

Что готовит валютная либерализация российской экономике

*Ведущий эксперт Института открытой экономики,
кандидат экономических наук, Шпрингель В.К.,
Эксперт Института открытой экономики, Шмыкова С.В.*

Бизнес и банки, №31 (717), июль 2004

Проблема валютной либерализации – снятия ограничений на операции движения капитала, - является одной из наиболее дискутируемых в научных кругах и бизнесе. Много копий было сломано при выработке и обсуждении нового закона «О валютном регулировании и валютном контроле», принятого в конце прошлого года. С одной стороны, компании-экспортеры отстаивали максимально либеральную версию закона, добиваясь облегчения доступа к международным финансовым ресурсам и свободы вывоза капитала из страны. С другой стороны, банки говорили о необходимости сохранения жесткого валютного контроля, опасаясь оттока клиентских средств и усиления конкурентного давления со стороны международных финансовых структур.

Несмотря на то, что при принятии закона достигнут определенный компромисс между интересами различных сторон, споры не утихают. Основные дискуссии сосредоточены вокруг следующих вопросов: 1) каковы возможные последствия валютной либерализации для реального сектора экономики и банковской системы; 2) насколько рост трансграничных финансовых операций сделает Россию уязвимой к внешним шокам; 3) не приведет ли постепенный отказ от репатриации и обязательной продажи валютной выручки к истощению золотовалютных резервов Банка России и к обрушению рубля. Мы попытаемся ответить на эти вопросы, опираясь на накопленный к настоящему времени существенный опыт проведения валютной либерализации в различных странах мира и знание российских экономических реалий.

Международный опыт

Процесс валютной либерализации стартовал в 1950-е гг. в развитых странах. Причем, он обычно занимал достаточно долгое время (в отдельных странах 20-30 лет) и проходил ступенчато. Валютная либерализация чаще всего начиналась с отмены ограничений на прямые иностранные инвестиции. Затем снимались запреты на вложения в акции и долгосрочные заимствования. Дольше всего под контролем оставались операции по предоставлению нерезидентам займов в национальной валюте (чтобы снизить спекулятивное давление на валюту), выпуску ценных бумаг на внешнем рынке, открытию депозитов за рубежом (было связано с вопросами ухода от налогообложения). Ограничения на валютные операции отменялись для юридических лиц, прежде чем для физических, а для предприятий реального сектора – раньше, чем для финансовых институтов.

Валютная либерализация использовалась развитыми странами как средство интеграции экономики в международную систему торговли товарами и услугами, и ограничения снимались по мере решения проблем, связанных с обеспечением устойчивости экономического роста, финансовой стабилизацией и созданием современных рыночных институтов. Другая ситуация сложилась в развивающихся странах, где валютная либерализация проводилась в сжатые сроки и часто являлась составной частью амбициозных программ модернизации экономики.

Одной из первых среди развивающихся стран этот путь прошла Чили. Валютная либерализация в стране начала осуществляться в 1970-е гг. параллельно с реформой социальной системы, формированием современного финансового рынка и приватизацией государственной собственности. Она позволила Чили в 1980-е гг. избежать финансового

кризиса и единственной из латиноамериканских стран поддерживать высокие темпы роста экономики и сохранять доступ к международному рынку капитала.

Правда следует отметить, что власти Чили, открыв страну для долгосрочных иностранных инвестиций, периодически жестко ограничивали приток краткосрочного капитала. Страна с 1976 по 1981 год и с 1991 по 1998 год использовала систему невозмещаемых резервных требований (URR), - временного замораживания части поступающих в страну валютных средств на беспроцентных счетах в Центральном банке, - значительно снижающую доходность краткосрочных операций и практически не воздействующую на прибыль от долгосрочных вложений.¹ Помимо сдвига в структуре капитала в пользу долгосрочных ссуд и прямых инвестиций такая система обеспечивала низкую волатильность процентных ставок и курса национальной валюты в условиях сильных колебаний конъюнктуры международного финансового рынка. Необходимо подчеркнуть, что политика ограничения притока краткосрочного капитала проводилась только тогда, когда существовала реальная угроза наплыва «горячих денег». В 1980-е гг. и после 1998 года, когда доверие инвесторов к развивающимся рынкам снижалось вследствие кризисов и, соответственно, приток капитала сокращался, действие ограничений приостанавливалось.

Если Чили можно считать образцом эффективной валютной либерализации, то Корею, – наоборот, примером опасности непродуманных реформ для реальной экономики и финансового рынка. Корея приступила к либерализации движения капитала в 1994 г., готовясь к вступлению в ОЭСР. В процессе либерализации был допущен ряд ошибок. Основной из них было разрешение компаниям и банкам брать краткосрочные кредиты на внешнем рынке при том, что объем долгосрочных внешних займов был ограничен. Банки накапливали номинированные в иностранной валюте долгосрочные активы, которые финансировались краткосрочными обязательствами, тем самым, увеличивая разрыв ликвидности и ставя себя в зависимость от конъюнктуры международного финансового рынка. Поскольку экономика находилась на стадии подъема и испытывала инвестиционный бум, размер краткосрочных обязательств перед иностранными кредиторами рос в середине 1990-х гг. высокими темпами. Когда в июле 1997 г. произошел валютный кризис в Таиланде, корейские компании и банки столкнулись с проблемой рефинансирования краткосрочной задолженности. Направление текущих доходов на цели обслуживания долга быстро привело к истощению золотовалютных резервов страны и девальвации национальной валюты.

Вообще, анализ международного опыта не позволяет однозначно говорить как о позитивном, так и негативном воздействии валютной либерализации на экономику. Так, в обзоре, подготовленном специалистами МВФ в 2003 году, говорится, что из 14 эмпирических работ, посвященных проблеме снятия валютных ограничений, только 3 однозначно подтверждают позитивную взаимосвязь либерализации с экономическим ростом, 4 – ее опровергают, а 7 дают смешанные результаты.

С достаточной степенью уверенности можно только говорить о том, что в развитых странах наблюдается более сильный позитивный эффект валютной либерализации по сравнению с развивающимися странами и странами с переходной экономикой. Данная ситуация обусловлена не только более высоким уровнем производства или монетизации экономики, но и наличием в развитых странах современных рыночных институтов, эффективной системы защиты прав собственности, прозрачных для инвесторов компаний и банков. Развитая банковская система и финансовый рынок позволяют ведущим индустриальным странам эффективно распределять поступающие ресурсы, направлять их на цели развития производства, а не на финансовые спекуляции.

С одной стороны, снятие валютных ограничений часто позволяет добиваться исправления ряда диспропорций на финансовом рынке. Например, устранение ограничений по финансовым операциям нерезидентов позволяет снизить зависимость колебаний цен отдельных акций от фондового индекса, что отражает переключение интереса инвестора с политических и макроэкономических факторов к результатам деятельности конкретных

¹ По сути, система невозмещаемых резервных требований представляет собой налог на ввоз краткосрочных валютных средств в страну.

фирм. Валютная либерализация также улучшает условия доступа к финансовым ресурсам для малого и среднего бизнеса. Крупным фирмам, обладающим именем и связями легче обходить действующие валютные ограничения и привлекать займы за рубежом, в то время как малый и средний бизнес реально зависит от доступности и стоимости ресурсов внутри страны.

С другой стороны, исследования показывают, что связанный с валютной либерализацией рост трансграничных операций с капиталом увеличивает вероятность возникновения финансового кризиса. Портфельные инвестиции и банковские займы, рост которых обычно наблюдается после снятия ограничений, имеют преимущественно краткосрочный и спекулятивный характер. В результате этого усиливается волатильность финансовых рынков и рынков недвижимости, растет их чувствительность к внешним шокам, формируются «спекулятивные пузыри». Так, масштабный и быстрый вывод средств иностранными и национальными инвесторами с финансового рынка, шедший вслед за их первоначальным притоком, являлся ключевой причиной большинства кризисов в странах Юго-Восточной Азии в 1997 году.

В условиях масштабного притока иностранного капитала страна, не имеющая развитой экономики и финансового рынка, сталкивается также с проблемой ослабления контроля валютного курса. Попытка сдержать укрепление национальной валюты и, тем самым, обеспечить ценовую конкурентоспособность национального производства с помощью активных интервенций на валютном рынке часто оказывается контрпродуктивной мерой. Если у Центрального банка нет адекватных возможностей связывать денежную массу с помощью операций с ценными бумагами, то сопутствующий такой политике рост золотовалютных резервов приводит в конечном итоге к ускорению инфляции, толкающей реальную стоимость национальной валюты вверх. Кроме того, в условиях роста количества участников и объема операций Центральный банк постепенно теряет привилегированную позицию на валютном рынке.

Такой разноречивой в результатах исследований обусловлен, в первую очередь, различиями в выборе анализируемых периодов времени и стран. Это, в свою очередь, подчеркивает зависимость результатов валютной либерализации от методов и форм проведения как ее самой, так и других сопутствующих реформ, степени готовности экономики и финансового рынка страны к росту внешнего конкурентного давления, внешней для страны экономической и политической ситуации. **Валютная либерализация и переход к свободной конвертируемости национальной валюты воздействуют, в первую очередь, на объем трансграничных финансовых операций, а не на их направление. С одинаковым успехом они могут генерировать как приток, так и отток капитала. Все зависит от влияния сопутствующих экономических, социально-политических и институциональных факторов.**

Новая система валютного регулирования

Новый закон «О валютном регулировании и валютном контроле» принципиально изменил систему операций с валютными ценностями в стране, заменив дискриминационный принцип – «разрешено только то, что установлено законом», на диспозитивный – «разрешено все, что не запрещено». Органы валютного регулирования – Банк России и Правительство – теперь имеют право издавать нормативные акты только в случаях, предусмотренных законом, что ограничивает возможность принятия ими подзаконных актов, изменяющих положения закона. Все неустраняемые противоречия и неясности закона трактуются в пользу участников валютного рынка.

Ключевыми либеральными изменениями стали отмена коррупционной системы выдачи индивидуальных разрешений на вывоз капитала, а также введение уведомительного порядка открытия резидентами счетов в иностранных банках (для юридических лиц это положение вступит в силу только в июне 2005 года). Кроме того, новый закон предусматривает закрытый список операций движения капитала, по которым Правительство и Центральный банк могут вводить ограничения.

Переход от разрешительного к уведомительному принципу осуществления операций движения капитала должен позволить участникам внешнеэкономической деятельности существенно снизить транзакционные издержки. В большей степени это коснется среднего бизнеса, для которого, в отличие от крупнейших компаний, система индивидуальных разрешений являлась непреодолимым препятствием для совершения капитальных операций. А уведомительный порядок открытия счетов в иностранных банках должен создать более благоприятные условия для ведения внешнеэкономической деятельности и большую свободу в плане управления капиталом.

В то же время законопроект не только оставил в силе многие старые ограничения, – обязательную репатриацию валютной выручки экспортерами и продажу ее части на внутреннем валютном рынке, – но и ввел ряд новых. Среди них стоит выделить режим специального счета в уполномоченном банке и систему невозмещаемых резервных требований. Для предотвращения избыточного притока спекулятивных капиталов Центральный банк и Правительство имеют право заставить участников сделки резервировать до 20% ее суммы на срок до 1 года на специальном счете в уполномоченном банке, а для предотвращения оттока капитала – до 100% средств на срок до 60 дней. Мотивом введения режима специального счета и системы резервирования может являться угроза существенного сокращения золотовалютных резервов и резких колебаний курса рубля – то есть четко условия их применения законом не определены. Правда, следует отметить, что эти ограничения (за исключением репатриации) действуют только до 1 января 2007 года и далее отменяются.

Следует отметить, что целесообразность сохранения норм репатриации и обязательной продажи в том виде, в каком они присутствуют в новом законе, достаточно сомнительна. Максимальная норма продажи установлена законом на уровне 30%. При этом ни для кого не секрет, что экспортеры добровольно продают 60-70% валютной выручки внутри страны, поскольку большая часть расходов осуществляется ими в рублях. Это позволило Центральному банку в условиях благоприятной внешней конъюнктуры накопить около 75 млрд. долларов резервов и обеспечить высокую устойчивость курса рубля. Причем, темпы аккумуляции резервов не снизились при уменьшении нормы продажи валютной выручки с 50% до 25% в июле 2003 года. Сохранение требований о репатриации валютной выручки и продажи ее части для экспортеров в таких условиях – это просто дополнительная нагрузка, связанная с необходимостью уплаты банкам комиссионных за перевод и продажу валюты и оформлением соответствующей отчетности.

Однако то, что является рациональным в условиях нормального развития экономики, не всегда подходит в условиях кризиса. При наличии реальной угрозы падения курса рубля фирмы предпочитают задержать перевод средств, чтобы ограничить валютные риски. Тогда нормы обязательной продажи в 30% будет недостаточно для предотвращения дестабилизации валютного рынка и истощения золотовалютных резервов. В итоге ситуация (как это было после кризиса 1998 года) вынудит государство менять закон, увеличивая норматив продажи и вводя дополнительные меры по ограничению движения капитала.

К чему может привести валютная либерализация в России

Банковская система

Российские банки неспроста так долго и упорно бились против нового закона. Разрешение на открытие и ведение резидентами счетов в иностранных банках может привести к уходу существенной части расчетных валютных средств из банков. Конечно, уже сейчас крупнейшие российские корпорации проводят платежи через счета в иностранных банках и держат депозиты в них. Но пока для этого используются «серые схемы», что сопряжено со значительными прямыми и косвенными издержками. Отмена законодательных ограничений сделает расчетные услуги иностранных банков доступнее и дешевле, и постепенно к крупнейшим компаниям будут подключаться другие участники рынка.

То же самое относится и к валютным депозитам корпораций. Многие российские банки в настоящее время выступают посредниками между крупным бизнесом и

иностранными банками, получая маржу на операциях по размещению средств компаний за рубежом. Объем средств, размещенных на депозитах корпораций в иностранной валюте, сильно коррелирует с величиной депозитов российских банков в кредитных организациях-нерезидентах. После введения в действие положений нового закона российским компаниям не нужно будет использовать посреднические услуги российских банков для размещения средств на финансовых рынках развитых стран.

Объем оттока валютных средств из банковской системы будет зависеть от динамики курса рубля (рост курса рубля снижает доходность валютных инвестиций), процентных ставок внутри страны и за ее пределами, взаимоотношений властей и бизнеса. Владельцы компаний в случае угрозы со стороны властей будут переводить на законных основаниях средства в зарубежные банки, снижая потери при возможном неблагоприятном развитии ситуации.

Новый закон также стимулирует развитие кредитования российских предприятий иностранными банками. Освободив от репатриации и обязательной продажи валютную выручку в сумме необходимой для обслуживания займов на срок свыше 2 лет, закон уменьшил для иностранных банков риски кредитования российских предприятий. Тем самым, стоимость получения долгосрочных финансовых ресурсов для последних должна снизиться.

Следует отметить, что финансирование проектов путем выпуска евробондов дает ряд дополнительных выгод по сравнению с любым другим способом привлечения средств как заемщикам, так и инвесторам. Первые получают в силу более простого регулирования возможность снизить расходы по выпуску ценных бумаг, а вторые, поскольку доходы от продажи ценных бумаг не облагаются специальными налогами, – имеют возможность повысить прибыльность вложений.

Во многих странах банки использовали либерализацию, чтобы увеличить объем иностранных заимствований, которые обычно стоят дешевле, чем средства доступные на внутреннем рынке, и расширить возможности для получения прибыли и диверсификации рисков за счет иностранных инвестиций. Что касается российских банков, то старое законодательство не мешало им ни размещать средства за рубежом (иностранные активы российских банков по состоянию на начало 2004 г. составляли 16 млрд долл., или 9% совокупных активов банковской системы), ни заниматься привлечением средств с зарубежных рынков. За 2002-2003 гг. объем задолженности российских банков вырос более чем в 2 раза (с 11,3 до 24,8 млрд долл.). Причем, большая (около 70%) часть привлекаемых средств носила краткосрочный характер, поскольку в силу высоких рисков иностранные инвесторы требуют значительную премию за риск по долгосрочным обязательствам частных российских банков. Если Центральный банк, воспользовавшись предоставленным ему новым законом правом, введет налог на приток краткосрочных капиталов, то стоимость привлекаемых банками за рубежом средств резко подскочит.

Правда ценность политики наращивания краткосрочных валютных займов для банков сомнительна. Финансирование за их счет долгосрочных инвестиционных проектов вызывает рост риска ликвидности. Кроме того, достаточно сложным оказывается контроль динамики долга – чем меньше дюрация задолженности, тем более высокой является скорость ее роста (даже, несмотря на более низкую процентную ставку по «коротким» ресурсам, чем по «длинным»). Банки оказываются чрезвычайно зависимыми от состояния факторов, на которые они не имеют никакого влияния – процентные ставки в иностранной валюте, курс рубля, отношение инвесторов к развивающимся рынкам и т.д.

Финансовый рынок

Вступление нового закона в силу может позволить Центральному банку ограничить рост волатильности основных показателей деятельности финансового рынка страны: объемов торгов, доходности инструментов. Уже сейчас Россия сталкивается с проблемой значительных перепадов в движении частного капитала. Так, если в III квартале 2003 г. из страны было вывезено 8,8 млрд долл., то в IV квартале, наоборот, ввезено 3,2 млрд долл. В

марте-апреле этого года отток частного капитала опять составил около 9 млрд долл. Колебания движения частного капитала приводят к усилению неопределенности на разных сегментах финансового рынка, начиная от валютного рынка и рынка межбанковских кредитов, заканчивая фондовым рынком.

Закон дает Центральному банку в виде системы невозмещаемых резервных требований инструмент регулирования структуры капитальных потоков. Если система будет использоваться грамотно, то в относительно короткие сроки удастся поставить заслон на пути движения «горячих денег». Ее введение вряд ли отпугнет стратегических инвесторов (поскольку, с одной стороны, доходность долгосрочных вложений пострадает незначительно, а, с другой, с аналогичными мерами им приходилось сталкиваться в других странах), сделав в то же время российский финансовый рынок малопривлекательным для спекулянтов.

Реальный сектор экономики

Новый закон дает дополнительные возможности российским предприятиям как с точки зрения привлечения средств с иностранных рынков для своего развития (это обсуждалось выше), так и в плане управления активами.

Аккумулировав значительные ресурсы, российские компании-экспортеры столкнулись с проблемой их эффективного размещения. Найти применение деньгам внутри страны достаточно тяжело. Все ниши в основных экспортных отраслях заняты, а найти эффективные проекты в смежных областях не просто. В то же время зарубежные проекты позволяют сделать бизнес более устойчивым, повысив объемы продаж за счет покупки сервисных и транспортных компаний, а также перерабатывающих заводов в странах сбыта продукции. Для государства данные проекты означают возможность обеспечить устойчивый рост экспорта и бюджетных доходов в будущем.

Что касается связанных с новым законом надежд на рост прямых иностранных инвестиций в российскую экономику, то, по нашему мнению, они оправданы лишь частично. Безусловно, закон дает возможность стратегическим инвесторам значительную свободу в плане распоряжения ввезенными в страну деньгами. Ранее, чтобы репатриировать прибыль от инвестиций в российскую экономику, иностранным инвесторам приходилось использовать не совсем законные механизмы, связанные с завышением (занижением) цен импортных (экспортных) контрактов. Теперь такие уловки ни к чему использовать.

Однако, как показывают проводимые исследования, жесткость системы валютного регулирования не является ключевым фактором при выборе инвестором страны реализации проекта. Основную роль здесь играет стоимость трудовых ресурсов и институциональные факторы. В исследовании International Country Risk Guide, показывающем уровень инвестиционной привлекательности различных стран мира (рассматривается 140 стран), Россия заняла 60 место. Причинами этого, несмотря на очевидные позитивные макроэкономические и политические сдвиги, являются бедность населения, наличие административных барьеров для развития бизнеса, отсутствие рыночной дисциплины, связанное с низкой прозрачностью бизнеса, высокий уровень коррупции и вмешательства государства в бизнес, опасность терроризма и преступности. Пока эти социальные и политические проблемы не изжиты рассчитывать России на масштабное привлечение иностранного капитала и технологий в реальную экономику не приходится.