

DOI: 10.26794/2220-6469-2018-12-4-46-56  
УДК 339.72(045)  
JEL F30, F32



## Современные тенденции динамики международных потоков капитала

**М.Ю. Головин,**

Институт экономики РАН,  
Москва, Россия,  
<http://orcid.org/0000-0001-6687-0744>

**С.А. Никитина,**

Институт экономики РАН,  
Москва, Россия,  
<https://orcid.org/0000-0003-3795-6973>

### АННОТАЦИЯ

Глобальный экономический и финансовый кризис 2007–2009 гг. оказал разрушительное воздействие на международные потоки капитала. Оценка их динамики в последнее десятилетие свидетельствует, что по отдельным направлениям (например, объем обращающихся международных долговых ценных бумаг) предкризисные показатели были превышены, по ряду направлений они были почти достигнуты (потоки прямых иностранных инвестиций, совокупная капитализация мирового фондового рынка). Международное банковское кредитование пока существенно отстает от предкризисных значений. В ведущих мировых экономиках трансграничные потоки капитала относительно ВВП существенно снизились по сравнению с 2007 г. При возобновлении нарастания глобальных дисбалансов между сбережениями и инвестициями изменилась их структура по странам, и ключевую роль в них теперь играют развитые страны. В структуре международных потоков капитала основной сдвиг произошел от прочих к портфельным инвестициям при некотором увеличении роли прямых инвестиций. Существенное влияние на международные потоки капитала оказала проводившаяся в США и проводимая в настоящее время в еврозоне политика «количественного смягчения». В целом при положительных тенденциях в международном движении капитала в 2017–2018 гг. начинают проявляться новые угрозы для их развития, прежде всего в странах с формирующимися рынками.

**Ключевые слова:** международные потоки капитала; глобальные дисбалансы; мировой экономический и финансовый кризис 2007–2009 гг.; мировые финансовые рынки

*Для цитирования:* Головин М.Ю., Никитина С.А. Современные тенденции динамики международных потоков капитала. *Мир новой экономики.* 2018;12(4):46–56. DOI: 10.26794/2220-6469-2018-12-4-46-56

## Current Trends in the Dynamics of International Capital Flows

**M. Yu. Golovnin,**

Institute of Economics RAS,  
Moscow, Russia,  
<http://orcid.org/0000-0001-6687-0744>

**S.A. Nikitina,**

Institute of Economics RAS,  
Moscow, Russia,  
<https://orcid.org/0000-0003-3795-6973>

### ABSTRACT

Global economic and financial crisis 2007–2009 had a devastating effect on international capital flows. An assessment of their dynamics over the past decade shows that in certain fields (for example, the volume of international debt securities circulating) the pre-crisis indicators were exceeded, in a number of areas they are close to the pre-crisis level (foreign direct investments, total capitalization of the world stock market), international bank lending remains significantly behind the pre-crisis values. In the leading world economies cross-border capital flows relative to GDP significantly



decreased compared to 2007. Global imbalances between savings and investments continued to grow, though their structure by countries changed, and now developed countries play a key role in them. In the structure of international capital flows the main shift occurred from the other to portfolio investment, with a slight increase in the role of direct investment. The “quantitative easing” policy in the USA and euro zone has had a significant impact on international capital flows. With generally positive trends in international capital movements in 2017–2018, new threats to their developments are beginning to emerge, primarily in countries with emerging markets.

**Keywords:** international capital flows, global imbalances, global economic and financial crisis of 2007–2009, international financial markets

**For citation:** Golovnin M. Yu., Nikitina S.A. Current trends in the dynamics of international capital flows. *Mir novoj ekonomiki = World of the new economy*. 2018;12(4):46-56. (In Russ.). DOI: 10.26794/2220-6469-2018-12-4-46-56

## ОБЩИЕ ТЕНДЕНЦИИ РАЗВИТИЯ МЕЖДУНАРОДНЫХ ПОТОКОВ КАПИТАЛА

Мировой экономический и финансовый кризис 2007–2009 гг. привел к значительным изменениям в мировой экономике в целом и, в частности, к изменениям в международном движении капиталов, являющемся одной из движущих сил финансовой глобализации. Не случайно во время и после кризиса возникли дискуссии относительно того, насколько оправданной можно считать характеристику текущих процессов как процессов глобализации. На это можно ответить, что динамика глобализации всегда была неоднородной [1].

В период, предшествующий мировому экономическому и финансовому кризису, — 2003–2007 гг. — наблюдался значительный рост международных потоков капитала, вызванный высокими темпами экономического роста, низкими процентными ставками в начале 2000-х гг., возросшей склонностью к риску международных инвесторов.

Статистика международных потоков капитала свидетельствует об их резком спаде в большинстве крупнейших мировых экономик (рис. 1) в результате глобального кризиса и нестабильной динамики в течение последующих десяти лет<sup>1</sup>. К схожим выводам на основе анализа статистики глобальных потоков капитала приходят С. Лунд и Ф. Эрле, которые оценивают нынешний их уровень как сопоставимый с уровнем конца 1990-х гг. [2, р. 43].

Резкое сокращение потоков капитала во время кризиса сопровождалось падением нормы сбе-

режения в мировой экономике (рис. 2), которая восстановилась в посткризисный период на более высоком уровне и стабилизировалась на отметке 26–27% ВВП в 2012–2017 гг. Однако далеко не все эти сбережения размещались за пределами национальных экономик.

Глобальные дисбалансы (между инвестициями и сбережениями<sup>2</sup>) называют одной из проблем, приведших к мировому финансовому кризису, которая статистически отражается в показателе сальдо текущего счета платежного баланса (рис. 3). Размер дисбалансов текущего счета действительно достиг максимальных значений к началу мирового экономического и финансового кризиса. Однако сам кризис привел к снижению остроты данной проблемы, а во время посткризисного периода (хотя распространение дисбалансов возобновилось) состав ключевых участников с обеих сторон несколько изменился. Если основной страной с дефицитом текущего счета платежного баланса по-прежнему оставались США, то страны Еврзоны, которые в 2008 г. демонстрировали значительное отрицательное сальдо текущего счета платежного баланса начиная с 2012 г., превратились в одного из крупнейших экспортеров капитала в мировой экономике. Доля Китая, достигшая максимума среди стран и регионов, обеспечивавших положительное сальдо в 2009 г. на пике кризиса (45%), снизилась к 2017 г. до 18,8%. Помимо Еврзоны, его обошла по этому показателю Япония. После падения цен на нефть на мировых рынках в 2014–2015 гг. страны Ближнего Востока и Северной Африки перешли в категорию стран с отрицательным сальдо текущего счета платежного баланса, хотя к 2017 г. отрицательное сальдо в этой группе стран сократилось. В результате доля США среди

<sup>1</sup> Мы рассчитываем валовые трансграничные потоки капитала как сумму активов и пассивов основных статей финансового счета платежного баланса (прямые, портфельные и прочие инвестиции) по модулю и рассматриваем их в отношении к национальному ВВП, выраженному в долларах США по текущему валютному курсу.

<sup>2</sup> Существуют и более широкие определения глобальных дисбалансов. См., например, [3].



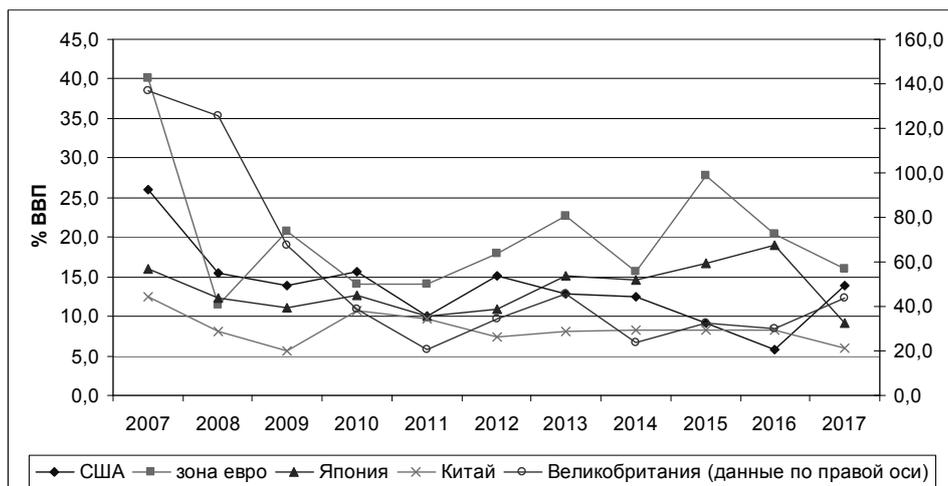


Рис. 1 / Fig 1. Валовые трансграничные потоки капитала в ведущих мировых экономиках / Gross cross-border capital flows in the world's leading economies

Источник / Source: расчеты на основе данных национальных платежных балансов. (<http://data.imf.org/regular.aspx?key=61468207>) / Authors' calculations based on the national balance of payments data (<http://data.imf.org/regular.aspx?key=61468207>).

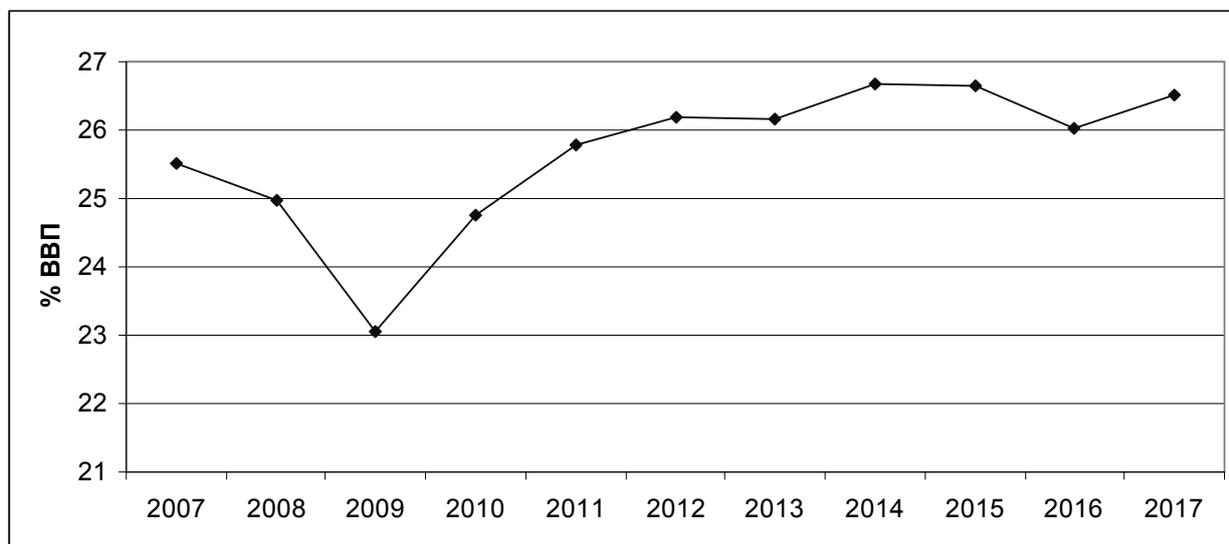


Рис. 2 / Fig. 2. Норма сбережений в мировой экономике / Saving rate in the world economy

Источник / Source: база данных World Economic Outlook as of October 2018 (<https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2018/02/weodata/index.aspx>) / A dataset of the World Economic Outlook as of October 2018 (<https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2018/02/weodata/index.aspx>).

стран с отрицательным сальдо текущего счета платежного баланса снизилась с 85% в 2007 г. до 50–60% в 2013–2016 гг. и лишь в 2017 г. вновь существенно повысилась до 71%.

Изменение структуры глобальных дисбалансов по сравнению с докризисным периодом, связанное с переносом основной нагрузки «положительной» их части на развитые страны (Еврозона и Япония) повышает устойчивость новой структуры и возможность ее урегулирования. Однако если переходить к деталям, то озабоченность вызывает волатильность сальдо текущего счета

в странах с формирующимися рынками. Кроме того, накопление дисбалансов развитыми странами, которые (за исключением Японии) не занимаются активным регулированием валютного курса, свидетельствует о том, что гибкие валютные курсы не являются эффективным механизмом устранения неравновесия, по крайней мере, в краткосрочном периоде [4, р. 9].

Прошедшее десятилетие, помимо глобального экономического и финансового кризиса, было отмечено серией других потрясений, повлиявших на международное движение капитала



Рис. 3 / Fig. 3. Сальдо текущего счета платежного баланса / Current account balance of the balance of payments

Источник / Source: данные World Economic Outlook as of April 2018 (<https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2018/01/weodata/index.aspx>) / A dataset of the World Economic Outlook as of October 2018 (<https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2018/01/weodata/index.aspx>).

в отдельных регионах: европейский долговой кризис (2010–2013 гг.), падение цен на нефть на мировых рынках (2014–2015 гг.), замедление китайской экономики (с 2012 г.) и др. Все они в той или иной степени повлияли на динамику глобальных потоков капитала и их структуру (по сегментам и странам).

### СТРУКТУРА МЕЖДУНАРОДНЫХ ПОТОКОВ КАПИТАЛА

Потоки прямых инвестиций, как и совокупные трансграничные потоки капитала, испытали существенный спад в 2008–2009 гг. после пика, достигнутого ими в 2007 г. Последующее восстановление потоков происходило существенно меньшими темпами, чем предкризисный рост, а в 2013–2014 гг. мировые потоки прямых инвестиций испытали очередной спад. В результате показатель 2016 г. (если оценивать по притокам капитала) был все еще на 11,6% ниже показателя 2007 г., хотя и превышал показатель 2006 г. [5, р. 2, 222].

Наибольшее сокращение среди направлений потоков капитала в посткризисный период испытало банковское кредитование, главным обра-

зом за счет сокращения внешнего кредитования банками Еврозоны и отчасти — американскими банками. В то же время некоторые страны существенно нарастили объемы трансграничного кредитования — в частности Китай, Япония, Канада [6, р. 44].

Объем международных долговых ценных бумаг к погашению вырос с конца 2007 по конец 2017 г. на 29,6%. При этом тенденция к росту не была однонаправленной — резкий рост показателя наблюдался в 2009 и 2017 гг., тогда как в 2014–2015 гг. рынок международных долговых ценных бумаг сокращался. На этом рынке доминируют развитые страны, доля которых на конец 2017 г. составляла 72,4%, однако она существенно снизилась по сравнению с концом 2007 г. (83%)<sup>3</sup>. За период с конца 2007 по конец 2016 г. государственный долг стран с формирующимися рынками увеличился более чем в два раза. Однако необходимо отметить, что основную часть этого долга составляют обязательства в национальной валюте — на конец 2016 г. только

<sup>3</sup> Рассчитано на основе данных Банка международных расчетов (<http://stats.bis.org/statx/srs/table/c1?p=20074&c=>).



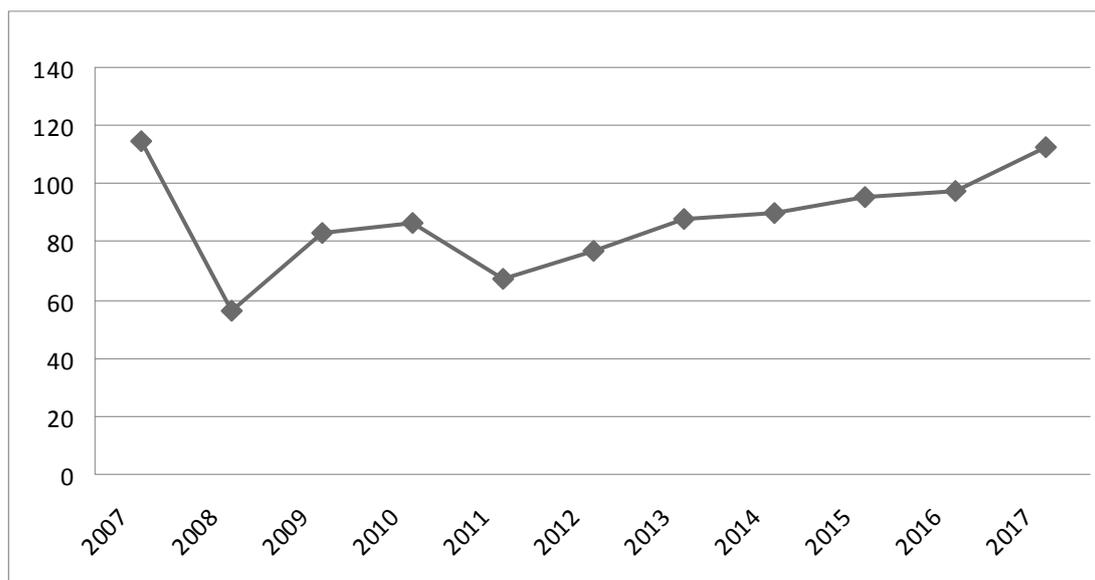


Рис. 4 / Fig. 4. Капитализация мирового фондового рынка (в % от ВВП) /  
Capitalisation of the world stock market (% of GDP)

Источник / Source: данные Всемирного банка (<https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS>) / A dataset of the World Bank (<https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS>).

14% государственных заимствований осуществлялось в иностранной валюте или было привязано к валютному курсу [7, р. 22]. Таким образом, наиболее перспективным сегментом являются международные долговые ценные бумаги стран с формирующимися рынками, номинированные в их национальных валютах. Расширение этого сегмента позволит усилить позиции национальных валют данной группы стран на мировом валютном рынке.

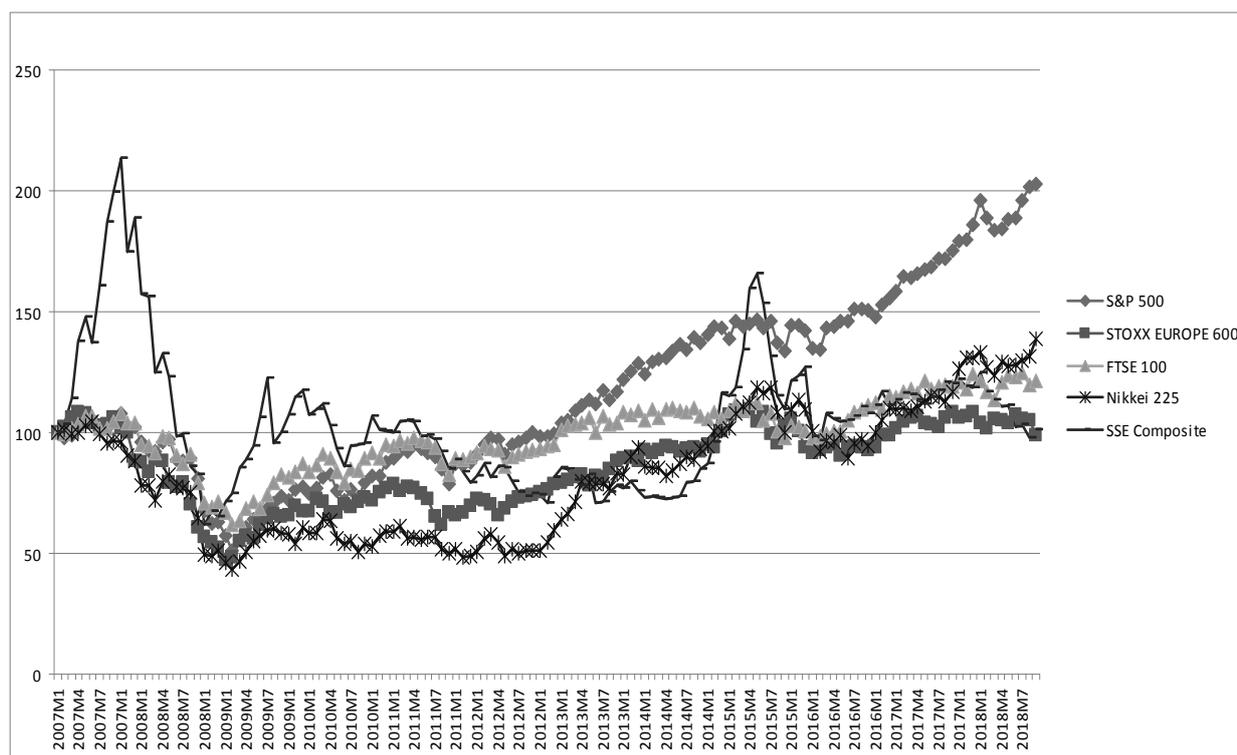
Мировой рынок акций после резкого падения в результате глобального экономического и финансового кризиса также постепенно восстанавливался в течение последнего десятилетия, к 2017 г. относительные показатели его капитализации (по сравнению с ВВП) приблизились к докризисным (рис. 4).

При этом различные ведущие фондовые рынки, хотя в целом демонстрировали схожую динамику, отличались как по темпам роста, так и по уровню волатильности (рис. 5). Наиболее высокие темпы роста демонстрировал фондовый рынок США, в связи с чем многие аналитики высказывают мнение относительно возможного образования на нем «пузыря». Фондовый рынок Китая отличался высокой волатильностью. Резкий рост фондовых индексов Китая и последующее столь же резкое падение (происходившие с конца 2014 по начало 2016 г.) отразились на динамике мировых финансовых и товарных рынков.

Таким образом, можно говорить о восстановлении мировых рынков ценных бумаг после глобального экономического и финансового кризиса, хотя на сегментах, связанных с разными инструментами и разными странами, динамика отличалась. О продолжении процессов глобализации, в частности, свидетельствуют следующие данные: если в 2000 г. 17% всего объема акций в мире находилось в руках иностранцев, то в 2016 г. — 27%, для облигаций соответствующие показатели составляли 18 и 31% соответственно [6, р. 44].

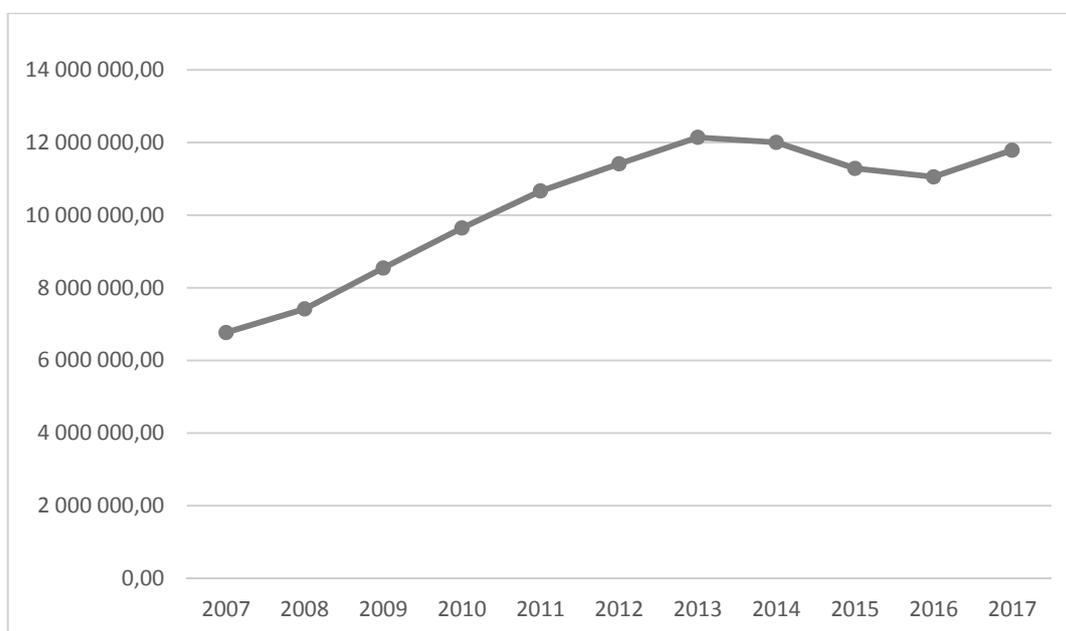
Отдельным направлением трансграничного движения капитала, которое требует особого рассмотрения, является накопление международных валютных резервов, напрямую связанное с проведением национальной валютной политики. Активное регулирование валютных курсов странами с формирующимися рынками привело к значительному накоплению ими валютных резервов перед глобальным экономическим и финансовым кризисом: на конец 2007 г. на них приходилось 62,8% мировых валютных резервов (за вычетом золота)<sup>4</sup>. После некоторого замедления накопления резервов во время глобального экономического и финансового кризиса их рост продолжился в последующие годы вплоть до 2013 г. (рис. 6).

<sup>4</sup> Рассчитано на основе <http://data.imf.org/regular.aspx?key=61545869>.



**Рис. 5 / Fig 5. Динамика отдельных фондовых индексов (январь 2007 = 100) / Dynamics of some stock indices (January 2007 = 100)**

Источник / Source: расчеты на основе данных yahoo.finance / calculations based on data from yahoo.finance.



**Рис. 6 / Fig. 6. Объем валютных резервов (без учета золота) в мировой экономике (на конец соответствующего года, млн долл.) / Foreign exchange reserves (excluding gold) in the world economy (at the end of the year, \$US million)**

Источник / Source: данные Международного валютного фонда (<http://data.imf.org/regular.aspx?key=61545869>) / Data from the International Monetary Fund (<http://data.imf.org/regular.aspx?key=61545869>).



Однако в 2014–2016 гг. впервые наблюдалось сокращение мировых валютных резервов. Оно пришлось на период падения цен на нефть на мировом рынке, и страны — экспортеры нефти действительно поддерживали курсы своих валют путем интервенций (так произошло сокращение валютных резервов в Саудовской Аравии, России и некоторых других странах-экспортерах), но основное влияние на падение мировых валютных резервов оказал Китай. При сокращении мировых валютных резервов с конца 2014 по конец 2016 г. на 950,2 млрд долл. валютные резервы Китая за тот же период упали на 829,4 млрд долл. В этот период Китай сдерживал давление на валютный курс юаня в сторону его снижения. Рост мировых валютных резервов возобновился в 2017 г., и по итогам этого года они приблизились к отметке 2013 г.

Как уже говорилось выше, все ведущие страны — участницы международного движения капиталов столкнулись с существенным сокращением трансграничных потоков капитала по сравнению с докризисным 2007 г. и последующим их неравномерным восстановлением. Между тем зачастую изменения происходили не только в масштабах, но и в структуре потоков.

В США в 2017 г., как и в 2007 г., основным источником притока капитала продолжали оставаться портфельные инвестиции (на них приходилось 52,8 и 52%<sup>5</sup> от общего объема пассивных статей финансового счета платежного баланса соответственно), но при этом возросла роль прямых инвестиций за счет прочих. Отток капитала в 2017 г. также шел по линии портфельных инвестиций, тогда как в 2007 г. лидировали потоки прочих инвестиций, а доля прямых инвестиций осталась примерно на прежнем уровне.

В Еврозоне лидерство как в притоке, так и в оттоке капитала перешло от прочих инвестиций в 2007 г. к портфельным инвестициям в 2017 г., при этом доля прямых инвестиций также несколько снизилась. С 2012 г. зона евро стала чистым экспортером капитала, причем в 2012–2013 гг. и 2015 г. происходил вывод из нее ранее сделанных вложений по линии прочих инвестиций. Таким образом, мы наблюдаем подтверждение тезиса о сокращении потоков

международного банковского кредитования за счет стран Еврозоны.

В Великобритании прочие инвестиции играли до кризиса преобладающую роль как в притоке (71,2%), так и в оттоке (68,9%) капитала. К 2017 г. структура потоков капитала несколько выровнялась. В оттоке капитала существенно повысилась доля прямых инвестиций (с 18,4 до 28,4%), а в притоке — портфельных инвестиций (с 19,3 до 31,6%).

Для Японии свойственна высокая волатильность структуры трансграничных потоков капитала в динамике. В явном виде прослеживается лишь рост прямых инвестиций за рубеж, которые в 2017 г. обеспечили 61,5% оттока капитала из страны (в 2007 г. — 16%). Приток капитала осуществлялся в основном по линии прочих или портфельных инвестиций, для 2017 г. было характерно абсолютное преобладание портфельных инвестиций (89,6%).

Китай стал активным участником на международном рынке капиталов. Хотя показатели относительной (по сравнению с ВВП) открытости его финансовой системы сокращаются (рис. 1), это связано в первую очередь с опережающим ростом ВВП. В структуре потоков капитала за 10 лет произошли существенные изменения, которые носят достаточно устойчивый характер. Если в 2007 г. Китай в основном привлекал капитал по линии прямых инвестиций (58,4%) и вывозил прочие инвестиции (87,7%), тогда как портфельные потоки в обе стороны были незначительны, то в 2017 г. структура потоков капитала была гораздо более сбалансированной. В первую очередь существенно выросли исходящие потоки прямых инвестиций. В абсолютном выражении они достигли пика в 2016 г. (216,4 млрд долл.), но и в 2017 г. их доля в оттоке капитала составляла 35,4% (2007 г. — 9,7%). Также существенно выросли потоки портфельных инвестиций, на которые приходилось в 2017 г. 38% оттока капитала и 26,8% притока капитала (в 2007 г. — 2,6 и 7,8% соответственно).

В целом в рамках глобальных потоков капитала в результате кризиса, как отмечают специалисты Европейского инвестиционного банка, произошел сдвиг от прочих инвестиций в сторону прямых и портфельных. Однако следует отметить, что авторы сопоставляют периоды 2005–2007 и 2012–2014 гг. [8, р. 17], а последние тенденции в международном движении капи-

<sup>5</sup> Здесь и далее расчеты осуществлялись авторами на основе данных национальных платежных балансов (<http://data.imf.org/regular.aspx?key=61468207>).

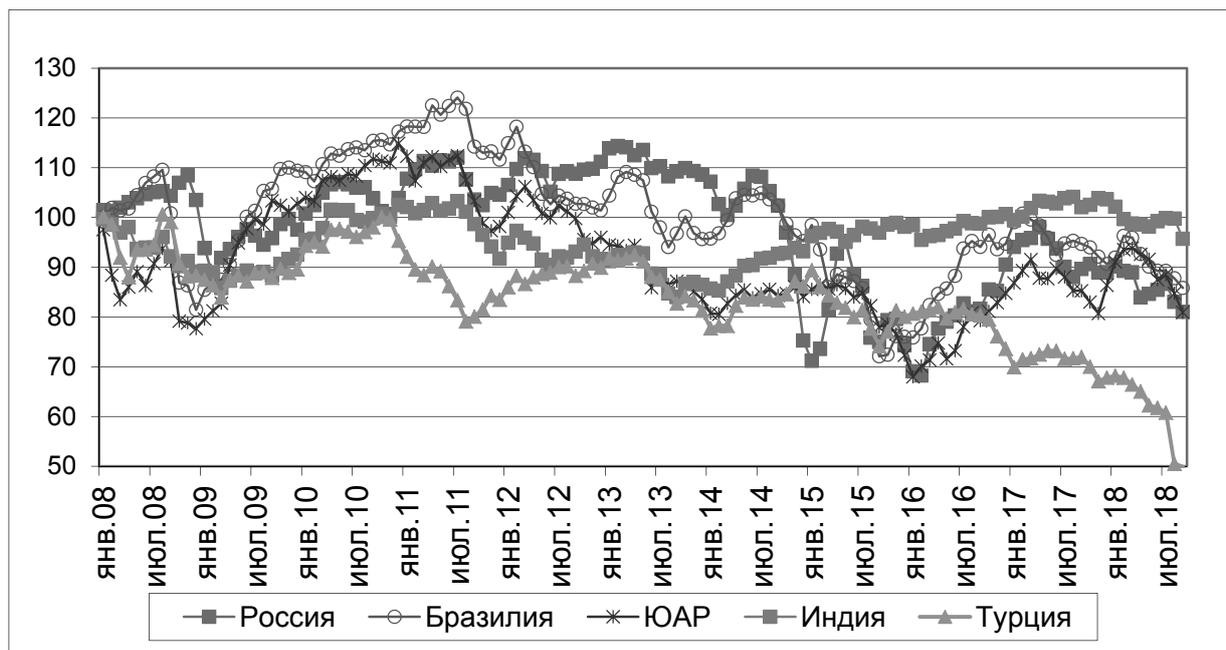


Рис. 7 / Fig. 7. Индекс реального эффективного курса в отдельных странах с формирующимися рынками (декабрь 2007 = 100) / Real effective exchange rate index in selected emerging markets (December 2007 = 100)

Источник / Source: расчеты на основе данных Банка международных расчетов (<https://www.bis.org/statistics/eer/broad1810.xlsx>) / Calculations based on the data of the Bank for International Settlements (<https://www.bis.org/statistics/eer/broad1810.xlsx>).

тала не нашли отражения в их исследовании. Проведенные нами расчеты, сопоставляющие структуру суммарных потоков капитала в 2007 и 2017 г. для США, Еврозоны, Великобритании, Японии и Китая, в целом подтверждают этот вывод. Однако сдвиг наблюдается скорее от прочих к портфельным инвестициям — как в структуре притока, так и в структуре оттока капитала. Тем не менее доля прямых инвестиций по обоим направлениям также выросла.

Однозначно интерпретировать эти данные, как это делают специалисты из Европейского центрального банка, в пользу повышения стабильности международных потоков капитала, на наш взгляд, преждевременно. Вряд ли портфельные инвестиции могут считаться более стабильными, чем прочие, хотя некоторый рост доли прямых инвестиций (с 25 до 30,1% в оттоке капитала и с 17,4 до 21,6% в притоке капитала) может все-таки определять определенный оптимизм.

### ВЛИЯНИЕ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ПОЛИТИКИ НА ДВИЖЕНИЕ КАПИТАЛОВ

Одним из важных факторов, повлиявших в рассматриваемый период на международные потоки капитала, стала денежно-кредитная по-

литика ведущих экономик (прежде всего, США, а также Экономического и Валютного союзов). Падение процентных ставок центрального банка на пике глобального экономического кризиса в конце 2008 — начале 2009 г. в США и ряде других развитых стран практически до нулевого уровня, при прочих равных условиях, снизило привлекательность вложений в активы этих стран. Однако на пике кризиса резко возросла премия за риск и неопределенность относительно перспектив вложений за рубежом, что привело к оттоку капитала в национальные юрисдикции, из которых он распространялся перед кризисом. Не случайно в 2008 г. в США и Великобритании ранее ушедшие за рубеж портфельные инвестиции, вернувшиеся в страну, превысили продолжавшийся вывоз капитала по этому каналу. После прохождения этого этапа в 2010 г. начался приток капитала, носившего, главным образом, краткосрочный характер, в страны с формирующимися рынками. Он вызвал повышение номинальных и реальных валютных курсов в этих странах (рис. 7).

Следующим событием в денежно-кредитной политике США, оказавшим значительное влияние на международные потоки капитала, стало объявление об отказе от политики «количественного

смягчения» в мае 2013 г. и последующее фактическое сворачивание этой политики (с октября 2013 по октябрь 2014 г.). Эти меры вызвали отток капитала из стран с формирующимися рынками и также повлияли на динамику курсов их валют (рис. 7). Интересно, что в современном мире, управляемом ожиданиями, само объявление об отказе от политики «количественного смягчения» до принятия каких-либо мер в ряде стран оказало большее воздействие на потоки капитала, чем последующие фактически применявшиеся Федеральной резервной системой (ФРС) меры.

Повышение процентных ставок в США, начавшееся в декабре 2015 г., когда был запущен процесс «нормализации» денежно-кредитной политики, не оказало сильного воздействия на мировые финансовые рынки. Между тем вторая составляющая процесса «нормализации» — постепенное сокращение баланса ФРС, которая была запущена в сентябре 2017 г., вызвала рост процентных ставок по облигациям и в конечном итоге привела к некоторому спаду на фондовом рынке страны в феврале-марте 2018 г. (см. рис. 5) [9, р. 3].

Очередное негативное воздействие на трансграничное движение капитала в странах с формирующимися рынками оказало проведение протекционистской политики США во внешней торговле в сочетании с продолжающейся «нормализацией» денежно-кредитной политики. «Волна» от сочетания этих мер накрыла формирующиеся рынки в августе-сентябре 2018 г. Свою роль здесь сыграли также продолжавшееся замедление китайской экономики и внутренние экономические проблемы Аргентины и Турции [10, р. 5].

Европейский центральный банк (ЕЦБ) — второй по значимости игрок в глобальной денежно-кредитной политике — начал проводить политику нулевых процентных ставок и «количественного смягчения» с запозданием по сравнению с большинством центральных банков развитых стран под воздействием последствий долгового кризиса в Еврозоне. В 2014–2015 гг. основная процентная ставка ЕЦБ приближалась к нулю, а в марте 2016 г. была установлена на нулевой отметке<sup>6</sup>. Одновременно были запущены программы покупки различных активов на баланс центрального банка: обеспеченных облигаций (третья программа покупки с октября 2014 г.), ценных бумаг, обеспе-

ченных активами (с ноября 2014 г.), государственных облигаций и иных облигаций, выпускаемых организациями общественного сектора (с марта 2015 г.), корпоративных облигаций (с июня 2016 г.)<sup>7</sup>. Политика Европейского центрального банка, направленная на поддержку внутреннего кредитования в Еврозоне, сократила объемы внешних кредитов банков и тем самым способствовала сокращению трансграничных потоков капитала [6, р. 44]. Она также привела к снижению доходности корпоративных и государственных облигаций и частичному замещению в качестве инвестора нерезидентов Европейским центральным банком [11, р. 19]. Таким образом, можно говорить об общем сдерживающем воздействии денежно-кредитной политики в Еврозоне на трансграничные потоки капитала в последние годы.

Глобальный экономический и финансовый кризис вызвал активизацию реформирования мировой финансовой системы под эгидой Группы-20. Принятые в рамках программы глобального реформирования меры в значительной степени повлияли на динамику и структуру международного движения капиталов. Основными направлениями реформы мировой финансовой системы, как известно, стали: преодоление процикличности в динамике мировых финансовых рынков, проблемы системно значимых финансовых институтов («слишком больших, чтобы обанкротиться»), контроль за рынком внебиржевых деривативов и «теневой» банковской системой (как наименее регулируемые элементы мировой финансовой системы), борьба с офшоризацией мировой экономики. Усиление регулирования отдельных сегментов мировых финансовых рынков в целом сдерживало развитие международных потоков капитала, но одновременно было направлено на улучшение их структуры.

Нестабильность трансграничных потоков капитала, во многом создавшая трудности в ряде экономик в рассматриваемое десятилетие, поставила на повестку дня проблему регулирования этих потоков. После общей тенденции либерализации трансграничных потоков капитала в 1990-е гг. и первой половине 2000-х гг. стали активно обсуждаться (в том числе и исследователями МВФ) возможные позитивные последствия от введения отдельных валютных ограничений

<sup>6</sup> [https://www.ecb.europa.eu/stats/policy\\_and\\_exchange\\_rates/key\\_ecb\\_interest\\_rates/html/index.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.en.html).

<sup>7</sup> <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>.

на международное движение капиталов. Теоретическим обоснованием для введения валютных ограничений может служить вероятность частичного преодоления ограничений «невозможной триады»; интернализация внешних эффектов, которые возникают, когда экономические агенты берут на себя избыточные риски, не обращая внимания на проблемы внешней финансовой стабильности [12]; снижение уровня риска в финансовой системе путем изменения временной структуры и состава притоков капитала [13, р. 6]. На практике страны с формирующимися рынками, вводя ограничения на трансграничное движение капитала, руководствовались, как правило, либо соображениями, связанными с потребностями регулирования валютного курса, либо макропруденциальными целями [14, р. 10].

В течение последнего десятилетия меры по ограничению трансграничного движения капитала вводились либо в ситуации притока спекулятивного капитала (как в Бразилии и в ряде стран Юго-Восточной Азии в результате действия эффекта «количественного смягчения» в США), либо значительного оттока капитала в кризисной ситуации (Исландия во время глобального экономического и финансового кризиса, Греция и Кипр во время долгового кризиса в Еврозоне, Аргентина и Украина в 2014 г.). Поскольку к настоящему времени действие и тех и других

факторов в острой форме завершилось, вновь преобладает тенденция к снятию валютных ограничений и либерализации потоков капитала [15, р. 33]. Но она может прерваться.

Несмотря на наличие позитивных тенденций в динамике международных потоков капитала, особенно в 2017–2018 гг., сохраняется ряд существенных рисков, способных повлиять на мировые финансовые рынки и вновь увеличить волатильность этих потоков. К числу подобных рисков относятся:

- неопределенность результатов процесса Брекзита (в том числе с точки зрения функционирования Лондона как мирового финансового центра);
- возможность усиления протекционизма в мировой торговле, который отразится и на международном движении капитала;
- влияние дальнейшей «нормализации» денежно-кредитной политики в США, которая с большой вероятностью может привести к росту курса доллара относительно других валют и ухудшению условий заимствования на мировых финансовых рынках [16];
- дестабилизация финансовых рынков в странах с формирующимися рынками под воздействием «эффекта заражения», например со стороны Турции и Аргентины (на фоне дальнейшего роста процентных ставок в США).

## БЛАГОДАРНОСТЬ

Статья выполнена при финансовой поддержке РФФИ в рамках научного проекта № 18–014–00032 «Новые факторы развития внешнеэкономических связей России: риски и возможности».

## FUNDING

The article was prepared with the financial support of the Russian Foundation for Basic Research in the framework of the research project No. 18–014–00032 “New factors in the development of Russia’s foreign economic relations: risks and opportunities”.

## СПИСОК ИСТОЧНИКОВ/REFERENCES

1. Головнин М. Финансовая глобализация и ограничения национальной денежно-кредитной политики. *Вопросы экономики*. 2007;(7):20–34.  
Golovnin M. Financial globalization and limitations of national credit and monetary policy. *Voprosy ekonomiki*. 2007;(7):20–34.
2. Lund S., Härtle P. Global Finance Resets. *Finance & Development*; 2017. December.
3. Сильвестров С. Н. Глобализация и глобальное регулирование: новейшие тенденции и вызовы для российской экономической политики. *Российский экономический журнал*. 2016;(3):62–91.  
Sil’vestrov S. N. Globalization and global regulation: The latest trends and challenges for Russian economic policy. *Rossiiskii ekonomicheskii zhurnal*. 2016;(3):62–91.
4. Clayes G., Demertzis M., Efstathiou K., Raposo I. G., Huettl P., Lehmann A. Analysis of developments in EU capital flows in the global context. Taking the perspective of the Capital Market Union. Bruegel

- Final Report. FISMA/2016/032/B 1/ST/OP. European Commission; 2017. November. URL: [http://bruegel.org/wp-content/uploads/2018/01/171215study-bruegel-capital-flows\\_en.pdf](http://bruegel.org/wp-content/uploads/2018/01/171215study-bruegel-capital-flows_en.pdf).
5. World Investment Report 2017. UNCTAD, 2017.
  6. Lund S., Härle P. Global Finance Resets. *Finance&Development*; 2017. December.
  7. BIS Quarterly Review; 2017. September.
  8. Bussiere M., Schmidt J., Valla N. International Financial Flows in the New Normal: Key Patterns (And Why We Should Care). EIB Working Papers. 2016(0)2. URL: <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/144175/1/863303153.pdf>.
  9. BIS Quarterly Review; 2018. March: 3. URL: [https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1803.pdf](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1803.pdf).
  10. BIS Quarterly Review; 2018; September:5. URL: [https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1809.pdf](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1809.pdf).
  11. Clayes G., Demertzis M., Efstathiou K., Raposo I. G., Huettl P., Lehmann A. Analysis of developments in EU capital flows in the global context. Taking the perspective of the Capital Market Union. Bruegel Final Report. FISMA/2016/032/B 1/ST/OP. European Commission; 2017. November. URL: [http://bruegel.org/wp-content/uploads/2018/01/171215study-bruegel-capital-flows\\_en.pdf](http://bruegel.org/wp-content/uploads/2018/01/171215study-bruegel-capital-flows_en.pdf).
  12. Korinek A. The New Economics of Capital Controls Imposed for Prudential Reasons. IMF Working Paper; 2011.
  13. Chowdhury I., Keller L. Managing Large-Scale Capital Inflows: The Case of Czech Republic, Poland and Romania. IMF Working Paper. 2012(138).
  14. Blundell-Wignall A., Roulet C. Macro-prudential policy, bank systemic risk and capital controls. *OECD Journal: Financial Market Trends*. 2013;2.
  15. Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2017. Washington DC: International Monetary Fund; 2017.
  16. Carstens A. Global market structures and the high price of protectionism. Remarks on Federal Reserve Bank of Kansas City's 42<sup>nd</sup> Economic Policy Symposium. Jackson Hole, Wyoming, 25 August 2018. URL: <https://www.bis.org/speeches/sp180825.htm>.

### ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРАХ

**Михаил Юрьевич Головнин** — доктор экономических наук, член-корреспондент РАН, заместитель директора Института экономики, Российская академия наук, Москва, Россия  
[mg-inecon@mail.ru](mailto:mg-inecon@mail.ru)

**Светлана Алексеевна Никитина** — младший научный сотрудник Института экономики, Российская академия наук, Москва, Россия  
[s.veta.nikitina@yandex.ru](mailto:s.veta.nikitina@yandex.ru)

### ABOUT THE AUTHORS

**Mikhail Yu. Golovnin** — Dr Sci. (Econ.), Corresponding Member of the Russian Academy of Sciences, Deputy Director of the Institute of Economics of the Russian Academy of Sciences, Moscow, Russia  
[mg-inecon@mail.ru](mailto:mg-inecon@mail.ru)

**Svetlana A. Nikitina** — Junior Researcher, Institute of Economics of the Russian Academy of Sciences, Moscow, Russia  
[s.veta.nikitina@yandex.ru](mailto:s.veta.nikitina@yandex.ru)