные требования, но менее 10%. Существует необходимый минимум срока погашения заимствований – не более двух лет. – <i>Множественный валютный курс и другие ограничения</i> Отсутствуют специальные обменные курсы для текущего счета или счета операций с капиталом. Отсутствуют ограничения на отток капитала.</p>	<p>– <i>Процентные ставки по кредитам</i> Отсутствует контроль за процентными ставками. – <i>Другие показатели</i> Отсутствует контроль за кредитованием. Допускаются депозиты в иностранной валюте.</p>	<p>– <i>Приобретения иностранными инвесторами</i> Иностранные инвесторы имеют право владеть отечественным капиталом без ограничений. – <i>Репатриация капитала, дивидендов и процентов</i> Капитал, дивиденды и проценты могут быть свободно репатрированы в течение двух лет с начала инвестирования.</p>
Критерий частичной либерализации		
<p>– <i>Заемствования банков и корпораций за рубежом</i> Банки и корпорации могут привлекать заемные средства за рубежом, но есть определенные ограничения. Существуют резервные требования, 10–50%. Существует необходимый минимум срока погашения – 2–5 лет. – <i>Множественный валютный курс и другие ограничения</i> Отсутствуют специальные обменные курсы для текущего счета и счета операций с капиталом. Есть ограничения на отток капитала.</p>	<p>– <i>Процентные ставки по кредитам</i> Присутствует контроль за процентными ставками. – <i>Другие показатели</i> Присутствует контроль за кредитованием. Депозиты в иностранной валюте не могут быть допущены.</p>	<p>– <i>Приобретения иностранными инвесторами</i> Иностранные инвесторы имеют право владеть до 49% капитала каждой компании. Существуют ограничения на участие в определенных секторах, а также косвенные способы инвестирования в фондовый рынок, например, через инвестиционные фонды. – <i>Репатриация капитала, дивидендов и процентов</i> Капитал, дивиденды и проценты могут быть репатрированы, но не ранее чем после 5 лет с начала инвестирования.</p>
Критерий отсутствия либерализации		
<p>– <i>Заемствования банков и корпораций за рубежом</i> Банки и корпорации не могут привлекать заемные средства за рубежом. Существуют резервные требования – более 50%. Необходимый минимум срока погашения – более 5 лет. – <i>Множественный валютный курс и другие ограничения</i> Есть специальные обменные курсы для текущего счета и счета операций с капиталом. Существуют ограничения на отток капитала.</p>	<p>– <i>Процентные ставки по кредитам</i> Присутствует контроль за процентными ставками. – <i>Другие показатели</i> Присутствует контроль за кредитованием. Депозиты в иностранной валюте запрещены.</p>	<p>– <i>Приобретения иностранными инвесторами</i> Иностранные инвесторы не имеют права владеть отечественным капиталом. – <i>Репатриация капитала, дивидендов и процентов</i> Капитал, дивиденды и проценты могут быть репатрированы, но не ранее чем после 5 лет с начала инвестирования.</p>

Источник: составлено автором на основании [2]

в первые годы переходного периода были риски того, что высокая инфляция и девальвация валюты могут спровоцировать внезапный отток капитала.

В начале 1990-х в Чехии ПИИ были основным пунктом в либерализации, и де-факто либеральный подход уже применялся к иностранным кредитам в 1994–1995 гг. Большинство сделок по операциям с капиталом были де-юре либерализованны с принятием нового Закона о Валютном режиме в сентябре

1995 г., в том числе приток краткосрочных портфельных инвестиций. Одной из причин ускоренной либерализации счета операций с капиталом было присоединение к ОЭСР (в декабре 1995 г.). Закон о валютном режиме 1995 г. содержал пункт, позволяющий центральному банку в случае необходимости полностью останавливать определенные соглашения по притоку капитала. Хотя это условие никогда не было применено, центральный банк дал поручение коммерческим



Рис. 1. Последовательность процесса либерализации движения капитала

Источник: составлено автором на основании [4]

Таблица 2

Оптимальная последовательность либерализации

Сектор	Внутренний	Внешний
Реальный	01. – Фискальная дисциплина – Устранение субсидий – Приватизация	03. – Либерализация операций текущего счета – Формирование валютного рынка и конвертируемости валюты
Финансовый	02. – Структурная перестройка банковской системы – Развитие денежного рынка	04. – Устранение контроля за движением капитала – Обеспечение общей конвертируемости валюты

Источник: составлено автором на основании [5]

банкам не кредитовать нерезидентов в национальной валюте в течение валютного кризиса в мае 1997 г. Другие ограничения после либерализации 1995 г. касались в основном оттока капитала: продажа резидентами долговых ценных бумаг за границу, открытие резидентами счетов за рубежом, а также операции с деривативами. В начале 1996 г. для соблюдения

обязательств ОЭСР и в рамках требований вступления в ЕС чешские власти приняли пятилетнюю программу, чтобы устранить оставшиеся ограничения [7, с. 10]. По состоянию на 1 января 1999 г. ограничения на операции с деривативами, продажа нерезидентами коллективных инвестиционных инструментов и расширение финансовых кредитов нерезидентам были

Таблица 3

Этапы либерализации потоков капитала в странах ЕС

Этап	Польша	Румыния	Словакия	Словения	Венгрия	Чехия
Начало процесса либерализации потоков капитала	1991	2001	1996	1992	1991	1994
Либерализация доступа резидентов к банковским депозитам в национальной валюте	-	2003	1995	2001	2001	1995
Либерализация доступа резидентов к банковским депозитам за рубежом	2001	2003	2004	2001–2003	2001	2001
Полная либерализация доступа резидентов к операциям денежного рынка	2001	2004	2003	2002	2001	1999
Полная либерализация потоков капитала	2001	2006	2004	2003	2001	2001

Источник: составлено автором на основании [7]

отменены. На 1 января 2001 г. было либерализовано операции по выпуску резидентами долговых ценных бумаг за рубежом и открытие резидентами депозитов за рубежом.

Таблица 4

Внедрение структурных реформ по барьерам ПИИ, по состоянию на май 2015 г.

Страна	Оценка, %
Эстония	>75
Латвия	<75
Чехия	>75
Венгрия	<75
Польша	<75
Словакия	<75
Словения	>75
Турция	<75
EU15	<75
Россия	<25
Украина	<25

Источник: составлено автором на основании [8]

К концу 1994 г. в Эстонии был отменен почти весь контроль счета операций с капиталом. Незначительные ограничения на такие операции как инвестиции пенсионных фондов в негосударственные ценные бумаги некоторых странах и в зарубежную недвижимость были позже отменены. В начале переходного периода (1994–1995 гг.) Латвия и Литва устранили барьеры для движения капитала: ограничения на ПИИ, кредитования и портфельные инвестиции. Латвия и Литва также сохраняли некоторые ограничения на инвестиции в недвижимость и инвестиции в пенсионный фонд в течение еще нескольких лет [6, с. 11].

Венгрия начала свой переход в первой половине 1990-х годов с высоким внешним долгом, низкими валютными резервами и растущими макроэконо-

мическими диспропорциями. До 1995 г. в основном проводилась постепенная либерализация операций текущего счета (в середине 2001 г.). Венгрия официально присоединилась к ОЭСР в декабре 1993 г., но до 1995 г. был достигнут незначительный прогресс в либерализации [9]. На это указывает тот факт, что значительный приток чувствительного к процентной ставке и спекулятивного капитала во второй половине 1995 г. был эффективно стерилизован без резкого ухудшения состояния текущего счета или кредитной экспансии. После 1995 г. началась постепенная отмена ограничений на отток капитала, и были либерализованы притоки краткосрочного капитала, портфельных инвестиций, кроме операций нерезидентов на рынке краткосрочных государственных ценных бумаг, а также на форвардном и других деривативных рынках. Кроме того, кредитование нерезидентов в форинтах было запрещенным. В общем, эти меры оказались достаточно удачными в периоды спекулятивных атак.

В 1996 г. были либерализованы операции по выпуску и продаже нерезидентам ценных бумаг с первоначальным сроком погашения более одного года. В январе 1996 г. либерализация распространилась на ценные бумаги с другими сроками погашения (один год или более). Постепенное ослабление оставшихся валютных ограничений произошло в июне 2001 г., когда полная либерализация была достигнута. Благодаря акту ХСШ 2001 г. по валютной либерализации (the Liberalization Act) были отменены все другие валютные ограничения (краткосрочные валютные кредиты нерезидентов резидентам; краткосрочные займы нерезидентов в иностранной и национальной валюте резидентам; продажа и покупка акций и облигаций стран, не являющихся членами ОЭСР; продажа и покупка краткосрочных инструментов стран ОЭСР). В 2001 г. был расширен коридор колебаний обменного курса форинта с +/- 2,5 до +/- 15%, а в феврале 2008 г. произошел переход к режиму свободно плавающего обменного курса [9].

Высокий внешний долг, очень высокая инфляция, девальвация заставили правительство Польши действовать достаточно осторожно в снятии ограничений. Приток ПИИ и портфельных инвестиций были первыми пунктами, которые подлежали либерализации в течение 1990–1994 гг. На рынке государственных ценных бумаг иностранным инвесторам было сначала разрешено покупать ценные бумаги со сроком погашения только более одного года, но это ограничение было снято в 1993 г. Портфельные инвестиции на Варшавской фондовой бирже были либерализованы в сентябре 1994 г. Либерализация движения капитала ускорила в период переговоров о вступлении в ОЭСР между ноябрем 1994 г. и ноябрем 1996 г. Новый закон о валютном режиме был принят в декабре 1994 г. После присоединения к ОЭСР, правительство Польши либерализовало сначала долгосрочные потоки капитала, а затем постепенно определенные операции, увеличивая границы по этим сделкам. В конце концов, в октябре 2002 г. были сняты все прочие краткосрочные ограничения [6, с. 13].

В Словацкой Республике после либерализации ПИИ в начале 1990-х еще несколько пунктов были либерализованы в 1996 г., что связано с переговорами о вступлении в ОЭСР. Либерализация охватила операции с прямыми инвестициями в страны ОЭСР, кредитами резидентов нерезидентам в странах ОЭСР со сроком погашения 5 лет и более, кредитами нерезидентов резидентам со сроком погашения 3 года и более. Медленные экономические реформы в Словацкой Республике в 2000 г. были неблагоприятными для ПИИ и других потоков. В 2000 г. были приняты поправки к Закону о валютном режиме, другие ограничения на средне- и долгосрочные операции с капиталом были отменены. Словацкая Республика присоединилась к ОЭСР в 2000 г. В 2001 г. были либерализованы операции с краткосрочными кредитами и с деривативами, а другие ограничения на операции с ценными бумагами были отменены 1 января 2003 г. По состоянию на 1 января 2004 г. были уже отменены обязательства репатриации, были либерализованы операции резидентов с иностранными депозитными счетами и валютные операции [6, с. 13–15].

Мероприятия Словении по либерализации счета операций с капиталом проводились в три основных этапа: контроль за движением капитала в 1995–1999 гг., либерализация операций по кредитованию в 1999–2000 г., а также полная либерализация в 2001–2002 гг. На первом этапе притоки капитала, чувствительные к процентным ставкам, в основном заимствования резидентов за рубежом, активизировались в 1994–1996 гг. из-за больших дифференциалов процентных ставок. На втором этапе, 1999–2000 гг.,

ограничения по кредитным операциям были сняты, но ограничения на потоки краткосрочного капитала были сохранены. На третьем этапе счет операций с капиталом был уже полностью либерализован. В июле 2001 г. ограничения на приток портфельных инвестиций со сроком погашения выше шести месяцев были устранены. По состоянию на 1 января 2002 г. все ограничения по кассовым операциям и по операциям с ценными бумагами были отменены [6, с. 15].

Либерализация счета операций с капиталом в развивающихся азиатских странах характеризуется следующим: ограничения на ПИИ были отменены до либерализации финансовых потоков; приток капитала был либерализован перед либерализацией оттока; потоки долгосрочного капитала были либерализованы перед либерализацией краткосрочного капитала [9, с. 23].

В Индии сдвиги в сторону либерализации начались с 1991 г. (табл. 5). К началу 1990-х финансовый сектор Индии был жестко контролируемым. Процентные ставки подлежали административному управлению. Были ограничены потоки денежных средств между различными сегментами рынка. Также существовали ограничения в отношении субъектов, работающих в различных сегментах рынка. Банки были вынуждены продавать государственные облигации. Вторичный рынок государственных ценных бумаг был неактивным. На фондовом рынке новые выпуски акций регулировались правилами и ограничениями. Валютный рынок оставался не развит, поскольку большинство сделок регулировалось негибкими ограничениями валютного регулирования и требованиями предварительного одобрения сделок. Финансовые реформы, начатые в начале 1990-х, были сконцентрированы на внедрении новых инструментов, свободном ценообразовании финансовых активов, ослаблении количественных ограничений [10, с. 194].

В своем подходе к открытию счета операций с капиталом правительство Индии четко определило иерархию потоков капитала и стимулировало потоки инвестиций в акционерный капитал, чем долговые потоки и прямые иностранные инвестиции, чем портфельные инвестиции. Основные составляющие подхода индийской официальной политики по либерализации потоков капитала следующие. Во-первых, было четко определена структура управления счетом операций с капиталом, которая основана на политике поощрения притока долгосрочного капитала и препятствия долговому потокам. Во-вторых, использовалось несколько инструментов: количественные ограничения, ценовые и административные меры в отношении иностранных валютных заимствований. В-третьих, был разрешен краткосрочный долг только

Таблица 5

Хронология либерализации финансового сектора Индии

Июль 1991	Правительство отменило систему промышленного лицензирования с несколькими исключениями и необходимость разрешения со стороны государственных органов для расширения фирм, в том числе иностранных. Иностранным фирмам было разрешено иметь контрольный пакет акций в совместных предприятиях и иностранных инвестициях до 51% от капитала в 35 приоритетных отраслях. Новая инвестиционная политика также предоставила больше стимулов к привлечению ПИИ от нерезидентов, включая 100% долю в капитале во многих секторах и полную репатриацию прибыли.
1992	Был принят закон о Совете по ценным бумагам и бирже Индии, с тех пор SEBI – независимый регулятор.
Сентябрь 1992	Иностранным институциональным инвесторам (ФИИ) было разрешено принимать участие в операциях индийского рынка. Один ФИИ мог иметь до 5% от капитала фирмы и все ФИИ в совокупности могли владеть 24%. ФИИ должен был иметь по крайней мере 50 инвесторов.
1994	Национальная фондовая биржа (NSE) начала торги облигациями в июне и акциями в ноябре. Особенности NSE заключались в предоставлении одинакового доступа всем трейдерам, конкурентном рынке фондового посредничества, электронном согласовании сделок, анонимной торговле и более независимой структуре корпоративного управления.
Ноябрь 1996	Было разрешено «100% долг ФИИ». ФИИ было разрешено покупать облигации корпораций, но не государственные облигации.
Апрель 1997	Лимит по совместной собственности всех ФИИ в фирме был поднят с 24% до 30%.
Апрель 1998	ФИИ было разрешено инвестировать в государственные облигации, с ограничением до 1 млрд долл. США на все ФИИ в совокупности.
Июнь 1998	Ограничения на владение одним ФИИ в одной фирме был поднят с 5% до 10%. ФИИ было разрешено частичное хеджирование валютного риска с помощью операций форвардного рынка. ФИИ было разрешено торговать деривативами на акции в ограниченной форме.
Август 1999	Требование, что ФИИ должны иметь по крайней мере 50 инвесторов, было ослаблено до 20.
Февраль 2000	Иностранным фирмам и физическим лицам открыт доступ к операциям индийского рынка через ФИИ как «субсчета». Компаниям по управлению местными фондами также разрешено управлять средствами иностранных юридических и физических лиц через субсчета. Требование, что один ФИИ может иметь до 5% от капитала фирмы, была ослаблено до 10%.
Март 2000	Лимит по совместной собственности всех ФИИ в фирме был поднят с 30% до 40%.
Март 2001	Лимит по совместной собственности всех ФИИ в фирме был поднят с 40% до 49%.
Сентябрь 2001	Лимит по совместной собственности всех ФИИ в фирме был поднят с 40% до максимального предела для отрасли.
Январь 2003	Ограничения по хеджированию ФИИ с помощью операций форвардного рынка были отменены.
Декабрь 2003	Разрешения для ФИИ были заменены единым подтверждением от SEBI.
Ноябрь 2004	ФИИ было разрешено инвестировать в государственные облигации с ограничением до 0,5 млрд долл. США на все ФИИ в совокупности.
Февраль 2006	Лимит по владению государственным облигациям всеми ФИИ был поднят до 2 млрд долл США. Лимит по владению корпоративными облигациями всеми ФИИ был поднят до 1,5 млрд долл. США

Источник: составлено автором на основании [11]

для проведения торговых операций. В-четвертых, были ликвидированы чрезмерные займы отечественных субъектов хозяйствования в иностранной валюте, особенно государственный долг. В-пятых, экономические нормативы использовались для предотвращения чрезмерной долларизации банков. В-шестых, существовал контроль за долларизацией обязательств отечественных субъектов. В-седьмых, была проведена значительная либерализация внешних инвестиций отечественных субъектов хозяйствования [12, с. 62].

Опыт Таиланда по либерализации в начале 1990-х гг. (что внесло значительный вклад в финансовый кризис в Таиланде 1997 г.) также полезен. В 1992 г. финансовый сектор Таиланда впервые за 27 лет был от-

крыт. 48 оффшорных банковских подразделений были утверждены для направления средств в бизнес-сектор Таиланда. Однако иностранные заимствования привели к массовому накоплению «пузырей» недвижимости и в конечном итоге к кризису. Огромный приток капитала наблюдался из-за несколько факторов: снижение налоговой ставки (которая применялась к заимствованиям); высокие внутренние процентные ставки (поднятие потолка процентной ставки двумя годами ранее позволило расширить дифференциал процентной ставки по отношению к иностранным процентным ставкам); принятие статьи IIIV МВФ об отмене всех ограничений на движение капитала; фиксированный обменный курс. Финансовый сектор был

не развит, а учреждения по надзору — недействительны. Законы и правила банковской деятельности, особенно в отношении классификации кредитов и резервов, были неэффективными. Кредитование базировалось на залоге с более высокой ценностью, что было вызвано высокими ценами на недвижимость во время бума. Финансовая инфраструктура была также не развита: не существовало кредитных бюро и депозитного страхования [13 с. 40]. После реформ либерализации началось постепенное открытие финансового сектора. Произошло усиление конкуренции: существующим иностранным банкам с филиалами было разрешено иметь больше филиалов. Кроме того, лимит иностранных стратегических инвестиций (с одобрения Банком Таиланда) в тайском банке увеличился с 25% до 49% [13, с. 41]. Власти перешли на плавающий обменный курс, чтобы нивелировать риски разворотов движения капитала.

Китай тоже продолжает либерализировать свой счет по операциям с капиталом, но ограничения еще остаются всеобъемлющими. Например, контролируются внешние заимствования, и потоки портфельных инвестиций прежде всего направляются через программы, которые ограничены квотами и разрешениями. Власти же Малайзии предоставили больше возможностей компаниям-резидентам для привлечения ПИИ из-за рубежа и разрешили получать кредиты от связанных компаний-резидентов и -нерезидентов.

В латиноамериканских странах, Аргентине, Чили и Перу, либерализация счета операций с капиталом началась в 1975–1981 гг., в то время как экономики Бразилии и Колумбии оставались относительно закрытыми. В 1982–1989 гг. либерализация была остановлена в связи с долговым кризисом в этих странах. Либерализация 1990–1998 гг., включая Бразилию и Колумбию, охарактеризовалась использованием новых инструментов контроля за движением капитала: налоги на потоки капитала в Бразилии и URR (некомпенсируемые резервные требования на иностранные заимствования) в Чили и Колумбии. В Бразилии в 2005–2008 гг. был введен налог на финансовые операции (IOF), который был устранен в октябре 2008 г. наряду с некоторыми ограничениями на отток. Позже в 2009–2013 гг. был вновь введен налог на приток, в частности на доход по акциям и инструментам с фиксированной доходностью. В противоположность этому, Колумбия контролировала в основном приток портфельных инвестиций в 2001–2007 гг., а в 2007–2008 гг. были вновь введены инструменты контроля

за движением капитала (40% норма URR) [14, с. 25]. Следовательно инструменты по ограничению операций с капиталом эффективно используются в латиноамериканских странах, чтобы управлять изменчивостью движения капитала. Но эти ограничения должны использоваться в качестве дополнения и только в некоторых случаях.

Исходя из проведенного анализа зарубежного опыта либерализации финансового сектора можно сделать следующие выводы.

Нестабильность, которая наблюдается в результате либерализации счета операций с капиталом, может поставить под угрозу будущее экономическое развитие страны. В то же время либерализация счета операций с капиталом — желательное явление, поскольку создает основу для экономического роста.

Позитивное влияние свободных трансграничных потоков капитала на экономический рост зависит от конкретных предпосылок.

Много стран развивающихся все еще ниже необходимого уровня финансового развития, чтобы противостоять скачкам движения капитала. В стране со слаборазвитой финансовой системой иностранный капитал направляется в активы, которые не пользуются международным спросом, и на мелкие фондовые рынки.

Финансовая открытость оказывала положительное влияние на экономический рост только в тех странах, которым удалось избежать негативного влияния финансовых кризисов, а также которые сформировали сильные институты и хорошо развитые финансовые системы. Медленные экономические реформы неблагоприятны для ПИИ и других потоков. Другими словами, внешние привлечения инвестиций не могут обеспечить позитивное воздействие при отсутствии других предпосылок.

Кроме того, необходимо четко определить иерархию потоков капитала. Меры по либерализации движения капитала должны базироваться на политике поощрения притока долгосрочного капитала. Целесообразно либерализовать приток капитала перед либерализацией оттока, а потоки долгосрочного капитала необходимо либерализовать перед краткосрочными.

Проанализированный опыт других стран указывает на то, что темпы проведения либерализации должны быть определены, исходя из степени готовности инфраструктуры финансовой системы, как только будут достигнуты значительные успехи в реформе финансового сектора.

Литература

1. Mouna Gammoudi and Mondher Cherif Capital Account Openness, Political Institutions and FDI in the MENA Region: An Empirical Investigation Discussion Paper No. 2015–10 / February 18, 2015. — 24 p. [Электронный ресурс]. — Доступно с: <<http://www.economics-ejournal.org/economics/discussionpapers/2015-10>>.
2. Lúcio Vinhas de Souza Financial Liberalization and Business Cycles: The Experience of Future EU Member States in the Baltics and Central Eastern Europe / Kiel Institute for World Economics // March 2004. — 38 p. [Электронный ресурс]. — Доступно с: <<http://econwpa.repec.org/eps/if/papers/0403/0403009.pdf>>.
3. Mr. Shk Iqim Cani, Ms. Diana Shtylla 4th Conference of Bank of Albania «Albanian economy: performance and policy challenges» / September 11–12, 2003. — 20 p. [Электронный ресурс]. — Доступно с: <https://www.bankofalbania.org/web/pub/cani_liberalizimi_konf4saranda_ang_844_1.pdf>.
4. The liberalization and management of capital flows: an institutional view / IMF / November 14, 2012. — 48 p. [Электронный ресурс]. — Доступно с: <<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/111412.pdf>>.
5. S.J. Patabendige1 and S.A.C.L. Senarath Financial Liberalization: A Sri Lankan Experiences / Kelaniya Journal of Management, Vol. 3 No. 2, July-December 2014. — 27 p. [Электронный ресурс]. — Доступно с: <http://www.researchgate.net/publication/277964829_Financial_Liberalization_The_Correct_Sequence_A_Sri_Lankan_Experience>.
6. Zsófia Árvai Capital Account Liberalization, Capital Flow Patterns, and Policy Responses in the EU's New Member States / IMF, November 2005. — 42 p. [Электронный ресурс]. — Доступно с: <<https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2005/wp05213.pdf>>.
7. Maria-Lenuța Financial liberalization and the impact on financial market / PH.D. Thesis — Summary, 2012. — 50 p. [Электронный ресурс]. — Доступно с: <http://doctorat.ubbcluj.ro/sustinerea_publica/rezumat/2012/finante/Ulici_Maria_EN.pdf>.
8. Central, Eastern, and Southeastern Europe Regional Economic Issues // May 2015 [Электронный ресурс]. — Доступно с: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/reo/2015/eur/eng/pdf/REI0515.pdf>>.
9. Hagen, Jürgen, and Iulia Siedschlag Managing Capital Flows: Experiences from Central and Eastern Europe / ADBI Discussion Paper 103. // 2008 [Электронный ресурс]. — Доступно с: <<http://www.adbi.org/discussionpaper/2008/04/18/2527.managing.capital.flows.europe>>.
10. Chandan Sinha and Narayan Chandra Pradhan India's financial openness and integration with Southeast Asian countries: an analytical perspective [Электронный ресурс]. — Доступно с: <<http://www.bis.org/publ/bppdf/bisrap42g.pdf>>.
11. Lane, Phillip R and Sergio L Schmukler: «The international financial integration of China and India», World Bank Working Papers, № 4132, February. — 55 p. [Электронный ресурс]. — Доступно с: <<https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/7168/wps4132.pdf?sequence=1>>.
12. Rashmi Banga and Abhijit Das Twenty years of India's liberalization: experiences and lessons // New York and Geneva, 2012. — 97 p. [Электронный ресурс]. — Доступно с: <http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/osg2012d1_en.pdf>.
13. Guo Kai and Alfred Schipke / PBC and IMF Joint Conference Financial Liberalization, Innovation, and Stability International Experience and Relevance for China. — 286 p. [Электронный ресурс]. — Доступно с: <<https://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2015/PBC/ebook.pdf>>.
14. Naoyuki Yoshino, Sahoko Kaji, and Tamon Asonuma Adjustments of Capital Account Restrictions and Exchange Rate Regimes in East Asia // ADBI Working Paper, № 518, March 2015. — 29 p. [Электронный ресурс]. — Доступно с: <<http://www.adb.org/sites/default/files/publication/159838/adbi-wp518.pdf>>.