Введение ограничений движения капиталов – альтернативы нет

Татьяна Куликова

Эксперт-экономист

Весной этого года в статье «Ограничение трансграничного движения капитала – реабилитация состоялась» (za-nauku.ru, 08.04.2014) я обосновывала необходимость введения в России элементов контроля капитального счета торгового баланса (коротко: *капитальный контроль*). Иначе обеспечить стабильность валютного курса возможно только ценой ужесточения денежно-кредитной политики (ДКП), что крайне негативно отражается на экономике. К сожалению, жизнь с избытком подтвердила мои опасения: даже ценой значительного ужесточения ДКП (с февраля нынешнего года ключевая ставка ЦБ постепенно увеличилась на 5 процентных пунктов – с 5.5% до 10.5%, а 16 декабря скакнула до 17%) Центробанк не может остановить обвальное падение рубля. Так что теперь тема введения капитального контроля актуальна как никогда.

Попробуем сначала разобраться в логике действий Центробанка.

Еще в 2013 году в рамках своей долгосрочной стратегии развития финансового рынка Банк России планировал с начала 2015 года перейти к свободно плавающему курсу рубля, т.е. полностью отказаться от его поддержки (допускается лишь возможность разовых интервенций в исключительных случаях). В основе этого решения лежит неолиберальный тезис о том, что при свободном движении капитала свободно плавающий курс «абсорбирует» внешние шоки и тем самым защищает от них экономику. Этот тезис, в свою очередь, основан на классической теории о «невозможной троице» (impossible trinity) или, как ее еще называют, трилемме[[1]](#endnote-1). Эта теория утверждает, что следующие три цели *не могут быть достигнуты одновременно*:

1. свободное трансграничное движение капитала;
2. независимая денежно-кредитная политика;
3. фиксированный (или управляемый) валютный курс.

Иными словами, необходимо отказаться от одной из указанных трех целей.

Отказ от свободного движения капитала в современной России невозможен по идеологическим соображениям (это решение принято не на уровне Центробанка, а на уровне правительства и президента, но ЦБ активно поддерживает это решение). Поэтому ЦБ должен выбирать, что важнее: стабильный курс валюты или независимая ДКП.

Иными словами, управляемый валютный курс в условиях отсутствия ограничений на движение капитала может существовать только за счет того, что ДКП будет подчинена цели управления курсом: когда курс национальной валюты падает, поддержать его может только ужесточение ДКП, и наоборот. (Поддержать валюту можно также интервенциями, но только в краткосрочном аспекте, так как для этого нужны резервы, а они всегда ограничены.) А вот отказ от управляемого курса валюты позволяет вести независимую ДКП, т.е. нацелить ДКП на ее основные цели – например, таргетирование инфляции и/или стимулирование экономического роста. Именно такой выбор пути в классической трилемме и делают развитые капиталистические страны и, следуя их примеру, наш Центробанк.

И решение прекратить поддержку рубля, не дожидаясь 2015 года, в этой логике выглядит абсолютно правильно: интервенции лишь отсрочили бы неизбежное падение рубля, но резервы ЦБ при этом бы израсходовались.

Однако логика действий ЦБ не учитывает простого факта: что хорошо для стран с развитыми финансовыми рынками и избытком капитала, не обязательно подходит таким странам как Россия – особенно когда против нее ведется экономическая война.

Дело в том, что мировой кризис 2008 года наглядно продемонстрировал, что свободное плавание национальной валюты в современном глобальном мире уже не может защитить экономику от внешних шоков, так как колебания курса могут быть столь мощными и резкими, что сами становятся причиной дестабилизации всей финансовой системы страны. Это происходит потому, что при сегодняшнем уровне взаимосвязи финансовых систем основной вклад в рост и падение финансовых рынков по всему миру вносит не макроэкономическая ситуация в соответствующей стране, а ДКП в центре финансовой системы – т.е. в США и до некоторой степени в других развитых странах – которая порождает мощнейшие трансграничные потоки спекулятивного капитала. Поэтому страны, находящиеся на периферии мировой финансовой системы, даже при свободно плавающем курсе *не могут* *иметь независимую ДКП при свободном движении капитала*. Таким образом, для них вместо классической «трилеммы» имеет место «дилемма»: либо свободное движение капитала, либо независимая ДКП[[2]](#endnote-2).

Сейчас в США идет постепенное сворачивание политики количественного смягчения, поэтому спекулятивный капитал уходит с развивающихся рынков и возвращается в США, в результате чего валюты большинства развивающихся стран в большей или меньшей степени обесцениваются относительно доллара. Действие этого «глобального» фактора в отношении России в последнее время усугубляется дополнительными факторами, затрагивающими прежде всего Россию. Это резкое падение мировых цен на нефть, западные санкции, а также геополитические риски. Добавим сюда общую макроэкономическую слабость российской экономики, продолжающуюся экономическую стагнацию и тот факт, что в преддверии текущего валютного кризиса рубль был несколько переоценен относительно других валют (курс рубля несколько лет был стабилен, а инфляция в России значительно превышала инфляцию в США и Еврозоне). Совокупность указанных факторов оказывает сильнейшее понижательное давление на рубль и, тем самым, делает российскую валюту крайне уязвимой для спекулятивных атак.

И эти атаки не заставили себя долго ждать… По-видимому, первыми начали играть против рубля западные хедж-фонды, причем их действия были продиктованы не только и не столько желанием заработать, но и «государственным заказом» со стороны властей западных стран, желающих экономически наказать Россию за ее независимую геополитику. Но даже если начало спекулятивной атаке положили западные игроки, то наши «участники финансового рынка» тоже в стороне не остались и к этой атаке присоединились. А затем и население подтянулось – со своими скромными сбережениями…

В результате всего этого спекулятивная атака против рубля набрала такую силу, что никакие инструменты денежно-кредитной политики не приносят никакого результата вообще. Даже беспрецедентно резкое повышение учетной ставки с 10.5 до 17%, проведенное в ночь на 16 декабря, не замедлило падение рубля: 16 декабря доллар пробил отметку 80 руб./долл., а евро в моменте достигал психологически важной отметки 100 руб./евро. (После этого произошла некоторая коррекция, которую аналитики объясняют[[3]](#endnote-3) интервенциями ЦБ, а также продажей валюты Минфином[[4]](#endnote-4). Но радоваться здесь пока нечему: объем наших золотовалютных резервов только кажется значительным и сопоставим с объемом корпоративного внешнего долга.)

И не надо утешать себя мыслью, что рубль в итоге нащупает равновесный курс и стабилизируется – пусть даже и на очень низком уровне. К сожалению, у России сейчас есть все предпосылки к скатыванию в инфляционно-девальвационную спираль. Говоря упрощенно, механизм этой спирали выглядит так. Девальвация национальной валюты с некоторым лагом приводит к повышению потребительских цен, причем этот эффект особенно силен в импорто-зависимых экономиках – таких как Россия. В результате различие в уровнях инфляции в России, с одной стороны, и в США и Евросоюзе, с другой, – будет увеличиваться. А это будет двигать «равновесный» номинальный курс рубля (относительно доллара и евро) все ниже и ниже, и девальвация рубля будет продолжаться.

Этот эффект будет усугубляться еще и тем, что при столь высокой ключевой ставке (пусть даже и с некоторыми элементами льготного целевого финансирования) у России есть все шансы скатиться из стагнации в рецессию, так как повышение ключевой ставки не может не транслироваться в повышение ставок кредитования конечных заемщиков, т.е. реального сектора экономики.

Таким образом, введение ограничений на движение капитала представляется неизбежным. То есть, говоря в терминах приведенной выше «трилеммы», следует отказаться от свободного движения капитала ради стабильного (предсказуемого, оптимального для экономики) курса валюты и денежно-кредитной политики, направленной на решение экономических задач (а не задачи поддержания курса).

И не надо бояться, что иностранные инвестиции перестанут к нам приходить: от прихода краткосрочного спекулятивного капитала больше вреда, чем пользы. Такой капитал не направляется в реальный сектор экономики, а лишь создает пузыри на рынках активов, которые лопаются, когда потоки спекулятивного капитала меняют направление. Так что единственным результатом таких «иностранных инвестиций» бывает финансовая дестабилизация в тех странах, куда эти инвестиции «заходили в гости». А что касается прямых иностранных инвестиций в реальный сектор экономики, для них можно предусмотреть особые условия и гарантии.

Многие страны, причем не только развивающиеся, но и некоторые страны Запада, прибегали к ограничению движения капитала в кризисных ситуациях, а также при проведении ускоренной индустриализации (подробнее см. уже упоминавшуюся статью «Ограничение трансграничного движения капитала – реабилитация состоялась», а также мою статью «Финансовые аспекты японского экономического чуда – уроки для России», kprf.ru, 07.04.2014). В отличие от России, большинство наших партнеров по БРИКС в настоящее время имеют те или иные элементы валютного и капитального контроля.

Международный опыт дает массу примеров инструментов капитального и валютного контроля. Например:

* макропруденциальные меры, такие как повышение требований по резервированию для банков (резервы в рублях, поэтому банки повысят свой спрос на рубли) или ограничения на структуру их балансов;
* обязательная продажа валютной выручки (или ее части) экспортерами;
* налог на трансграничные потоки капитала;
* для иностранных портфельных инвестиций ограничение на вывод средств, пробывших в стране менее года;
* ограничения на инвестиции за рубеж (например, для инвестиций свыше какого-то потолка должно требоваться разрешение регулирующего органа; оно дается, только если указанные инвестиции способствуют выполнению государственных задач – например, способствуют экспорту российских товаров или импорту необходимого оборудования и технологий);
* ограничения на вывоз наличной валюты гражданами.

Вопрос о том, какие именно меры выбрать из всего арсенала мер, предоставляемых международной практикой, требует дополнительной проработки с учетом анализа их эффективности и побочных эффектов, поэтому он выходит за рамки данной статьи. Однако здесь стоит отметить, что к вопросу об ограничениях на вывоз валюты для физических лиц надо подходить с большой осторожностью. Я бы не рекомендовала использование этой меры, поскольку это породит излишний ажиотаж и социальную напряженность – без заметного экономического эффекта. На мой взгляд, возможно лишь ограничение с достаточно большим пределом отсечения, т.е. ограничение, которое заведомо не будет затрагивать подавляющее большинство простых граждан. Например, запрет на вывоз гражданами валюты свыше 75 тыс. долл. в год – как это было сделано в Индии летом 2013 года.

Итак, резюмируя сказанное: в России необходимо вводить контроль над трансграничным движением капитала, а также расширять и совершенствовать валютный контроль. Это надо было делать уже давно – как только появились признаки надвигающейся рецессии и геополитической напряженности – для того, чтобы создать условия для смягчения денежно-кредитной политики. А сейчас – в условиях панического бегства капитала из России и спекулятивных атак на рубль – введение капитального контроля абсолютно необходимо. И нечего бояться отпугнуть потенциальные иностранные инвестиции – их объем и так незначителен и не критичен для нашей экономики.

1. Maurice Obstfelt, Jay C. Shambaugh, Alan M. Taylor. *The Trilemma in History: Tradeoffs among Exchange Rates, Monetary Policies, and Capital Mobility*, NBER Working Paper 10396, March 2004 [↑](#endnote-ref-1)
2. Hélène Rey. *Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy independence*. Можно найти на сайте Федерального резервного банка Канзаса: kc.frb.org.

Основной вывод автор статьи формулирует так: *независимая денежно-кредитная политика возможна тогда и только тогда, когда капитальный счет* [*платежного баланса*] *контролируется – либо напрямую, либо косвенно через макропруденциальные меры.*  [↑](#endnote-ref-2)
3. См. «Нерезиденты играют против рубля» // Expert Online, 16 декабря 2014. (На момент написания этой статьи – 17.12.2014 – официальные данные о валютных интервенциях Центробанка за 16 декабря еще не были опубликованы.) [↑](#endnote-ref-3)
4. Новости, Первый канал, 17.12.2014, http://www.1tv.ru/news/economic/274056. [↑](#endnote-ref-4)