

Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение
высшего образования
«Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова»

На правах рукописи

Раков Иван Дмитриевич

Влияние финансовой либерализации на экономики развивающихся стран

5.2.5. Мировая экономика

Диссертация на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Научный руководитель –
доктор экономических наук, профессор
Иванова Светлана Васильевна

Москва – 2023

Оглавление

Введение	4
Глава 1 Теоретические и практические аспекты исследования финансовой либерализации в развивающихся странах	13
1.1 Концепции финансовой либерализации	13
1.2 Опыт проведения политики финансовой либерализации в развивающихся странах.....	30
1.3 Подходы к исследованию влияния финансовой либерализации на экономическое состояние стран	58
Глава 2 Количественная и качественная оценка влияния финансовой либерализации на экономики развивающихся стран	69
2.1 Финансовая либерализация и внешний сектор экономик развивающихся стран	69
2.2 Экономическая политика развивающихся стран как фактор успешности финансовой либерализации.....	93
2.3 Макроэкономическое состояние развивающихся стран в условиях финансовой либерализации	115
Глава 3 Перспективы процесса финансовой либерализации в развивающихся странах.....	124
3.1 Влияние нового мирового кризиса на внешний финансовый сектор развивающихся стран.....	124
3.2 Основные проблемы финансовой либерализации развивающихся стран и необходимые меры для адаптации к ней	136
Заключение	148
Список литературы	154
Приложение А (справочное) Эконометрические исследования финансовой либерализации	194

Приложение Б (справочное) Особенности экономической политики, оказывающие влияние на последствия проведения финансовой либерализации развивающихся стран.....	210
Приложение В (обязательное) Используемые статистические данные для модели SVAR	213
Приложение Г (обязательное) Алгоритм заполнения пробелов в статистических данных международной инвестиционной позиции на основе данных счета операций с капиталом платежного баланса.....	214
Приложение Д (обязательное) Расчеты по моделям SVAR (EViews).....	216

Введение

Актуальность темы исследования. Период конца XX – начала XXI века характеризуется активизацией процессов глобализации, прежде всего финансовой, во многом обусловленных реализацией идеологии «Вашингтонского консенсуса» [299], развалом Союза Советских Социалистических Республик, новыми технико-технологическими возможностями. Политика финансовой либерализации подразумевает под собой отмену (резкое сокращение) государственных мер регулирования международных потоков капитала и переход к режиму плавающего валютного курса. Это стало триггером мощного нарастания трансграничных потоков капитала, которое трактовалось как условие экономического роста мировой экономики в целом и развивающихся стран в особенности. Однако практика показала, что в ходе указанного процесса возникали неодинаковые эффекты для экономик разных стран. Увеличение накопления и перемещения спекулятивного капитала спровоцировало череду финансовых потрясений. Финансовые кризисы в Азии (1997–1998 годы), в России (1998 год), глобальный финансовый кризис (2008–2009 годы) наглядно продемонстрировали разрушающие воздействия открытых потоков капитала на национальные экономики стран [10].

В 2015 году заявлены Цели устойчивого развития Организации Объединенных Наций, которые переориентировали экономический рост в устойчивый [56]. Но данный процесс не вызвал изменений в международной финансовой архитектуре, а лишь перераспределил финансовый капитал и создал новые направления для инвестирования. Быстро растущий финансовый сектор под воздействием развития цифровых технологий и появления криптовалют продолжает наращивать макроэкономическую нестабильность. Новые трактовки глобализации [203] не дают четкого понимания решения проблемы.

Выход Великобритании из Евросоюза показал сложности создания единого валютно-финансового пространства и достижения социально-экономического сближения государств с разным уровнем развития. Новый экономический кризис

2020–2021 годов, вызванный локдаунами из-за распространения COVID-19, и растущая угроза прорыва финансового пузыря, основанного на господстве доллара и частично евро [11], вновь заставляют задуматься о значении национальной экономической политики, в том числе в сфере регулирования потоков международного капитала, как гаранта защиты от внешних шоков. Введение коллективным Западом беспрецедентных санкций против России, прежде всего в области валютно-финансовых услуг, повышает актуальность исследуемой проблематики.

В связи с многообразием стран, входящих в группу развивающихся, представляется разумным ограничиться изучением в указанном выше контексте шести стран: Аргентины, Бразилии, Китая, Индии, Индонезии и Турции. Все выбранные страны входят в состав G-20; Бразилия, Индия и Китай – в состав БРИКС. Эти страны отличаются геополитическим весом, значительным масштабом экономик, которые демонстрируют высокие темпы роста; обладают демографическим, ресурсным и торговым потенциалом; включены в процесс глобализации посредством проведения политики финансовой либерализации, в том числе с целью привлечения иностранного капитала.

Изучив конкретику политики финансовой либерализации в этих развивающихся странах, можно будет не только выявить специфику влияния потоков трансграничного капитала на состояние их национальных экономик, но и определить необходимые корректировки мер по сглаживанию негативных эффектов от внешних шоков в условиях финансовой открытости. Таким образом, значимость достижения макроэкономической стабильности развивающихся стран, необходимость регулирования перемещения трансграничного финансового капитала для смягчения последствий участившихся финансовых кризисов и для стабилизации валютных курсов определяют актуальность темы исследования.

Степень разработанности научной проблемы. Теоретические исследования, связанные с финансовой либерализацией, представлены в работах доклассического периода (Р. Кантилон, Д. Хьюм, Ж.Ф. Мелон, Ф. Дютот и др.), французской исторической школы (А. Курнот, Г. Суберкасо), классической школы

(А. Смит, Дж.С. Милль), марксистов (Н.И. Бухарин, В.И. Ленин, К. Маркс, Ф. Энгельс и др.), раннего неоклассического течения (А. Маршалл), монетаристов (М. Фридман), неолиберального (Р.Я. Маккиннон, Ф. Хайек, И. Фишер, М. Обстфельд и др.), кейнсианского (Дж.М. Кейнс), некейнсианского (Дж. Тобин, Дж. Стиглиц), посткейнсианского течений (П. Девидсон, Дж. Харкерт, Р. Стюарт), а также в работах Международного валютного фонда.

Эмпирические исследования по влиянию открытости потоков капитала на состояние экономик стран представлены в работах следующих ученых: Т. Кунидэ, К. Окада, А. Краай, С.Б. Гамра, С. Цин, Т.Б. Пепинский, Р. Ленсинк, Дж.Д. Остри, Р.Я. Маккиннон, К. Форбс и др.

Значительный вклад в статистический учет процесса финансовой либерализации внесли М. Шиндлер, П.Р. Лейн, Дж.М. Милези-Ферретти, М.Д. Чин, Х. Ито, Д. Куинн, специалисты МВФ.

Среди российских исследователей, занимавшихся данной проблематикой, можно отметить таких авторов, как Е.Ф. Авдокушин, М.В. Жариков, В.Ю. Катасонов, Л.С. Кабир, Л.Н. Красавина, В.С. Кузнецов, А.В. Навой, А.В. Островский, С.Н. Сильвестров, Д.В. Смыслов, Р.И. Хасбулатов, Л.С. Худякова, И.А. Яковлев.

В работах Дж. Стиглица, П. Девидсона, Д.В. Смылова, Р.И. Хасбулатова и ряда других зарубежных и российских ученых изложена аргументированная критика в отношении политики финансовой либерализации. Однако вопросы, касающиеся последствий дерегулирования потоков капитала, по-прежнему остаются не вполне раскрытыми, в том числе в части систематизации теоретических аспектов по экономическим школам, а также комплексного исследования влияния финансовой либерализации на экономическое состояние конкретных стран с разным уровнем социально-экономического развития. Кроме этого, слабо раскрыта проблематика цифровизации финансового сектора как фактора, усиливающего международную финансовую интеграцию.

Цель и задачи исследования. *Цель* исследования состоит в том, чтобы на основе комплексного анализа процессов финансовой либерализации дать

количественную и качественную оценку влияния финансовой либерализации на экономики ряда развивающихся стран и сформулировать предложения по укреплению их макроэкономической стабильности.

Для достижения указанной цели необходимо решение следующих *задач*:

- провести анализ основных экономических течений и концепций финансовой либерализации;
- обобщить опыт проведения политики финансовой либерализации в развивающихся странах в контексте страновой специфики макроэкономического регулирования;
- оценить с использованием эконометрической модели воздействие финансовой либерализации на макроэкономическое состояние шести развивающихся стран;
- оценить влияние нового финансового кризиса 2020–2021 годов на внешний финансовый сектор изучаемых развивающихся стран в условиях финансовой открытости;
- разработать предложения, направленные на снижение рисков финансовой либерализации и улучшение экономической ситуации в развивающихся странах.

Объект исследования: трансформация экономических систем в развивающихся странах под влиянием процесса финансовой либерализации.

Предметом исследования является оценка влияния либерализации трансграничных финансовых потоков капитала на национальные экономики развивающихся стран: Аргентины, Бразилии, Китая, Индии, Индонезии и Турции.

Гипотеза диссертационного исследования формулируется следующим образом: проведение полномасштабной политики финансовой либерализации в развивающихся странах увеличивает риски возникновения финансово-экономических кризисов, оттока капитала, волатильности национальной валюты, роста внешней задолженности и создает условия для перехода национальной промышленности в собственность иностранных инвесторов.

Соответствие содержания диссертации паспорту научной специальности. Диссертация соответствует требованиям паспорта специальности Высшей аттестационной комиссии при Министерстве науки и высшего образования Российской Федерации по специальности 5.2.5. Мировая экономика по следующим пунктам: 4. Интернационализация и глобализация экономических процессов; 8. Международное движение капитала. Международные инвестиции.

Теоретические и методологические основы диссертационного исследования. Теоретической основой исследования стали научные труды российских и зарубежных ученых в рамках экономических течений, макроэкономических и эмпирических исследований, рассматривающих взаимосвязь между процессами финансовой либерализации, экономической ситуацией в мире и состоянием национальных экономик стран, в том числе развивающихся.

При проведении диссертационного исследования использовались **методы** общенаучного познания, такие как абстрактно-логический, исторический, сравнение, систематизация и группировка теорий и фактов. Для выявления взаимосвязи между финансовой открытостью и отдельными показателями макроэкономического состояния стран применялись статистические и эконометрические методы. В качестве статистических инструментов использовались методы группировки, анализа рядов динамики, табличное и графическое представление данных. Эконометрическое моделирование осуществлялось с помощью структурной векторной авторегрессии. Практическая реализация данных инструментов осуществлялась в программных пакетах EViews и Microsoft Excel.

Хронологические рамки диссертационного исследования охватывают период с 1990 по 2021 год, так как в этот период развивающиеся страны реализуют рекомендации Вашингтонского консенсуса, ослабляют государственное регулирование трансграничных потоков капитала, отпускают в «свободное плавание» курс национальных валют, осуществляют приватизацию и интернационализацию банковского сектора.

Информационная база включает достоверные статистические данные официальных специализированных электронных ресурсов (Chinn-Ito website) и международных организаций (Международного валютного фонда, Организации экономического сотрудничества и развития, Всемирного банка и Банка международных расчетов), аналитические отчеты (Организации Объединенных Наций, Международного валютного фонда, Банка международных расчетов и Азиатского банка развития), обзоры и доклады научно-исследовательских организаций (National Bureau of Economic Research, Asian Development Bank Institute).

Научная новизна диссертационного исследования состоит в том, что на основе комплексного исследования процессов и эффектов финансовой либерализации в изучаемой группе развивающихся стран выявлена их дифференциация в зависимости от степени финансовой открытости и участия государства в поддержании макроэкономической стабильности, разработаны предложения по совершенствованию регулирования трансграничных потоков капитала с целью обеспечения экономического развития и защиты национальных интересов стран с развивающимися экономиками.

На защиту выносятся следующие основные результаты, содержащие научную новизну и полученные лично автором.

1. Произведена группировка ведущих экономических течений (доклассическое, классическое, неоклассическое, монетарное, неолиберальное, кейнсианское, некейнсианское, посткейнсианское, марксистское течения) и концепций финансовой либерализации по критерию регулирования/дерегулирования трансграничных потоков капитала. Это позволило конкретизировать дихотомию теоретических подходов к изучаемому явлению в контексте эволюции международной валютной системы; определить сильные и слабые стороны политики финансовой либерализации; сформулировать концептуальные обоснования рисков дерегулирования трансграничных финансовых потоков для развивающихся стран.

2. На основе сравнительного анализа опыта проведения политики финансовой либерализации в развивающихся странах и основных элементов их макроэкономического регулирования выявлены существенные страновые различия в масштабах и эффектах дерегулирования внешних финансовых потоков, в корректировках политики со стороны финансовых регуляторов. Это позволило вычленить три варианта комбинации политики макроэкономической стабилизации, финансовой открытости и интеграции в конкретных развивающихся странах. На примере Китая, Бразилии, Индии и Индонезии установлено, что страны, проводящие сильную экономическую политику, смогли значительно уменьшить риски от процесса финансовой либерализации. Китай, который сохраняет низкий уровень финансовой открытости и высокий уровень государственного регулирования в экономике, смог получить положительные эффекты от управляемой (частичной) финансовой либерализации. Напротив, наиболее дерегулированные экономики Турции и в особенности Аргентины испытали преимущественно негативные воздействия от процесса финансовой либерализации.

3. На основе построенной и апробированной эконометрической модели Structural vector autoregressive (далее – SVAR) выявлено, что при прочих равных условиях в долгосрочной перспективе финансовая либерализация оказывает преимущественно негативное воздействие на основные показатели состояния экономик развивающихся стран: реальный валовой внутренний продукт, реальный эффективный обменный курс и индекс потребительских цен. Доказано, что риски стран зависят не только от процессов финансовой либерализации, но и от адекватной национальной экономической политики государства.

4. Проведено статистическое исследование влияния нового финансово-экономического кризиса 2020–2021 годов на внешний финансовый сектор экономик развивающихся стран в условиях финансовой открытости, что позволило сформулировать основные отличительные признаки данного экономического кризиса и определить его возможные последствия для национальных экономик этих стран. В частности, установлено, что новый экономический кризис вызвал не

только рекордное за последние 20 лет снижение объемов производства и товарообмена, но и деформировал финансовые трансграничные потоки капитала рассматриваемых стран, оказав негативное воздействие на их платежный баланс, внешний долг, международные резервы и национальную валюту.

5. На основе изучения позитивного опыта развивающихся стран по снижению негативных последствий финансовой либерализации разработаны предложения по улучшению финансово-экономической ситуации в развивающихся странах, в том числе: согласование политики финансовой либерализации с целями социально-экономического развития страны; частичное ограничение международных потоков капитала и использование инструментов стабилизации курса национальной валюты; проведение политики стимулирования спроса внутри страны; создание институциональной среды для привлечения продуктивных долгосрочных прямых инвестиций и ряд других предложений.

Теоретическая значимость работы. Предложена авторская методика оценки эффектов воздействия финансовой либерализации на макроэкономическое состояние развивающихся стран в условиях перманентных финансовых кризисов. На базе использования теоретических и эмпирических методов доказан тезис о том, что финансовая либерализация создает минимальные отрицательные эффекты в странах с сильной государственной экономической политикой.

Практическая значимость работы. Результаты диссертационной работы могут быть использованы органами государственной власти развивающихся стран для корректировок их политики регулирования перемещения трансграничного капитала с целью обеспечения макроэкономической стабильности.

Материалы исследования могут быть использованы в учебном процессе высших учебных заведений экономической направленности, в том числе в рамках дисциплин «Экономика зарубежных стран», «Мировая экономика», «Международные финансы», «Глобальные проблемы мировой экономики».

Методика исследования была использована ФГБУ «Научно-исследовательский финансовый институт Министерства финансов Российской Федерации» при оценке регулирования движения капитала и либерализации счета

капитала стран «каспийской пятерки». Результаты данного анализа включены отдельным подразделом в отчет о научно-исследовательской работе на тему: «Экономико-правовой анализ перспектив развития Прикаспийского сотрудничества» (2020 год).

Апробация результатов исследования. Отдельные положения диссертационного исследования были представлены на научно-практических конференциях: «Конкурентные преимущества азиатских ТНК И ТНБ» (2019 г., г. Москва, РЭУ имени Г.В. Плеханова), XXXVII Международная научно-практическая конференция «Современная экономика: актуальные вопросы, достижения и инновации» (2020 г., г. Пенза, МЦНС «Наука и Просвещение»), молодежные круглые столы «Основные тренды современного международного предпринимательства и мировой экономики» (2021 г., г. Москва, РЭУ имени Г.В. Плеханова), «Основные тренды современного международного предпринимательства и мировой экономики» (2022 г., г. Москва, РЭУ имени Г.В. Плеханова), «Большое Евразийское партнерство: стратегия и тактика» (2022 г., г. Москва, РЭУ имени Г.В. Плеханова).

Публикации. Основные положения диссертационного исследования отражены в 20 научных публикациях общим объемом 17,25 печ. л., из них авторские – 14,84 печ. л., в том числе 12 публикаций общим объемом 14,39 печ. л. (авторских – 12,04 печ. л.) размещены в рецензируемых научных изданиях из перечня, рекомендованного Высшей аттестационной комиссией при Министерстве науки и высшего образования Российской Федерации. Из них одна статья общим объемом 1,86 печ. л. (авторские – 1,86 печ. л.) опубликована в рецензируемом журнале, который не соответствует научной специальности диссертации, но статья имеет непосредственное отношение к теме исследования.

Структура и объем работы. Диссертационная работа состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованной литературы, включающего 307 наименований, пяти приложений. Работа изложена на 193 страницах (без учета приложений) и содержит 12 таблиц и 31 рисунок.

Глава 1 Теоретические и практические аспекты исследования финансовой либерализации в развивающихся странах

1.1 Концепции финансовой либерализации

Современное неолиберально-монетарное направление является идейно-теоретической базой государственного регулирования во многих развитых странах, а выполнение его императивов – условие получения финансовой помощи от Международного валютного фонда (далее – МВФ) [55, с. 8]. Одним из важных элементов данной теории является *финансовая либерализация* (или английский вариант – financial liberalization), под которой подразумевается освобождение финансовых рынков от вмешательства национальных правительств с целью достижения равновесной цены на данном рынке и эффективного распределения кредитов [78, с. 442].

В то же время в научной литературе мало внимания уделяется работам теоретической направленности, акценты ученых смещаются на практический опыт или эконометрические исследования. При изучении теоретических аспектов финансовой либерализации в научно-аналитических работах в основном делается упор на анализе преимуществ и недостатков данного процесса, но не затрагиваются экономические течения. В связи с этим ставится задача изучения теоретических исследований в области финансовой либерализации в рамках основных экономических течений [37].

Одним из важных аспектов изучения финансовой либерализации является правильность интерпретации данного понятия и анализ теоретических обоснований влияния данного процесса на экономики стран.

Но сначала стоит рассмотреть более детально понятие «финансовой либерализации», а также ряд схожих используемых понятий в российских и зарубежных работах, которые определяют набор применяемых инструментов в политике финансовой либерализации: «financial openness» (финансовая

открытость)¹⁾, «валютная либерализация», «capital account liberalization» (либерализация счета движения капитала) или «capital flow liberalization» (либерализация потоков капитала), «foreign exchange liberalization» [37].

В зарубежных работах часто разделяют понятие «финансовая либерализация» на составные элементы. Например, в работах Гамра, Клеветот [166, с. 7], Каминский и Шмуклер [195, с. 4] выделяют три основных аспекта данного понятия: дерегулирование отечественного финансового сектора, либерализация рынков капитала и либерализация счета движения капитала (capital account liberalization). Ряд ученых (Гош [167, с. 11]; Айхенгрин и др. [147]) разделяют финансовую либерализацию на внутреннюю (либерализацию внутреннего финансового сектора) и внешнюю. К внутренней либерализации относят либерализацию процентной ставки и банковского сектора, к внешней – снятие ограничений со счета движения капитала и со счета текущих операций, при этом отдельно можно выделить устранение множественности валютных курсов [37].

Понятие «валютной либерализации» часто встречается в работах российских ученых, но не имеет точной формулировки. В.Ю. Катасонов и Л.Н. Красавина делают акцент на снятии валютных ограничений, в том числе тех, которые устанавливаются на счете текущих операций, счете движения капитала и контролируют обменный курс, то есть на переходе к режиму свободного плавающего обменного курса [16, с. 15; 48]. Л.С. Кабир в это понятие включает либерализацию движения капитала и переход к режиму плавающего курса [15, с. 36], а Е. И. Иванов, М. В. Ершов – только либерализацию потоков капиталов [14, с. 44]. В зарубежных работах валютная либерализация (foreign exchange liberalization) подразумевает под собой только принятие режима свободного плавающего обменного курса [37].

Представляет научный интерес работа А.В. Навого, где дано определение «валютно-финансовое регулирование» (противоположное процессу

¹⁾ Является аналогом понятию «финансовой либерализации» и часто употребляется в зарубежных работах [213, с. 4].

либерализации), под которым понимается совокупность методов и инструментов воздействия на композицию и динамику трансграничных финансовых потоков в целях достижения требуемой динамики обменного курса и обеспечения долгосрочной финансовой стабильности. Но валютное регулирование сферы торговли товарами и услугами при этом не рассматривается [18, с. 72; 37].

Наиболее часто в зарубежных работах используется определение «capital account liberalization» (либерализация счета движения капитала), которое определяется как снятие запретов с транзакций по финансовому счету и счету операций с капиталом в платежном балансе [148, с. 18]. В более поздних работах, например, в отчете МВФ 2012 года указывается схожесть этого понятия с такими понятиями, как либерализация финансового счета (financial account liberalization) или либерализация потоков капитала (capital flow liberalization), которые включают в себя только снятие ограничений на операции с финансового счета платежного баланса [281, с. 10; 37].

Перечень и классификация индикаторов в разрезе групп платежного баланса по оценке политики финансовой либерализации представлены в отчете МВФ «The Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions (AREAER)». Кроме этого, в данном отчете указаны меры, принятые правительствами стран, ограничивающие перемещение трансграничного капитала [68].

На основе работ ученых (Айхенгрин, Чин, Ито, Гамра, Клевенот, Катасонов, Красавина и др.) и отчетов МВФ «The Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions (AREAER)» предложена следующая структура данного понятия (рисунок 1) [37].

Таким образом, финансовая либерализация – это процесс по снятию государственных ограничений с перемещения финансового капитала, включающий отмену мер, непосредственно регулирующих потоки трансграничного капитала (либерализация по текущему счету и по счету операций с капиталом), и переход к режиму свободного плавающего курса, а также включает дерегулирование внутреннего финансового сектора (либерализация процентной ставки и банковского сектора) [34; 37].

ФИНАНСОВАЯ ЛИБЕРАЛИЗАЦИЯ (FINANCIAL LIBERALIZATION)				
Внешняя либерализация или валютная либерализация			Либерализация внутреннего финансового сектора	
Либерализация по счету текущих операций	Либерализация счета движения капитала (Capital account liberalization; capital flow liberalization)	Либерализация обменного курса (foreign exchange liberalization)	Либерализация процентной ставки	Либерализация банковского сектора
<ul style="list-style-type: none"> - отмена репатриации валютной выручки; - отмена резервных счетов; - открытие счетов в иностранных банках 	<ul style="list-style-type: none"> Снятие прямых ограничений по финансовому счету, который включает: <ul style="list-style-type: none"> - прямые иностранные инвестиции; - портфельные инвестиции; - финансовые деривативы; - прочие инвестиции 	<ul style="list-style-type: none"> - принятие режима свободного плавающего курса; - устранение множественности валютных курсов 	<ul style="list-style-type: none"> - отмена контроля за ставкой по депозитам и кредитам 	<ul style="list-style-type: none"> - возможность осуществления деятельности зарубежных и отечественных банков; - отмена государственной поддержки отечественных банков; - отмена резервных требований

Рисунок 1 – Структура понятия «финансовая либерализация»

Источник: составлено автором по [14; 15; 16; 18; 37; 48; 68; 147; 148; 166; 167; 195; 281].

Процесс финансовой либерализации развивается в рамках эволюции валютных отношений, валютного регулирования и контроля. Феномен финансовой либерализации попал в сферу интересов ученых в первой половине XX века, с началом формирования международной валютной системы (далее – МВС) и развитием экономической теории в рамках классической и неоклассической парадигм. В частности, до Первой мировой войны (1914–1918 годы) капитал между странами перемещался беспрепятственно в условиях режима фиксированного обменного курса, который был установлен международной валютной системой золотого стандарта. Но после длительной и дорогостоящей войны стороны были вынуждены активно контролировать свои внутренние рынки капитала и обменный курс своих валют, для того чтобы облегчить финансирование военных усилий и контролировать условия торговли с нейтральными странами [26; 78; 152, с. 145].

Новый этап был заложен в период Бреттон-Вудской системы (1945–1971 годы): установлен фиксированный валютный курс по отношению к доллару и

разрешен контроль за потоками финансового капитала, который не будет ограничивать движение денежных средств по текущему счету [291, с. 42]. И только в начале 70-х годов XX века после краха Бреттон-Вудской МВС стали происходить процессы финансовой либерализации, обусловленные снятием ограничений с потоков трансграничного капитала и переходом к режиму свободного плавающего валютного курса [26; 37].

Очередной попыткой пересмотреть международную финансовую архитектуру стало внедрение международных стандартов, призванных обеспечить стабильность и прозрачность национальных финансовых систем. После кризиса 2008–2009 годов были созданы такие площадки по обсуждению вопросов, связанных с финансовой устойчивостью, как Совет по финансовой стабильности, Группа 20 и другие. Но из-за противоречий между глобальными регуляторами, национальными правительствами и гражданским обществом, вызванных конфликтом интересов, внедрение стандартов по глобальному финансовому регулированию не было реализовано [4].

Теоретическое осмысление финансовой либерализации берет свое начало с исследований саморегулирующегося механизма достижения равновесия на валютном рынке. Первые упоминания о таких исследованиях датируются XVIII веком [37]:

– Кантиллон и Хьюм выявили автономный механизм перераспределения денежных металлов в рамках «золотых точек» [149, с. 144];

– два французских экономиста XVIII столетия – Мелон и Дютот указывали на бесполезность государственного регулирования валютного курса, за исключением получения иностранных займов для компенсации дефицита платежного баланса, перевозки металлических монет в избежание девальвации национального валютного курса и вывоза капитала через частный арбитраж¹⁾ для поддержания стабильности платежного баланса [149, с. 166].

¹⁾ Сделки, направленные на получение прибыли из разницы цен на рынке капитала.

В дальнейшем исследования финансовой либерализации в основном становятся мейнстримом в рамках таких течений экономической мысли, как классическая и неоклассическая школы, кейнсианство, монетаризм, неокейнсианство, посткейнсианство и неолиберальная политическая экономика [37]. Вклад в классическую теорию по финансовой либерализации внесли Адам Смит и Джон Стюарт Милль, которые опирались на принцип минимального вмешательства государства в экономику, обозначаемый термином «Laissez-faire» (фр. позвольте-делать) [37].

Адам Смит в своей книге «Исследование о природе и причинах богатства народов» (1776 год) отразил подход к финансовой либерализации, связанный с необходимостью свободного перемещения капитала между странами в рамках прямых инвестиций и торговли [8, с. 516–519].

Более подробное исследование валютного курса и его влияния на экономику страны проводит Джон Стюарт Милль. В своей работе «Основы политической экономии» (1848 год) Милль доказывает, что равновесие между обменным курсом, импортом, экспортом и внутренними ценами устанавливается автоматически [3, с. 385–387]. Он подчеркивает, что не следует устанавливать меры на отток капитала, так как золото в страну можно вернуть с помощью повышения процентных ставок без влияния на уровень цен [3, с. 453–454].

Альфред Маршалл, один из основоположников неоклассического течения, в своей книге «Деньги, кредит и торговля» (Money, credit and commerce, 1922 год) подчеркивает, что рынок капитала – саморегулирующаяся система. Во-первых, он показал важность фондовых бирж в установлении рыночной цены на ценные бумаги, что предотвращает махинации, связанные с занижением или с завышением цен на них [220, с. 89–91]. Во-вторых, на рынке иностранной валюты равновесие устанавливается автоматически, исходя из валютного курса и процентной ставки [220, с. 148–149]. В-третьих, временная покупка иностранных ценных бумаг является важным средством международной помощи во время финансовых потрясений, которое может смягчить давление на экспорт товаров [37; 220, с. 137].

С кейнсианской точки зрения, средства управления потоками капитала являются благоразумными мерами. Во-первых, при политике финансовой либерализации возрастает риск изменчивости динамики и направленности трансграничных потоков капитала, а также изменения стоимости важных активов страны. Это усиливает риски роста инфляции и процентных ставок. Во-вторых, неуверенность на финансовом рынке может вызвать «стадное чувство», то есть породить панику среди агентов и вызвать массовый отток капитала в условиях финансовой открытости. В-третьих, каждая страна должна выбирать свою макроэкономическую политику сама [37; 202, с. 315–316]. Джон Мейнард Кейнс считал, что управление потоками капитала гарантирует независимость в установке процентной ставки. Без данного макроэкономического инструмента будет невозможно проводить противочиклическую денежно-кредитную политику, направленную против роста безработицы [37; 137, с. 571]. Кейнс уделял много внимания достижению стабильности обменного курса. Для сокращения волатильности обменного курса он предлагает режим ползающего валютного курса, привязанного к золоту. Он развивает идею Международного клирингового союза (ICU), основанную на международной денежной единице «bancor». Суть этой международной валюты заключается в том, что к ней должны быть привязаны национальные денежные единицы, которые могут колебаться в пределах $\pm 5\%$ ее стоимости [37; 158, с. 231–233].

Противоположной точки зрения придерживался один из основоположников монетаризма Милтон Фридман, который выступал за снятие ограничений с потоков капитала и внедрение режима свободного плавающего курса. Согласно утверждениям Фридмана, изменение цен происходит с целью достижения макроэкономического равновесия и плавающий валютный курс решит проблемы диспропорций в платежном балансе [37; 177, с. 12]. Фридман отмечает, что сочетание негибкой заработной платы и фиксированного валютного курса приведет к дефициту платежного баланса. В качестве решения данной проблемы он предлагает три различных пути: принятие режима плавающего валютного курса; регулирование движения капитала и товаров; повышение гибкости цен и зарплаты.

Но отдает свое предпочтение свободному плавающему обменному курсу, который необходим для проведения независимой денежно-кредитной политики [124]. Он доказывает предположение, что валютные спекуляции не являются причиной дестабилизации экономики [125]. А дестабилизация экономик стран при использовании свободного плавающего курса и сохранение экономической устойчивости при режимах фиксированного валютного курса рассматриваются как «удача» стран [37; 126].

Экономическая политика неолиберализма появилась существенно позже неоклассического течения. Она основывается на идеях неоклассического течения и монетаризма и имеет на современном этапе высокое идеологическое влияние во многих странах и международных организациях. Теоретические концепции данного течения тесно связаны с монетаризмом и предоставляют множество аргументов в пользу мобильности капитала, в частности [37; 235, с. 21–22]:

– финансовая либерализация обеспечит эффективное распределение сбережений по инвестициям, устраняя вложения в непроизведенные активы (например, землю, недра), стимулируя вложения в банковские депозиты, что устранит низкодоходные инвестиции, увеличит капитальные вложения и производительность капитала; в итоге данный процесс приведет к стимулированию экономического роста [37; 78, с. 442]:

– улучшение рыночной дисциплины в условиях открытости потоков капитала позволит перетекать капиталу в страны с хорошим управлением, то есть эффективное распределение сбережений, что приведет к экономическому росту [37; 159, с. 3; 230, с. 10];

– мобильность капитала позволяет диверсифицировать риски предприятий на финансовом рынке [37; 230, с. 10];

– мобильность капитала дает возможность занять денег за границей для преодоления рецессии и для финансирования инвестиций в развивающихся странах [37; 230, с. 10];

– мобильность капитала – это элемент личной свободы [37; 235, с. 21–22];

– контроль потоков капитала способствует поиску дорогостоящей ренты [235, с. 21–22]. Возникает риск коррупции в правительстве, так как рыночные агенты могут направить ресурсы на обход контроля [37];

– регулирование потоков капитала имеет низкую эффективность при наличии сложных финансовых рынков; эффективность краткосрочных мер по регулированию потоков капитала в Бразилии Карвальо и Гарсиа [235, с. 21–22] объясняют проведением сложных операций финансовыми учреждениями по избежанию данного регулирования [37].

Дальнейшее развитие кейнсианской экономической мысли в отношении финансовой либерализации происходит в рамках некейнсианской и посткейнсианской школ, которые выдвигают множество аргументов против данной политики на фоне возрастающей глобальной финансовой нестабильности [37]. Некейнсианцы акцентируют внимание на регулировании краткосрочных потоков капитала. Наибольший вклад в теорию финансовой либерализации внесли два нобелевских лауреата по экономике – Джеймс Тобин и Джозеф Стиглиц [37].

Джеймс Тобин считает, что основная проблема – это мобильность потоков капитала, а не режим валютного курса. Свободное перемещение больших объемов финансовых средств через иностранные биржи ограничивает проведение национальной экономической политики, в том числе из-за невозможности устранить различия между национальными процентными ставками и ставками других государств [37; 286]. Основные трудности для национальной экономики создаются из-за того, что ценовой отклик на перемещение товаров и труда медленнее движения финансовых потоков. В качестве решения этой проблемы Тобин предлагает два варианта: 1) развитие экономической и валютной интеграции стран; 2) создание национальных или валютных зон, которые могут увеличить автономию экономической политики стран этих зон [37; 286, с. 153–154]. Тобин предлагает введение налога (1972 год) во всем мире на валютные операции с целью сокращения валютных спекуляций [37; 286, с. 155].

Джозеф Стиглиц приводит ряд аргументов против либерализации рынка капитала: 1) во время ослабления экономики усиливается отток капитала, так как

банкиры при неблагоприятной ситуации стремятся вывести свои деньги (процикличность потоков капитала); 2) несовершенство информации не приводит рынок капитала к оптимальности по Парето; 3) ограничение краткосрочных потоков капитала не делает экономику менее привлекательной для прямых инвестиций; 4) национальная экономическая политика чувствительна к финансовой открытости (например, на изменении процентных ставок). Либерализация не связана с увеличением инвестиций, а связана с риском нестабильности экономики страны, то есть либерализация счета капитала только может способствовать рецессии. Одним из средств стабилизации экономики является ограничение краткосрочных потоков капитала [37; 272, с. 1079–1081].

Стиглиц отмечает, что проведение политики либерализации по притоку прямых иностранных инвестиций (далее – ПИИ) не гарантирует положительные результаты. Так, во многих развивающихся странах прямые иностранные инвестиции направляются в предприятия добывающей отрасли, которые приватизируются. Впоследствии наблюдается истощение природных ресурсов страны, а доход от приватизации идет на потребление, а не на развитие экономики [37; 273, с. 85–86].

Представители посткейнсианского течения рассматривают свободные трансграничные потоки капитала в роли смягчающего механизма дисбалансов платежного баланса страны, а не в качестве источника получения внешних сбережений. Полезность потоков капитала определяется состоянием внутреннего финансового сектора. Таким образом, финансовая либерализация не приводит к увеличению доступа к устойчивым долгосрочным источникам финансирования, а добавляет валютные несоответствия к проблеме расхождения сроков погашения кредитов и может привести к увеличению волатильности потоков капитала. Данная политика оказывает влияние на внутреннюю финансовую стабильность и валютный курс страны (при условии установленного режима свободного плавающего курса) и может привести к отрицательным последствиям в реальном и финансовом секторах [37; 136, с. 156–160; 175, с. 107–109; 274, с. 129].

Посткейнсианцы также развивают идеи по регулированию рынка капитала. Некоторые из них предлагают создать такие институты, как Международный финансовый орган (Итуэил, Тернор), Международный клиринговый союз (Дэвидсон) [26, с. 51–52]. Особого внимания заслуживает предложение Дэвидсона о реформировании международной валютной системы на основе идей Кейнса. Во-первых, он предлагает осуществление операций на международном рынке капитала только центральными банками стран на основе Международной денежной клиринговой единицы (International Money Clearing Unit) в клиринговой организации. Во-вторых, он предлагает установить «триггерный механизм», согласно которому будет осуществляться перелив капитала из страны с излишними кредитными ресурсами в страны с дефицитом платежного баланса [26, с. 51–52; 37].

Международным валютным фондом в пользу мобильности капитала выдвигаются следующие аргументы [37; 281, с. 10–12]:

- на микроэкономическом уровне движение капитала может повысить эффективность распределения ресурсов и конкурентоспособность внутреннего финансового сектора [37; 281];
- потоки капитала могут содействовать передаче технологий и методов управления, в частности, за счет прямых иностранных инвестиций [37; 281];
- на макроэкономическом уровне свободные потоки капитала позволяют странам вкладывать в укрепление благосостояния при дисбалансе счета текущих операций (например, для производственных инвестиций или сглаживания потребления) [37; 281];
- либерализация потоков капитала может иметь косвенные или «второстепенные» преимущества для промежуточных целей, таких как развитие финансового сектора, дисциплина макроэкономической политики, торговля и повышение экономической эффективности [37; 281];
- страны получают больше преимуществ от либерализации потоков капитала, когда достигают определенных уровней финансового и институционального развития [37; 281];

– мобильность капитала позволяет выводить финансовый капитал на международный уровень, который оказывает большое влияние на национальную экономическую политику и структуру экономики страны [37; 281];

– государственное управление трансграничным движением потоков капитала может увеличивать экономические издержки. В частности, это снизит дисциплину на финансовых рынках и в государственных финансах, ограничит доступность иностранного капитала и возможности резидентов к диверсификации своих активов, а также формирует стремление к получению финансовой ренты и коррупцию [37; 281].

МВФ делает оговорку по поводу получения преимуществ от либерализации счета движения капитала. Во-первых, страны могут получить преимущества только по достижении определенных уровней финансового и институционального развития. Во-вторых, данный процесс увеличивает риск макроэкономической нестабильности и подверженности финансовым кризисам, если страна не достигла определенного уровня финансового и институционального развития. Более точная информация об этом уровне в работе МВФ не раскрывается и подчеркивается, что глобальный финансовый кризис может представлять угрозу даже для развитых стран [37; 281, с. 13].

Теория финансовой либерализации развивается не только в рамках мейнстрима экономических течений. Значительный вклад внесли в эту теорию французская школа политэкономии и марксизм [37].

Одно из ранних экономических течений, которое отрицало наличие механизма саморегуляции валютного обменного курса на рынке товаров и услуг, представлено французской исторической школой. Французские экономисты утверждали, что неблагоприятный валютный курс, возникающий при превышении импорта над экспортом, не всегда запустит механизм саморегуляции рынка, так как равновесия в платежном балансе можно достичь с помощью экспорта ценных бумаг [37; 149, с. 210].

Марксизм рассматривает процесс финансовой либерализации как усиление капиталистической системы, что увеличивает риск финансовой нестабильности и

ставит под угрозу национальные интересы прежде всего развивающихся стран. Карл Маркс и Фридрих Энгельс доказывают, что причиной финансовой нестабильности является сама капиталистическая модель экономики. Рост цен в результате спекулятивных операций увеличивает денежный капитал, при этом товарный капитал и зарплата рабочих остаются на прежнем уровне, что приводит к сокращению потребления, а следовательно, к затовариванию и к кризису. Чрезмерный экспорт и импорт капитала и товаров между странами втягивает в кризис всех участников, при этом избыточные отток и приток капитала являются индикатором кризиса [2, с. 540–541; 37].

Примечательно, что Маркс и Энгельс проводят анализ на модели экономики, где устранены все ограничения на потоки капитала. Логичен вывод о том, что снижение государственного регулирования по валютным операциям способствует ослаблению защиты экономики стран перед внешними шоками, которые являются частью капиталистической системы [37].

В более поздних работах марксистов акцентируется внимание на то, что либерализация потоков капитала не приводит к развитию развивающихся стран, а наоборот, создает для них угрозу стать сырьевым придатком развитых стран. Рост спроса на сырье в развитых странах стимулирует увеличение прямых инвестиций в сельское хозяйство и добычу полезных ископаемых слаборазвитых стран или колоний, и это ускоряется концентрацией, централизацией капитала в развитых странах и экономическими кризисами [1, с. 58–63; 102, с. 96–103; 103, с. 12]. Эти факторы оказывают влияние на буржуазию слаборазвитых стран, интересы которой смещаются в сторону экспорта сельскохозяйственной и добывающей продукции [103, с. 12]. Интересы финансовых структур слаборазвитых стран переориентируются на обслуживание экспорта сырья и сельскохозяйственной продукции, так как контроль потоков капитала осуществляют банки развитых стран [37; 103, с. 12].

Таким образом, на основе проведенного исследования экономических течений и теоретических концепций финансовой либерализации произведена их

группировка по критерию необходимости регулирования/дерегулирования трансграничных потоков финансового капитала (таблица 1).

Таблица 1 – Группировка экономических течений и концепций финансовой либерализации

Экономические течения	Концепции финансовой либерализации	Авторы концепций
<i>«За» снятие мер регулирования потоков финансового капитала</i>		
Французская либеральная школа (середина XVIII века)	Государственное участие в регулировании валютного рынка бесполезно, за исключением получения государственных иностранных займов при отрицательном платежном балансе или осуществлении валютных интервенций	Р. Кантилон, Д. Хьюм, Ж.Ф. Мелон, Ф. Дютот
Классическое экономическое течение (середина XVIII века – середина XIX века)	Либерализация потоков капитала необходима для свободной торговли и инвестирования. Рынок капитала (в том числе валютный рынок) – это саморегулирующаяся система, государство не должно вмешиваться в ее работу (Laissez-faire)	А. Смит, Дж. С. Милль
Неоклассическое экономическое течение (20-е годы XX века)	Либерализация счета капитала приводит к более эффективному перераспределению ресурсов между странами, так как рынок – эффективная саморегулирующаяся система	А. Маршалл
Неолиберализм (70–90-е годы XX века)	Дополняют аргументы неоклассической и монетарной теорий. Финансовая либерализация сокращает издержки на экономику, повышает финансовую дисциплину, диверсифицирует риски, способствует привлечению прямых иностранных инвестиций и экономическому росту	Р.Я. Маккиннон, Ф. Хайек, И. Фишер, М. Обстфельд и др.
Монетаризм (70-е годы XX века)	Дефицита платежного баланса можно избежать в трех случаях: повысив гибкость цен и зарплат, установив регулирование движения капитала и товаров, приняв режим свободного плавающего курса национальной валюты. Но для достижения макроэкономического равновесия необходимо проведение финансовой либерализации	М. Фридман
Институциональная точка зрения МВФ (2012 год)	Финансовая либерализация требует определенного уровня финансового и институционального развития	МВФ
<i>«Против» снятия мер регулирования потоков финансового капитала</i>		
Кейнсианство (50-е годы XX века)	Либерализация счета операций с капиталом не дает возможности провести противочиклическую денежно-кредитную политику, а следовательно, блокирует борьбу с безработицей	Дж.М. Кейнс

Экономические течения	Концепции финансовой либерализации	Авторы концепций
Неокейнсианство (конец 70-х годов XX века)	Главной причиной дестабилизации экономик стран в условиях глобальной нестабильности является открытость краткосрочных потоков капитала	Дж. Тобин, Дж. Стиглиц
Посткейнсианство (конец 90-х годов)	Положительные и отрицательные эффекты влияния политики финансовой либерализации на финансовую стабильность зависят от состояния внутренних источников финансирования (то есть необходимо обеспечение внутренней макроэкономической стабильности). Либерализация не увеличивает доступ к долгосрочным источникам финансирования и может привести к волатильности потоков капитала	П. Девидсон, Дж.К. Харкорт, Р. Стюарт и др.
Французская историческая школа (середина XVIII века)	Отвергается эффективность саморегулирующегося механизма валютного рынка	А. Курнот, Г. Суберкасо
Марксизм (XIX век)	Капиталистическая модель экономики характеризуется спекулятивными операциями и макроэкономической неустойчивостью. В условиях полной мобильности потоков капитала страны вовлекаются в финансово-экономический кризис, начавшийся хотя бы в одной из стран, имеющих тесные экономические связи. Интернационализация капитала способствует развитию экспорта сырья и сельскохозяйственной продукции, торговли, но при этом наступает деградация других отраслей, особенно в развивающихся странах	Н.И. Бухарин, В.И. Ленин, К. Маркс, Ф. Энгельс и др.

Источник: составлено автором по [37].

Исходя из концепций финансовой либерализации, автором были определены основные направления государственной политики по предотвращению внешних финансовых шоков (таблица 1):

1) непосредственное государственное регулирование потоков капитала рассматривается некоторыми экономическими школами в качестве инструмента сглаживания воздействия внешних экономических шоков: кейнсианство (регулирование потоков капитала для проведения антициклической политики); неокейнсианство (ограничение краткосрочных потоков как одна из причин возникновения и передачи внешних шоков);

2) ряд экономических школ рассматривает внутреннее экономическое и институциональное состояние как фактор противодействия внешним шокам в условиях финансовой открытости: посткейнсианство (финансовая либерализация не может рассматриваться как отдельный инструмент экономической политики, так как ее успех зависит от внутренней макроэкономической стабильности); институциональная точка зрения МВФ (успех финансовой либерализации определяется финансовым и институциональным уровнями развития).

3) марксизм отмечает важность поддержания низкого уровня интеграции в мировую финансовую систему как главного источника внешних шоков [37].

По нашему мнению, развитие концепций финансовой либерализации в большей мере получило под воздействием глобальной финансовой нестабильности и развития валютных отношений в рамках международной финансовой архитектуры. И если в начале XX века проблема трансграничных потоков капитала рассматривалась в теоретической плоскости или через призму валютных отношений, то после Второй мировой войны и Великой депрессии с усилением доминирования кейнсианской теории и установлением Бреттон-Вудской системы развиваются меры по непосредственному ограничению трансграничных потоков капитала. Но с отменой Бреттон-Вудской системы, распространением идей монетаризма и неолиберализма, ростом трансграничных финансовых операций и возникновением целого ряда финансовых кризисов акценты сначала смещаются на регулирование краткосрочных потоков капитала (неокейнсианская теория) как самых волатильных. Далее с усилением процессов финансовой либерализации в рамках Вашингтонского консенсуса развиваются идеи о том, что финансовая либерализация не может быть самостоятельной политикой, то есть при проведении данной политики необходимо уделять больше внимания макроэкономической стабильности (посткейнсианское течение) и развитию институциональной среды (точка зрения МВФ).

Подводя итоги, отметим, что финансовая либерализация, под которой подразумевается процесс, направленный на отмену государственного регулирования рынка международного финансового капитала, является частью

монетарной и неолиберальной теории. Исследование показало, что существует множество концепций, относящихся к политике финансовой либерализации и ее влиянию на национальную экономику стран. Но теоретические исследования не дают однозначных ответов по получаемым от данной политики выгодам и негативным эффектам для экономик стран [37].

Сторонники дерегулирования считают, что финансовая либерализация способствует экономическому развитию всех участников за счет активизации всех форм международных инвестиционных процессов, а мировой финансовый рынок обладает свойством саморегулирования.

Противники финансовой либерализации утверждают, что такой процесс провоцирует цепную реакцию финансовых кризисов, которые в долгосрочной перспективе разрушают экономики участников, в особенности развивающихся стран.

Теоретические подходы указанных двух групп во многом обусловлены спецификой этапа развития международной валютной системы в конкретном историческом периоде; фазой воспроизводственного цикла мировой экономики. Так, на фоне кризисов чаще формируются теории государственного регулирования трансграничных валютно-финансовых потоков. Дихотомия теоретических подходов отражает политэкономическую природу взглядов авторов. Сопоставление концептов позволило сделать вывод об отсутствии единой позиции, выявить теоретически обоснованные сильные и слабые стороны процесса финансовой либерализации.

Установлено, что в теоретических концепциях основной акцент сделан на изучении регулирования операций по счету движения капитала платежного баланса, внутреннего экономического и институционального состояния стран. Однако понятие финансовой либерализации значительно шире и предполагает исследование последствий снятия ограничений с внутреннего финансового сектора страны и переход к режиму свободного плавающего курса национальной валюты. Такой подход определил логику исследования автора: изучение регулирования трансграничных потоков капитала, национального обменного курса и анализ

основных элементов внутренней экономической политики, которые в совокупности определяют характер влияния финансовой глобализации на экономики развивающихся стран.

1.2 Опыт проведения политики финансовой либерализации в развивающихся странах

В последние десятилетия развивающиеся страны активно проводят политику финансовой либерализации под влиянием происходящих в мире процессов интеграции и глобализации, а также давления со стороны национальной промышленности, научного сообщества (мейнстрим), международных организаций (МВФ, Всемирный банк, Организация экономического сотрудничества и развития) [10, с. 22; 43, с. 56] и стран с развитой экономикой.

Однако политика либерализации движения потоков капитала, помимо преимуществ, «рекламируемых» МВФ и научным сообществом (монетарное и неолиберальное экономические течения), на практике характеризовалась рисками и недостатками, особенно для развивающихся стран:

- международные потоки капитала сосредоточены в ограниченном количестве стран и в некоторых высоко капиталоемких секторах (например, природные ресурсы);
- доступ на международные финансовые рынки усиливает процикличность финансовой системы вместо ее снижения;
- большие притоки капитала оказывают дестабилизирующее воздействие на экономики стран [22; 23; 108, с. 59–60];
- происходит значительный рост внешнего долга [12, с. 75].

В этом параграфе основное внимание будет уделено изучению опыта внешней финансовой либерализации развивающихся стран. В частности, будут рассмотрены меры по регулированию/дерегулированию счета операций с

капиталам, валютная политика государства и проведение данной политики до/после финансовых кризисов, которые были зафиксированы в стране.

Как известно, группа развивающихся стран отличается большим разнообразием ее членов (в настоящем исследовании применяется классификация стран МВФ [6, с. 239–240]). Для целей дальнейшего исследования был произведен отбор конкретных стран по следующим критериям: а) масштабы и уровень развития экономики; б) значимость интегрированности в мировую экономику; в) относительно низкая доля топливно-сырьевых товаров в экспорте (для снижения помех конъюнктурных колебаний); г) активное проведение финансовой либерализации (Индекс КАOPEN¹⁾).

Наиболее экономически развитыми из развивающихся стран являются страны из Большой двадцатки (Группа 20) [45]: Аргентина, Бразилия, Индия, Индонезия, Китай, Мексика, Россия, Турция, Южно-Африканская Республика (таблица 2).

По данным Всемирного Банка за 1990–2020 годы все выбранные развивающиеся страны имеют значительные объемы реального валового внутреннего продукта (далее – ВВП), который в совокупности составил 23 % мирового реального ВВП. Не менее значимой является их международная торговая интеграция: доля экспорта и импорта товаров и услуг в мировом экспорте и импорте составила в среднем 24 и 23 % соответственно (таблица 2).

Согласно индексу КАOPEN, все эти страны осуществляют политику финансовой либерализации (максимальное значение индекса за 1990–2019 годы составило более 16 из 100 %²⁾), что несомненно важно для настоящего исследования.

При этом Южная Африка, Россия и Саудовская Аравия являются в большей мере товарно-сырьевыми экспортерами, что позволяет их исключить из анализа.

¹⁾ Более подробную информацию о данном индексе см. в параграфе 1.3.

²⁾ При 100 % страна полностью финансово открыта. А подробная информация об индексе КАOPEN представлена в параграфе 1.3.

Экономика Мексики находится под сильным влиянием США, что может снизить корректность результатов настоящего исследования [41].

Таблица 2 – Значения основных параметров отбора стран за период 1990–2020 годов

Развивающиеся страны	ВВП (в ценах 2015 г.)		Сырьевой экспорт		Индекс КАOPEN, %		
	млрд. долл. США	% к итогу по миру	Экспорт топлива, % от экспорта товаров	Экспорт руд и металлов, % от экспорта товаров	Минимальное значение	Максимальное значение	Среднее значение
Китай	5966	10,37	2,4	1,6	0,0	16,4	14,8
Бразилия	1409	2,45	5,9	12,3	0,0	53,7	25,0
Индия	1285	2,23	9,2	4,5	16,4	16,4	16,4
Россия	1088	1,89	56,0	7,3	0,0	71,7	45,6
Мексика	941	1,64	12,3	2,5	25,3	70,0	65,0
Индонезия	579	1,01	26,9	6,1	41,7	100,0	69,0
Турция	571	0,99	2,8	3,2	16,4	44,8	30,9
Саудовская Аравия	467	0,81	86,9	0,5	70,0	100,0	78,0
Аргентина	457	0,79	9,6	2,7	0,0	94,0	40,5
Южная Африка	268	0,47	9,7	20,5	0,0	41,7	16,8
Всего по Группе 20*	44887	77,99	x	x	x
Всего по развивающимся странам (в рамках Группы 20)	13031	22,64	x	x	x
Всего по миру	57553	100,00	10,9	3,7	x	x	x

* П р и м е ч а н и е – Расчет по Группе 20 производился без учета Европейского союза.

Источник: составлено автором по данным: [197; 300].

Таким образом, для исследования процессов финансовой либерализации были определены следующие развивающиеся страны: Китай, Аргентина, Бразилия, Индия, Индонезия и Турция.

Аргентинская Республика. Аргентина начала проводить политику финансовой либерализации в конце 70-х – начале 80-х годов XX века. Этот процесс можно разделить на три этапа. На первом этапе (1971–1976 годы) было принято множество мер валютного регулирования, таких как система двойного валютного рынка, ограничения на репатриацию прибыли и другие ограничения, касающиеся прибыли и дивидендов за границей. На втором этапе в 1976–1981 годах ограничения постепенно устраняются, и к 1980 году меры по управлению капиталом были смягчены, что облегчило для резидентов страны его отток. Третий этап (1982–1984 годы) характеризуется оттоком капитала и неоднократной девальвацией национальной валюты, что привело к отмене мер финансовой либерализации: принят двойной обменный курс, введен запрет на продажу иностранной валюты и приняты другие регулирующие меры [243, с. 315–317].

В начале 90-х годов XX века в Аргентине был разработан План конвертируемости (The Convertibility Plan) для предотвращения чрезмерной инфляции, которая наблюдалась в 80-х годах. План прикрепил аргентинский песо к доллару США. Был установлен валютный совет, который требовал, чтобы 2/3 денежной базы были обеспечены международными резервами. План предполагал сокращение тарифов и других барьеров, препятствующих международной торговле и движению потоков капитала¹⁾ [143, с. 300]. В течение 1991–1994 годов в Аргентине наблюдался рост более 7 % ВВП в год. Но бразильский кризис 1998 года вызвал рецессию в аргентинской экономике. Бразилия, крупнейший торговый партнер Аргентины, девальвировала свою валюту (реал) против доллара, что привело к ревальвации песо и серьезно подорвало экспортный рынок Аргентины [293, с. 12–13].

В 1998–2001 годах для удовлетворения требований МВФ и для выхода из рецессии аргентинское правительство начало проводить политику по ужесточению экономики: увеличение налогов и сокращение расходов федерального бюджета. Но ситуация в стране усугублялась такими факторами, как опасение инвесторов по

¹⁾ Согласно индексу КАОРЕН с 1993–2000 годов в Аргентине были максимально сняты все ограничения с потоков капитала (около 70–75 % открытости потоков капитала) [197].

поводу отмены привязки валюты, спекуляции на фондовой бирже, отток капитала из страны, а также значительный государственный долг (45 % к ВВП на конец 2001 года) и отказ МВФ в финансовой помощи [293, с. 14–20].

6 января 2002 года Аргентина отказалась конвертировать по паритету 1 к 1 песо к доллару, что привело к обесценению национальной валюты более чем на 30 % за одну ночь. Позднее были приняты меры по контролю за капиталом в области ограничения оттока денежных средств из страны. При этом наблюдался тяжелый экономический кризис: 40 % населения страны проживали за чертой бедности, а безработица достигла более 22 %; международные резервы сокращались на 100 млн долл. в день, а инфляция превысила 45 % [293, с. 23–24].

Причин кризиса 2001 года было несколько [293, с. 26]:

– установление режима валютного совета и проведение политики либерализации ограничили использование инструментов денежно-кредитной политики [164, с. 8];

– либерализация торговли и высокий обменный курс национальной валюты снизили конкурентоспособность товаров национальной промышленности перед импортной продукцией [238, с. 30];

– проведение политики по сокращению бюджетных расходов во время рецессии; либерализация потоков капитала и финансовых рынков в условиях высоких процентных ставок перенаправила инвестиции из производства в иностранные спекулятивные операции, что способствовало ослаблению защиты национальной финансовой системы перед внешними шоками [238, с. 30–31];

– внешние факторы – падение иностранных инвестиций на рынках развивающихся стран из-за валютных кризисов (Азиатский финансовый кризис 1997–1998 годов и экономический кризис 1998 года в России) [264, с. 29–30].

С 2002 года главными приоритетами экономической политики Аргентины становятся стабилизация валютного рынка и решение проблем с волатильностью краткосрочных потоков капитала. Период после кризиса характеризуется следующими моментами: установлением режима двойного валютного курса (январь 2002 года) [164, с. 40]; отсутствием ограничений на счете текущих

операций; ужесточением мер регулирования краткосрочных потоков капитала (минимальное время обслуживание обменных операций через единый свободный валютный рынок) и либерализацией других регулирующих мер, наложенных на финансовый счет во время кризиса. С учетом политики стерилизации Центрального Банка Аргентины были достигнуты следующие успехи в экономике: стабилизация на финансовом и валютном рынке; рост международных резервов; привлечение международных инвесторов [242, с. 93–95].

В 2002–2014 годах постепенно ужесточаются меры по регулированию потоков капитала, для того чтобы остановить отток капитала и приток спекулятивного капитала. При этом правительство устанавливает требования к репатриации капитала (для всех инвестиций и денежных средств) для нефтяных, газовых и горнодобывающих компаний. В это время происходит значительное падение уровня безработицы и увеличение ВВП более чем на 600 % за 2001–2013 годы. Но не исполнение решения американского суда по долгам 2001 года привело Аргентину к техническому дефолту в 2014 году [265, с. 3–4].

Рецессия 2008–2009 годов практически не затрагивает аргентинскую экономику: в четвертом квартале 2008 года и первом квартале 2009 года – падение ВВП на 0,9 %, но в следующих 10 кварталах рост ВВП достиг 8,6 % в год [296, с. 4].

Стоит отметить, что в 2011 году с целью сокращения спроса на иностранную валюту были введены ограничения на продажу иностранной валюты, в том числе на выплату дивидендов иностранным компаниям и платежи по импорту. Впоследствии данные ограничения нанесли ущерб экономической деятельности и международные резервы стали уменьшаться.

Со сменой правительства в 2015 году валютная политика изменяется: устанавливается единый обменный свободноплавающий валютный курс, происходит снятие ограничений для всех сделок по текущему счету и ликвидируется большая часть ограничений по финансовому счету (к 2018 году остаются ограничения на прямые инвестиции и сделки с недвижимым имуществом) [60, с. 72; 69], а в 2020 году страна приходит к новому дефолту.

Это связано с неэффективной экономической политикой предыдущего правительства, которое взяло огромный кредит МВФ с целью покрытия бюджетного дефицита и спекулятивных авантюр. В результате происходит сильное обесценивание национальной валюты. В 2019 году используются меры по регулированию потоков капитала. В связи с пандемией COVID-19 экономическая ситуация ухудшилась. В 2021 году инфляция в стране составила более 60 %. Девальвация аргентинского песо, значительный внешний долг страны и поспешный уход в отставку министра экономики [82] – все это добавляет неопределенности в дальнейшем развитии страны, что порождает оттоки капитала из нее [81; 63].

Федеративная Республика Бразилия. В начале 90-х годов XX века происходят процессы либерализации счета движения капитала в Бразилии: в ряде секторов сняты ограничения для иностранных прямых инвестиций. В 1991 году институциональным инвесторам было разрешено приобретение акций национальных фирм. В 1992 году Центральный Банк Бразилии проводит политику либерализации оттоков капитала, что существенно увеличило бегство краткосрочного капитала и спекулятивные атаки [138, с. 62–63]. В ответ на эти проблемы в 1993 году устанавливается контроль над притоками капитала в виде налога на финансовые операции [109, с. 165–166].

В период 1990–1994 годов основной экономической политикой Бразилии становится система фиксации валютного курса с номинальной ежедневной переоценкой (*crawling peg exchange rate*), что приводит к девальвации национальной валюты, политике высоких процентных ставок, высокому профициту торгового баланса и притоку капитала за счет очень высокой инфляции [138, с. 59–61].

Для борьбы с высокой инфляцией в 1994 году был принят План Реала (реформа Фернанду Кардозу), который заключался в переходе на новую валюту от Крузейро (*Cruzeiro*) к реалу (*Real, R\$*), эквивалентному 1 доллару США [218, с. 36–37], и установлению валютного коридора. Процентная ставка была

увеличена до 50 % для защиты от спекулятивных атак и финансовой паники, вызванной мексиканским кризисом (1994 г.) [287, с. 205].

С 1994–1998 годов наблюдается быстрый рост притоков капитала в страну, обусловленный быстрой ревальвацией реала и высокой процентной ставкой. Почти 2/3 из всех притоков капитала были краткосрочные. Для снижения притоков капитала в Бразилии вводится ряд ограничений на них:

- увеличен минимальный срок погашения банковских кредитов; ужесточено использование экспортных кредитов [129, с. 25–26];
- снижены лимиты по долларовым обязательствам и увеличены лимиты по долларовым активам для банков [129, с. 25–26];
- введен запрет на иностранные инвестиции для внутреннего рынка производных финансовых инструментов [107, с. 60];
- увеличена область охвата налога на финансовые операции и повышены его ставки [107, с. 60].

Несмотря на вводимые ограничения на притоки капитала, активно проводится политика либерализации в отношении оттоков капитала. В 1994 году создается специальный фонд для иностранных инвестиций. В 1996 году бразильским инвесторам разрешили приобретать бразильские депозитарные расписки от иностранных корпораций (BDRs) [170, с. 97].

Из-за событий в России 1998 года произошло сужение международных кредитных рынков, что резко вызвало оттоки капитала в Бразилии, которые оказались нестабильными. Это привело к обесценению реала [236, с. 10]. В ответ на оттоки капитала был отменен налог на финансовые операции, ограничивающий притоки капитала [109, с. 166].

К причинам, вызвавшим валютный кризис, можно отнести следующие:

- завышенный валютный курс реала [287, с. 206–207];
- большой бюджетный дефицит [287, с. 206–207];
- падение доходов от экспорта, обусловленное восточноазиатскими кризисами [287, с. 206–207];

- неэффективность принятых мер для сдерживания притоков капитала [236, с. 10];
- высокая либерализация счета капитала [236, с. 10].

После бразильского валютного кризиса в 1999 году была принята новая экономическая политика – установлены режим плавающего обменного курса и режим таргетирования инфляции, а также заложено формирование профицита бюджета. Данная политика снизила процентные ставки, но волатильность обменного курса осталась высокой [138, с. 61].

В период 2000–2006 годов активно проводится политика по снятию ограничений с притоков и оттоков капитала в Бразилии. В 2000–2001 годах были устранены ограничения с притоков капитала: разрешено нерезидентам проводить операции с производными финансовыми инструментами, покупать акции и облигации, котируемые на бразильском фондовом рынке, а также открывать филиалы иностранных банков. В 2005–2006 годах осуществляется снятие ограничений с оттока капитала: в 2005 году устранены максимальные лимиты по опционам, позволяющие инвестировать в материнские компании, лимиты денежных переводов для нефинансовых частных предприятий, а также необходимость получения разрешения для определенных кредитных операций и движения личного капитала; в 2006 году устранен контроль за передачей денежных средств и выпуском ценных бумаг за рубежом резидентами [204, с. 7].

После финансово-экономического кризиса 2008–2009 годов в Бразилии наблюдаются значительные притоки трансграничного капитала и ревальвационное давление. Это обусловлено высокой мобильностью капитала и внутренними факторами, такими как экономический рост и высокие процентные ставки. Поэтому с октября 2009 года проводится политика по ужесточению регулирования потоков капитала с целью сдерживания укрепления бразильского реала: в 2009 году введен налог на финансовые операции (*imposto sobre operações financeiras* – IOF) и до 2012 года область действия данного налога только расширялась. В 2011 году бразильский реал стал девальвировать из-за проводимой

политики наложения ограничений на потоки капитала, и в конце 2011 года тенденция была усилена кризисом в еврозоне [245, с. 14–23].

С 2012 года после снижения давления на валютный рынок в Бразилии снимаются ограничения, связанные с притоком капитала: снижена ставка IOF по внешним заимствованиям со сроками погашения более одного года; освобождены от налога IOF внешние заимствования со сроком погашения более одного года (2012 год) [70, с. 45]; освобождены от налогообложения операции, связанные с иностранной валютой (2013–2014 годы) [71, с. 40–42; 72, с. 34–35]; сняты ограничения с прямых иностранных инвестиций в сектор здравоохранения (2014–2015 годы) [72, с. 55; 73, с. 34]. В то же время усиливаются ограничения на спекулятивные операции и отток капитала: ужесточены лимиты на позиции по производным финансовым инструментам в банках (2012 год) [70, с. 49]; увеличивается ставка IOF по операциям, связанным с оттоком капитала (например, расходование и снятие денежных средств за границей с помощью банковских карт) (2013 год); отменены резервные требования по коротким позициям в иностранной валюте (2013 год) [71, с. 42].

В 2014 году начался новый экономический кризис, известный как «великая бразильская рецессия», обусловленный как социально-экономическими, так и политическими проблемами (неэффективной государственной экономической политикой, коррупционными скандалами, импичментом президента и др.). Как результат – сокращение ВВП, понижение инвестиционного рейтинга страны, отток краткосрочного капитала, девальвация национальной валюты, рост государственного долга [180; 300].

Начиная с 2014 года на фоне экономического кризиса отмечается политика дерегулирования потоков капитала: уменьшается срок погашения внешних кредитов, которые облагаются налогом IOF (2014 год); разрешены ПИИ в секторе здравоохранения (2015 год); бразильским фондам прямых инвестиций разрешено инвестировать за границу до 20 % (2016 год); снижаются резервные требования для банков (2017–2018 годы) [67; 69; 72; 73].

Но принятые в ответ на кризис 2014–2016 годов меры по консолидации бюджетных расходов, либерализация по счету движения капитала и приватизация части предприятий не смогли до конца стабилизировать ситуацию: продолжился отток краткосрочного капитала в Бразилии [96]. Ситуация ухудшилась в связи с новым кризисом, обусловленным COVID-19. В 2020 году возрос уровень оттока капитала из страны и достиг рекордного уровня (в 2 раза выше, чем во время кризиса 2008–2009 годов). В дополнение к этому ситуация ухудшается из-за внутренних социально-экономических и политических факторов (роста заболеваемости, снижения ВВП, увольнения министров здравоохранения и др.) [100].

В 2022 году Организация экономического сотрудничества и развития (далее – ОЭСР) предложила Бразилии присоединиться к двум международным документам: Кодексу по либерализации движения капитала и Кодексу по либерализации текущих операций. Это потребует от страны дальнейших шагов по снижению ограничений трансграничных потоков капитала, но даст возможность в дальнейшем вступить в ОЭСР. Страна уже более 5 лет внедряла принципы данных кодексов [283].

Республика Индия. До 80-х годов XX века Индия имела ограничения по счету операций с капиталом. До 1975 года индийская рупия была привязана к фунту стерлингов, а позже – к мультивалютной корзине. В 1979 году из-за второго нефтяного кризиса увеличился торговый дефицит, так как оборудование, технологии и сырье закупались за границей. Как следствие, принимается новая экономическая политика, направленная на экспортно-ориентированный рост: либерализация торговли, инвестиций и финансовых рынков. Экспортным предприятиям предоставляется возможность привлекать иностранные частные инвестиции; юридические лица и финансовые учреждения получили возможность привлекать коммерческий капитал в виде займов, облигаций и т. п. [110, с. 18–23].

К концу 1990-х годов Индия имеет большую внешнюю задолженность по сравнению с другими азиатскими странами: обслуживание внешнего долга составило 30 % к поступлениям по текущему счету. В 1991 году Индия испытывает

кризис платежного баланса, обусловленный крахом Советского Союза как одного из ее крупнейших торговых партнеров; происходит снижение доверия иностранных инвесторов и снижение кредитного рейтинга страны. Эти события создают трудности для коммерческих банков в получении финансирования и вызывают отток краткосрочного капитала [110, с. 18–23].

Вторая попытка провести политику финансовой либерализации в Индии началась с 1991 года после кризиса внешней задолженности. Направление политики либерализации задается уроками кризиса 1991 года, связанного с преобладанием краткосрочной задолженности и оттоком капитала нерезидентов. С 1991 года начинается снятие ограничений с текущего счета (отмена валютного бюджета и ликвидация контроля по текущим операциям). В 1991 году разрешены прямые иностранные инвестиции в индийские предприятия в размере 51 % от уставного капитала, занимающиеся производственной деятельностью, но с обязательной регистрацией их в Резервном Банке Индии (далее – РБИ). В 1992 году разрешено инвестировать иностранным институциональным инвесторам во внутренний рынок капитала Индии с количественными ограничениями. В 1993 году происходит переход от режима двойного обменного курса к единому плавающему курсу, но РБИ продолжает играть важную роль на валютном рынке. В 1994 году достигается полная конвертируемость по счету текущих операций [138, с. 74–77].

Перед началом Азиатского кризиса 1997–1998 годов Комитет по конвертируемости счета движения капитала¹⁾ разработал отчет по дальнейшей либерализации потоков капитала. Отчет содержит дорожную карту, которая устанавливает предварительные условия политики финансовой либерализации (шестимесячное покрытие импорта, бюджетный дефицит к ВВП 3,5 %, уровень инфляции 3–6 %, валовая доля неработающих активов коммерческих банков не должна превышать 5 % [172, с. 6]) и этапы либерализации счета движения капитала

¹⁾ Комитет был создан Резервным банком Индии в 1997 году. Он подчеркивал важность регулирования потоков трансграничного капитала с целью защиты от внешних шоков в кризисные периоды.

до 2000 года. Но кризис 1997–1998 годов замораживает исполнение этой дорожной карты [209, с. 1].

В 1997–1998 годах Индия успешно избежала Азиатского кризиса благодаря своей политике, которая состояла в гибкости обменного курса (в сочетании с эффективным управлением), эффективным управлением счетом движения капитала, политике поддержания высокого уровня международных резервов с учетом дефицита текущего счета и риска ликвидности национальной валюты [276, с. 21].

После кризисного периода 2000–2007 годов из-за избыточной глобальной ликвидности и сильной национальной экономики Индия испытывает рекордные притоки капитала, которые оказали негативное давление на национальную валюту и уровень инфляции, на конкурентоспособность индийских товаров на мировых рынках. Для решения данных проблем правительство накладывает ограничения на притоки капитала и стимулирует оттоки капитала из страны.

1. Для сдерживания притоков капитала установлены ограничения на иностранные заимствования: ограничена конвертация иностранной валюты в рупии при осуществлении внешних заимствований, ограничен доступ национальным корпорациям к иностранному капиталу [267, с. 7] и в 2007 году разрешены займы в иностранной валюте только с целью импорта [239, с. 457] и др. Введен запрет на иностранные деривативы, позволяющие индивидуальным иностранным инвесторам принимать участие в торгах на индийском фондовом рынке.

2. Для стимулирования оттоков капитала в 2006–2007 годах приняты следующие меры: увеличены лимиты портфельных инвестиций в иностранные компании; индийским фирмам частично разрешено инвестировать в совместные зарубежные предприятия и др. [239, с. 447–448]

Наличие мер в Индии, ограничивающих трансграничные потоки капитала, не смогло сгладить значительные негативные последствия от мирового финансового кризиса 2008–2009 годов. В 2008 году был вызван резкий отток капитала из страны. Как следствие – девальвация рупии и сокращение международных резервов. В ответ на кризис правительство проводит политику по стимулированию притоков

капитала (например, увеличен инвестиционный лимит для иностранных институциональных инвесторов, для национально значимых отраслей сделаны послабления в привлечении внешнего коммерческого долга) [83, с. 808–819]. В сентябре 2008 года потоки краткосрочной задолженности были полностью ограничены. Но эффективность этих мер можно поставить под сомнение, так как Индия испытала воздействие кризиса через финансовый и текущий счета.

На фоне роста мировых цен на энергоресурсы и восстановления экономики США в 2013 году резко остановлен приток капитала в Индию, а индийская рупия испытала девальвационное давление [59]. При этом новый кризис был обусловлен не только внешними факторами, но и внутренними – дефицитом текущего счета и бюджетным дефицитом [186].

С 2014–2018 годов происходит широкомасштабная либерализация, касающаяся текущего счета и счета операций с капиталом [67; 69; 72; 73]:

- увеличены лимиты по невидимым и текущим операциям для резидентов; увеличен допустимый предел по ПИИ в ограниченных секторах экономики (например, телевидении, обороне и др.);

- увеличены лимиты по операциям с капиталом для резидентов (сделки с недвижимостью и личным капиталом);

- отменена часть ограничений с производных финансовых инструментов и портфельных инвестиций;

- банкам разрешен выпуск облигаций за границей, деноминированных в индийских рупиях и др.

В 2019 году из-за увеличения объемов торгов индийской рупией в оффшорных зонах РБИ рассмотрел предложения по смягчению ограничений доступа к внутренним рынкам. В 2020 году ограничения были частично смягчены [183].

Распространение инфекции COVID-19 в 2020 году вызвало новый экономический кризис. В частности, в Индии происходит рекордное сокращение притоков капитала: за один месяц объем притоков иностранного капитала сократился так же, как и в 2013 году, за шесть месяцев [142].

В 2021 году по мере оживления экономики вновь наблюдаются притоки иностранного капитала в страну, и Резервный Банк Индии планирует дальнейшую либерализацию трансграничных потоков финансового капитала. В частности, рассматриваются вопросы по снятию ограничений с частных иностранных долговых потоков (т. е. портфельные инвестиции) и по разрешению открывать счета нерезидентам в рупиях [255].

Республика Индонезия. Политика финансовой либерализации в Индонезии началась с введения свободного валютного режима в 1970 году, который позволял покупать и продавать иностранную валюту. В 1982 году произошла отмена требований о репатриации иностранной валюты, а в 1989–1991 годах появились новые сектора для прямых иностранных инвестиций, в том числе банковский сектор. Почти одновременно в Индонезии произошли процессы внутренней финансовой либерализации в 1983–1989 годах и наблюдалась макроэкономическая устойчивость (устойчивый экономический рост, низкая инфляция и устойчивый обменный курс) – все это привело к увеличению притоков капитала на фоне понижения международных процентных ставок в 1990 году [19; 169, с. 269].

В 1990–1991 годах индонезийская экономика начала перегреваться: увеличился дефицит текущего счета, выросла инфляция и высоко поднялись процентные ставки. В это же время увеличиваются притоки иностранного капитала в форме банковского займа. В ответ на это установлен контроль на иностранные займы для банков и уменьшен размер банковского валютного свопа в отношении собственного капитала банков. Но власти продолжают либерализацию для портфельных и прямых иностранных инвестиций, которые осуществлялись на фондовом рынке, а также принимают меры по увеличению финансирования торговли за счет иностранных займов [19; 144, с. 23].

Из-за роста финансовой нестабильности (дефицит текущего счета, вызванный притоками краткосрочного капитала и высокой ликвидностью денежной базы), кризис в Таиланде стал спусковым механизмом для возникновения внутреннего кризиса [193, с. 149]. В 1997 году резко произошли оттоки частного капитала из Индонезии, в связи с этим национальная валюта к

концу 1997 года обесценилась меньше чем за 6 месяцев приблизительно на 55 %. Девальвация индонезийской рупии сопровождалась банковским кризисом, что переросло в национальный экономический кризис: рост инфляции и безработицы [19; 279, с. 157].

С 1978 года в Индонезии был установлен режим управляемого плавающего курса, где в качестве якоря выступала корзина из семи валют, в которой доллар США имел существенный вес. Но большой отток капитала во время кризиса требовал значительных интервенций, что снизило эффект от стерилизации национальной валюты и привело к увеличению затрат на денежно-кредитную политику. В итоге в 1997 году был установлен режим свободно плавающего валютного курса для защиты валютных резервов [19; 179, с. 6].

Одной из главных причин кризиса 1997 года М.С. Гоэлтом и др. называют либерализацию счета движения капитала в сочетании с плохим государственным управлением в финансовом секторе (в том числе в банковском секторе), которая снизила финансовую устойчивость страны. Это проявлялось в:

- 1) чрезмерной зависимости от иностранных источников финансирования (займы частного сектора до кризиса выросли до 60 % от внешней задолженности);
- 2) использовании банками внешних краткосрочных заимствований для финансирования долгосрочных кредитов, выраженных в рупиях [19; 169, с. 273].

После азиатского кризиса в 1998 году было установлено ограничение на косвенное кредитование национальными банками нерезидентов через своп-рынок. В 1999 году целью экономической политики стала поддержка стабильности рупии. В 2000 году принята политика таргетирования инфляции [178, с. 13]. В 2001 году для снижения чрезмерного колебания валют ужесточено валютное регулирование спекулятивных операций [19; 169, с. 279].

Во время финансово-экономического кризиса 2008–2009 годов экономика Индонезии пострадала в меньшей степени, чем в азиатский кризис 1997–1998 годов. Основные проблемы в индонезийской экономике возникли по текущему счету: падение экспорта на 20 % по сравнению с декабрем 2008 года [187]. Кроме этого, неопределенность на мировых финансовых рынках вызвала

следующие трудности для национальной экономики Индонезии: обесценение валютного курса, сопровождаемое высокой волатильностью, высокую инфляцию и отток капитала из страны [19; 191, с. 2–3].

Как утверждает Сапарини, причиной кризиса 2008–2009 годов стала та же самая ошибка, которую правительство Индонезии сделало во время кризиса 1997 года. Правительство стимулировало приток краткосрочных потоков капитала¹⁾, что привело к снижению финансовой устойчивости страны и перенаправило инвестиции из реального сектора в финансовый. В дополнение к этому страна имела значительный государственный долг (33 % к ВВП), что превышало в 1,6 раз государственный бюджет, а обслуживание долга составляло 16 % всего бюджета. Но при этом страна сохраняла большие международные резервы и неразвитую обрабатывающую промышленность, что не позволяло снизить нагрузку на бюджет [19; 262, с. 23–26].

После финансово-экономического кризиса 2008–2009 годов азиатские экономики ожидали возобновление притоков капитала. В связи этим Индонезия осуществляет валютные интервенции и накладывает ограничения на притоки и оттоки капитала. В 2010 году внедряется Сертификат Банка Индонезии (Bank Indonesia Certificates, SBI²⁾); установлены новые правила по чистым открытым валютным позициям; увеличена для банков доля валютных резервов при осуществлении краткосрочных заимствований. В 2011 году установлены ограничения на инвестиции банков в валютные облигации [19; 199, с. 43].

В границах блока АСЕАН+3³⁾ с 1997 года наблюдаются процессы по региональной финансовой интеграции с целью противодействия кризисным явлениям. Индонезия, чтобы избежать повторения финансового кризиса, в рамках АСЕАН поддержала дорожную карту по финансовой и денежной интеграции, а

¹⁾ Повышение процентной ставки на фоне понижения ставок в мире и проведение политики финансовой либерализации.

²⁾ Инструмент центрального банка в Индонезии для проведения операций на открытом рынке с целью контроля ликвидности в банковской системе.

³⁾ Страны АСЕАН (Таиланд, Малайзия, Индонезия, Сингапур, Филиппины, Бруней, Вьетнам, Лаос, Мьянма и Камбоджа) плюс Япония, Южная Корея, Китай.

также Чиангмайскую инициативу, призванную укрепить финансовую стабильность в регионе [19; 39; 190, с. 294].

С 2012 года проводится дальнейшая политика финансовой либерализации. Во-первых, частично снимаются ограничения с притоков трансграничного капитала и расширяются лимиты для институциональных инвесторов: разрешено проведение операций с производными финансовыми инструментами для хеджирования; пенсионным фондам разрешено инвестировать в иностранные ценные бумаги до 5 % от общего объема инвестиций (2015 г.); повышен порог форвардных сделок (2015 г.). Во-вторых, ужесточаются меры по контролю трансграничных операций, направленных на отток капитала: документальное подтверждение обменных операций свыше 100 тыс. долларов США; снижение лимитов по спотовым сделкам без подтверждающих документов в 2015 году; пересмотр механизма валютного контроля по внешнему долгу для банков в 2019 году [182, с. 37–39]

Но, как и большинство развивающихся стран, в 2020–2021 годах Индонезия столкнулась с новым экономическим кризисом, обусловленным пандемией COVID-19: падение ВВП, отток капитала и девальвация национальной валюты. Однако правительство не планирует вводить ограничения на потоки капитала, как в предыдущие кризисы. В качестве регулирующих мер рассматриваются фискальные стимулы и валютные интервенции, а также заявляется о возможности использования регионального механизма по стабилизации национальной валюты (двусторонние свопы) [131; 189].

Китайская Народная Республика. Политика финансовой либерализации в Китае начала проводиться с 1992–1996 годов, что связано с началом масштабных социально-экономических реформ, направленных на построение социалистической рыночной экономики (1980-е годы) [35, с. 6]. В частности, в 1992 году для нерезидентов было разрешено осуществлять прямые иностранные инвестиции в китайскую экономику [301, с. 221]; в 1994 году был устранен режим двойного обменного курса и принят режим управляемого плавающего валютного

курса. При этом большая часть ограничений сохранялась на притоке и оттоке трансграничных потоков капитала на финансовом счете.

В 2001 году Китай вступает во Всемирную торговую организацию (ВТО). Это предполагает снятие ограничений с финансового счета. Резидентам было разрешено инвестировать свою иностранную валюту в акции. С 2004 года страховые компании смогли инвестировать свою иностранную валюту в международный рынок капитала [185, с. 57]; увеличены лимиты на вывоз денежных средств из Китая для эмигрантов, студентов и туристов; с 2005 года сняты требования репатриации валютной выручки для некоторых фирм; с 2006 года либерализованы правила рынка иностранной валюты (форекс), что позволило резидентам покупать больше иностранной валюты.

Кризис 2008–2009 годов экономика Китая перенесла значительно легче, чем другие страны, рассматриваемые в настоящем исследовании [5]. Несмотря на это, падение мирового спроса вызвало последующую глобальную рецессию, что ухудшило положение китайской экономики, вызвав сокращение в торговле примерно на 17 %. В результате отрицательный чистый экспорт оказал влияние на рост ВВП Китая до 2009 года. Тем не менее экспорт Китая достиг положительного роста в 2010 году, когда восстановился экономический рост в развитых странах [28; 216].

Китай отменил ряд ограничений с движения прямых иностранных инвестиций, ослабил контроль над трансграничными портфельными инвестициями, но сделки на денежном рынке и сделки с финансовыми производными инструментами остались под полным контролем государства. С 2009 года либерализация счета движения капитала Китая ускорилась из-за интернационализации юаня, что привело к значительному дерегулированию краткосрочных трансграничных потоков капитала. Например, появилась схема расчетов по трансграничным торговым операциям в юанях между Гонконгом и

материковым Китаем, что создало значительные возможности и риски для арбитража обменного курса¹⁾ юаня [165, с. 2].

В 2010–2013 годах были приняты следующие меры, касающиеся политики финансовой либерализации:

– квалифицированным иностранным институциональным инвесторам разрешено инвестировать во фьючерсные контракты на базе фондовых индексов (2010 год) [206, с. 23–25];

– иностранным инвесторам разрешено заниматься деятельностью, связанной с прямыми инвестициями, с использованием юаня (2011 год) [206, с. 23–25];

– для квалифицированных иностранных институциональных инвесторов увеличены квоты по китайским ценным бумагам (2012–2013 годы) [206, с. 23–25];

– банкам разрешено давать кредиты в юанях национальным предприятиям для осуществления прямых иностранных инвестиций за рубежом (2011 год) и др. [206, с. 23–25].

В 2012 году в докладе Народного банка Китая был предложен поэтапный процесс реформ, который предусматривал создание условий для увеличения китайских инвестиций за рубежом, сокращение срока платежа по зарубежным кредитам в юанях, более широкие возможности по зарубежным инвестициям в Китае. И последним шагом должна была стать свободная конвертация юаня при ограничении спекулятивных потоков капитала и внешнего краткосрочного заимствования [101, с. 27]. Однако Народный Банк Китая отложил проведение данной политики [305, с. 4].

В 2013–2015 годах обменный курс юаня сильно ревальвировал по отношению к доллару США [112; 121]. Это вывело обменный курс из установленного правительством валютного коридора, что несет риск нарушения экономической безопасности страны (например, усиление оттока капитала, сокращение экспорта). Поэтому Народный Банк Китая произвел девальвацию

¹⁾ Одновременная покупка и продажа валюты на разных рынках с целью получения дохода.

национального обменного курса в 2015 году, вызвав значительный отток капитала. Впоследствии применение валютных интервенций для стабилизации юаня привело к самому большому падению международных резервов Китая [113].

В ответ на эти события в 2016–2017 годах был введен ряд ограничений по счету операций с капиталом и приняты меры по усилению валютного контроля [121, с. 6]: лицензирование международных интернет-продаж, ужесточение правил по осуществлению ПИИ в китайские государственные предприятия, запрет на биткойны и др. Народный банк Китая принял меры по предотвращению операций, связанных с отмыванием денег и финансированием терроризма [112; 121].

Стоит отметить, что в 2017 году председатель КНР Си Цзиньпин обозначил приоритетность финансовой безопасности в экономической политике Китая, что привело к созданию Комитета по финансовой стабильности и развитию при Госсовете КНР. Главная задача этого надзорного органа – координация всех структур финансовой сферы, а также анализ состояния финансовых рынков, координация кредитно-денежной политики, сокращение масштабов теневого банковского сектора и др. [46]

В конце 2017 и начале 2018 года увеличиваются квоты в рамках схем зарубежных инвестиций (QDLP¹, QDII²) [122, с. 4]. Происходит смягчение денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики Китая. Но «торговые войны» с США способствовали замедлению экономического роста и падению фондового рынка, что привело к девальвации юаня на 10 %. Для стабилизации обменного курса юаня валютный регулятор отказался предоставлять новые квоты по данным схемам [114].

¹) Программа QDLP (Qualified Domestic Limited Partnership) – пилотная программа, которая дает возможность национальным и иностранным управляющим активами привлекать юани для зарубежных инвестиций. Программа запущена в 2013 году [292].

²) Программа QDII (Qualified Domestic Institutional Investor) запущена в 2006 году в Китае, которая дает возможность национальным институциональным инвесторам обменивать юани на иностранную валюту и приобретать иностранные ценные бумаги на зарубежных рынках. При этом инвесторы должны получить разрешение от Федерального министерства по управлению валютными операциями (State Administration of Foreign Exchange, SAFE). Объем разрешенных инвестиций котируется и управляется китайским правительством [251].

Во время мирового кризиса 2020–2021 годов осуществлялась широкомасштабная государственная поддержка, что вызвало сильнейший приток капитала в 2021 году по сравнению с 2020 годом в китайскую экономику. При этом эксперты обеспокоены резким приливом «горячих денег», так как это может стимулировать отток капитала из страны при изменении глобальной ситуации, что вызовет дестабилизацию на внутренних финансовых рынках. В связи с этим Китай одобрил рекордный объем квот для местных фондов по инвестициям за границей (через механизм QDII) [120].

Подводя итоги, можно сделать вывод, что процесс финансовой либерализации был направлен на привлечение прямых иностранных инвестиций в определенные сектора экономики. При этом власти Китая уделяют внимание регулированию оттока капитала и ограничению спекулятивных операций, что играет важную роль во время финансово-экономических кризисов, происходящих в последние несколько десятилетий. Как итог, Китайская Народная Республика может противостоять финансовой инфекции, несмотря на проведение частичной либерализации счета движения капитала [105, с. 84].

Турецкая Республика. Политическая и экономическая открытость в начале 80-х годов XX века легла в основу нового курса правительства Турции после десятилетия политических конфликтов и долгового кризиса. Одним из приоритетных направлений этого курса стала политика финансовой либерализации (1983–1984 годы): резидентам разрешено брать кредиты на международных рынках; резидентам и нерезидентам разрешено приобретать активы внутри страны и за рубежом; резидентам и нерезидентам разрешено открывать валютные депозиты в национальных банках; резидентам разрешено держать иностранную валюту [61, с. 91–93].

Дальнейшая финансовая либерализация в Турции была проведена в 1989–1990 годах, обусловленная недостаточной возможностью заимствования государства на внешнем и внутреннем рынках капитала, и, как следствие, – желанием расширить внутренний рынок капитала [150, с. 54]. Политика включала снятие главных ограничений на движение капитала, в том числе ограничений на

заимствование резидентами на международных рынках капитала. Принятые обязательства по статье 8 МВФ обеспечивали полную конвертируемость национальной валюты [62, с. 103].

Но из-за резкого оттока капитала в 1994 году Турция испытала финансовый кризис. В качестве причины кризиса можно выделить либерализацию счета движения капитала, которая привела к росту внешнего долга, увеличению импорта, дефицита текущего счета, а также способствовала падению курса национальной валюты и оттоку капитала [306, с. 98–99].

В 1999 году Турция принимает режим обменного курса со скользящей привязкой (*crawling peg*). Турецкая лира была привязана к доллару США и к немецкой марке. Но переоцениваемая турецкая лира и рост краткосрочных иностранных обязательств у турецких банков привели к оттоку капитала, что вызвало новый финансовый кризис в 2001 году. Лира девальвировала больше чем на 90 %, и деловая активность снизилась на 9,4 % ВВП [196, с. 251].

После кризисного периода 2000–2001 годов в Турции был принят свободно плавающий обменный курс и возросли оттоки капитала, особенно в виде портфельных инвестиций. Иностранные активы банковского сектора увеличились на 28,7 млрд долларов США за 2001–2007 годы. При этом в последние два года сильная переоценка турецкой лиры и неустойчивость на финансовых рынках побуждали резидентов увеличивать свои валютные запасы [304, с. 472].

Новая рецессия турецкой экономики произошла в середине 2006 года, что привело к девальвации национальной валюты. К причинам данного кризиса относят следующие факторы, которые проявлялись в условиях открытого счета движения капитала: политическая нестабильность, ужесточение требований к ликвидности на международных рынках капитала, высокие процентные ставки, переоцененная турецкая валюта, спекулятивное воздействие на национальную валюту, высокая внешняя задолженность [219, с. 20].

По сравнению с кризисом 1994 и 2001 годов мировой финансовый кризис 2008 года оказал наименьшее отрицательное влияние на экономику Турции. В 2008 году только по статье платежного баланса «портфельные инвестиции»

наблюдался отток капитала, а по другим статьям притоки капитала просто снизились [127, с. 14–15]. Несмотря на это, государство осуществляет валютные интервенции с целью поддержки национального обменного курса вплоть до августа 2009 года [74; 75].

В период с 2008–2009 годов активно продвигается политика либерализации счета капитала: материнским компаниям и филиалам за границей разрешено использовать финансовые кредиты в любой валюте; сняты ограничения на товарные кредиты; разрешили пенсионным фондам приобретать иностранные ценные бумаги (2008 год); банкам разрешили свободно торговать иностранной валютой (2009 год) [74, с. 2488].

Итог политики финансовой либерализации в Турции – в последнее время увеличился поток иностранных кредитов от международных финансовых учреждений для ее частных компаний, в том числе на спекулятивную деятельность. На фоне политической и экономической нестабильности (чрезвычайно высокий внешний частный долг, тарифная политика США в отношении турецких экспортных товаров и увеличение процентной ставки в США) турецкая лира в 2018 году обесценилась на 40 %, что стало причиной нового кризиса [52]. В связи с этим турецкие власти приняли ряд мер по ограничению потоков капитала: ограничение ссуд в иностранной валюте, ограничение банковских сделок с нерезидентами по производным финансовым инструментам, репатриация валютной экспортной выручки, ужесточение валютного законодательства и др. [231, с. 46–48]

Ситуация в финансовом секторе Турции ухудшилась из-за введенных ограничений для предотвращения распространения инфекции COVID-19 в 2020–2021 годах. Во-первых, обменный курс турецкой лиры упал практически в 2 раза по отношению к доллару США. Во-вторых, произошло понижение долгового рейтинга международными агентствами. В-третьих, выросли цены (инфляция на конец года достигла 36 % на товары первой необходимости) [290] и усугубилась социальная напряженность [58].

На основе исследуемого опыта можно предположить, что процесс финансовой либерализации является одним из важных факторов возникновения финансово-экономических кризисов (таблица 3).

Таблица 3 – Политика финансовой либерализации и финансово-экономические кризисы

Период финансово-го кризиса	Политика перед финансовым кризисом	Основные индикаторы финансового кризиса	Изменения в политике финансовой либерализации	Внешний фактор финансового кризиса
<i>Аргентина</i>				
1982–1984 годы	Устранение ограничений на потоки капитала	Отток капитала и девальвация валюты	Наложение ограничений на потоки капитала	Не выявлено
1998–2001 годы	Жесткая привязка национальной валюты к доллару и экономическая либерализация, политика экономии	Обесценение национальной валюты, отток капитала, валютные спекуляции, дефолт	Установлены ограничения по краткосрочным потокам капитала	Кризис в Бразилии
2019–2021 годы	Либерализация счета операций с капиталом	Невыполнение государством обязательств перед иностранными кредиторами	Наложение ограничений на потоки капитала	COVID-19
<i>Бразилия</i>				
1992–1993 годы	Устранение ограничений на потоки капитала	Отток капитала и спекулятивные атаки	Установлен контроль над притоками капитала	Не выявлено
1998 год	Установление валютного коридора, сдерживание притоков капитала и снятие ограничений с оттоков капитала	Отток капитала и девальвация валюты	Режим плавающего обменного курса и либерализация потоков капитала	Дефолт в России 1998 года
Мировой финансовый кризис (2008–2009 годы)	Режим плавающего обменного курса и либерализации потоков капитала	Значительные притоки капитала и ревальвационное давление	Ограничение потоков капитала	Мировой финансовый кризис (2008–2009 годы)
Великая бразильская рецессия (2014–2016 годы)	Частичное ограничение оттоков капитала и либерализация притоков капитала	Отток капитала, понижение инвестиционного рейтинга и девальвация валюты	Либерализация потоков капитала	Не выявлено

Период финансово-го кризиса	Политика перед финансовым кризисом	Основные индикаторы финансового кризиса	Изменения в политике финансовой либерализации	Внешний фактор финансового кризиса
2020–2021 годы	Либерализация счета операций с капиталом	Отток капитала, падение ВВП	Либерализация потоков капитала	COVID-19
<i>Индия</i>				
1991 год	Экономическая либерализация	Кризис внешней задолженности и отток капитала	Дальнейшая либерализация счета движения капитала	Не выявлено
2000–2007 годы	Либерализация счета движения капитала	Негативное влияние притоков капитала на валюту, уровень инфляции и конкурентоспособность индийских товаров	Ограничения на притоки капитала и стимулирование оттоков	Не выявлено
Мировой финансовый кризис (2008–2009 годы)	Неэффективные ограничения на потоки капитала	Девальвация валюты и сокращение международных резервов	Частичное снятие ограничений с притоков капитала	Мировой финансовый кризис (2008–2009 годы)
2013 год	Частичное снятие ограничений с притоков капитала	Резкое сокращение притоков капитала и девальвация национальной валюты	Широкомасштабная либерализация потоков капитала	Восстановление экономики США и рост цен на энергоресурсы
2020–2021 годы	Широкомасштабная либерализация потоков капитала	Резкое сокращение притоков капитала и девальвация национальной валюты	Дальнейшая либерализация потоков капитала	COVID-19
<i>Индонезия</i>				
Азиатский финансовый кризис (1997–1998 годы)	Либерализация прямых и портфельных инвестиций	Рост дефицита текущего счета, инфляции, внешнего долга и процентных ставок. Резкий отток частного капитала	Режим управляемого плавающего курса, наложение ограничений на потоки капитала, в том числе на спекулятивные	Кризис в Таиланде
Мировой финансовый кризис (2008–2009 годы)	Ужесточение валютных ограничений	Отток капитала и девальвация валюты	Ужесточение валютных ограничений и проведение валютных интервенций	Мировой финансовый кризис (2008–2009 годы)

Период финансово го кризиса	Политика перед финансовым кризисом	Основные индикаторы финансового кризиса	Изменения в политике финансовой либерализации	Внешний фактор финансового кризиса
2020–2021 годы	Частичная либерализация потоков капитала и ужесточение валютного контроля	Отток капитала и девальвация валюты	Не выявлено	COVID-19
<i>Китай</i>				
Мировой финансовый кризис (2008–2009 годы)	Снятие ограничений с притока прямых иностранных инвестиций, частичное снятие ограничений на отток капитала для резидентов	Снижение экспорта и темпов экономического роста	Очень ограниченная либерализация счета движения капитала и дальнейшие «обещания» по ее проведению	Мировой финансовый кризис (2008–2009 годы)
2015 год	Искусственная девальвация юаня	Девальвация юаня и значительное сокращение международных резервов	Ужесточение валютных ограничений и усиление валютного контроля	–
2018 год	Существенных изменений нет	Девальвация юаня	Отказ в предоставлении квот на осуществление зарубежных инвестиций	Торговые войны с Вашингтоном
2020–2021 годы	Существенных изменений нет	Снижение экспорта и темпов экономического роста. Чрезмерные притоки капитала в страну.	Предоставление квот на осуществление зарубежных инвестиций в больших объемах	COVID-19
<i>Турция</i>				
1994 год	Постепенное снятие ограничений с потоков капитала	Рост внешней задолженности, дефицит текущего счета, девальвация национальной валюты и отток капитала	Принятие режима со скользящей привязкой	Не выявлено
2001 год	Существенных изменений нет	Отток капитала и девальвация валюты	Принят режим свободного плавающего курса	Не выявлено

Период финансово-го кризиса	Политика перед финансовым кризисом	Основные индикаторы финансового кризиса	Изменения в политике финансовой либерализации	Внешний фактор финансового кризиса
2006 год	Существенных изменений нет	Девальвация национальной валюты	Существенных изменений нет	Не выявлено
Мировой финансовый кризис (2008–2009 годы)	Существенных изменений нет	Отток портфельных инвестиций	Продвижение политики по либерализации финансового счета	Мировой финансовый кризис (2008–2009 годы)
2018–2021 годы	Политика по либерализации финансового счета	Девальвация национальной валюты, чрезмерный частный внешний долг, понижение долгового рейтинга	Приняты меры по ограничению потоков капитала	Политика США, COVID-19

Источник: составлено автором.

В таблице 3 в разрезе стран отражена политика либерализации внешнего финансового сектора, проводимая правительствами стран до/после кризисов, и основные эффекты кризисов. В целом с 80–90-х годов прошлого века все изучаемые страны проводят политику финансовой либерализации, которая предшествует финансовым кризисам разного масштаба или формирует их. Государственные ограничительные меры служат важным инструментом для преодоления кризисов. Наблюдается чередование государственной политики дерегулирования/регулирования международных финансовых потоков при участии применения регулирующих мер.

Подводя итоги исследования опыта проведения политики либерализации внешнего финансового сектора рассматриваемых развивающихся стран, можно выделить следующее.

1. Турция, Бразилия, Аргентина и Индия придерживаются политики либерализации внешнего финансового сектора, несмотря на макроэкономическую дестабилизацию своей национальной экономики, вызванную притоками и оттоками капитала. В результате страны испытывают дестабилизирующее влияние потоков капитала. Но в тяжелых кризисных ситуациях Аргентине, Бразилии и

Индии приходится осуществлять регулирование трансграничных потоков капитала, несмотря на приверженность неолиберальному курсу.

2. С конца XX века Индонезия проводит политику по либерализации счета движения капитала. Прошедшие финансово-экономические кризисы в этой стране, обусловленные внешними факторами, привели к использованию мер регулирования потоков капитала.

3. Китай продолжает сохранять мобильность потоков капитала на очень низком уровне, одновременно проводя политику финансовой либерализации, которая является частью политики экономического развития. Но, несмотря на меры, принимаемые китайским правительством по сохранению стабильности финансовых потоков, Китай испытывает трудности с регулированием потоков во время мировых экономических кризисов, например, в 2020–2021 годах наблюдаются значительные притоки финансового капитала.

1.3 Подходы к исследованию влияния финансовой либерализации на экономическое состояние стран

В последние десятилетия наблюдается переход от теоретических к эмпирическим исследованиям в области финансовой открытости. Рассматривается и сравнивается опыт стран, появляется множество работ, предлагающих различные макроэкономические и математические модели для оценки эффективности воздействия финансовой либерализации на экономики стран [33].

Наибольшее распространение получили эконометрические модели, которые позволяют исследовать все направления данного процесса. В эконометрических исследованиях финансовой либерализации или ее отдельных элементов можно выделить следующие основные принципы построения моделей (приложение А) [33]:

1) использование регрессионных моделей с панельными данными, где показатель финансовой либерализации является независимой переменной, а

показатель состояния экономики – зависимой переменной. Влияние оценивается с помощью метода наименьших квадратов, обобщенного метода моментов [166; 205];

2) применение моделей с переменной-модератором¹⁾, которая позволяет выявить определенные условия для эффективной политики финансовой либерализации [207; 232];

3) применение векторных авторегрессионных моделей (VAR) [185; 196; 204];

4) использование показателя финансовой либерализации в качестве зависимой переменной для выявления причин изменения политики по управлению потоками капитала [160; 241].

5) использование стохастических моделей для выявления взаимосвязи между финансово-экономическими кризисами (зависимая переменная) и политикой финансовой либерализации [65; 168].

По нашему мнению, наиболее успешным и эффективным методом оценки влияния финансовой либерализации является применение векторных авторегрессионных моделей (VAR). Во-первых, это обусловлено возможностью учесть временной разрыв между принятием политики финансовой либерализации и откликом макроэкономических показателей в ответ на данную политику. Во-вторых, данные модели позволяют определить не только единичный эффект от политики финансовой либерализации (если сравнивать с множественной регрессией), но и показать, как в долгосрочной перспективе распределяется эффект от данной политики на макроэкономические показатели. В-третьих, данная модель позволит определить не только влияние политики финансовой либерализации на макроэкономические показатели, но и сравнить вклад политики по увеличению финансовой открытости в рассматриваемые макроэкономические показатели с другими элементами национальной экономической политики.

Не менее важным элементом для проведения статистического и эконометрического анализа по оценке влияния финансовой либерализации на

¹⁾ Подробная информация о модели с переменной-модератором (moderator variable) и ее интерпретации представлена, например, в работах [29; 156; 298].

экономики развивающихся стран является составление системы статистических показателей.

Для отражения экономической ситуации стран в эмпирических работах используются макроэкономические показатели, такие как ВВП, темпы роста ВВП, реальный эффективный обменный курс (далее – РЭОК), объемы потоков капитала, индекс потребительских цен, кредиты, международные резервы и др. Для отображения кризисных явлений используются качественные статистические показатели [33].

Наибольшую сложность вызывает статистическое измерение степени финансовой либерализации, так как существует множество косвенных факторов, обуславливающих эффективность проводимой политики. Например, наличие или отсутствие обходных путей для перемещения капитала за границу либо определение эффективности налога на финансовые операции. Несмотря на это, эмпирические работы дают множество способов статистической оценки финансовой открытости экономики, которые можно разделить на две основные группы: показатели де-юре финансовой открытости и показатели де-факто финансовой открытости [33].

К показателям де-юре финансовой открытости относятся качественные показатели, которые отображают изменения в политике финансовой либерализации. Строятся данные индексы преимущественно на основе отчетов МВФ (Annual report on exchange arrangements and exchange restrictions, AREAER) (мера МВФ, мера Куинна и др.), других индексов де-юре финансовой открытости и анализа национального законодательства (таблица 4) [33].

Таблица 4 – Де-юре показатели финансовой открытости

Показатель финансовой открытости	Описание
Индекс финансовой либерализации (Gamra et al., 2008)	Степень либерализации определяется по трем аспектам финансовой либерализации: дерегулирование отечественного финансового сектора, либерализация финансовых рынков и открытие счета операций с капиталом. Каждому аспекту либерализации присваивается значение от 0 до 2 (либерализован – 2, закрыт – 0, частично либерализован – 1) и рассчитывается их среднеарифметическое [166]

Показатель финансовой открытости	Описание
Мера Куинна (Quinn, 1997)	Индекс строится на основе отчетов МВФ (AREAER). Индекс определяется на интервале от 0 до 4, суммируя полученные результаты по притокам и оттокам, где 0 – любые транзакции запрещены, 0,5 – существуют некоторые ограничения, 1 – высокие налоги, 1,5 – средние налоги, 2 – отсутствие налогов [252]
Индекс по ограничениям притока и оттока капитала (Cardoso e Goldfajn, 1997)	Строится на основе изучения национального законодательства в области политики, связанной с валютными ограничениями. К каждому событию, связанному с наложением и снятием ограничений на потоки капитала, присваивается «+1» или «-1» соответственно. При этом учет ведется отдельно по притокам и оттокам капитала. Методология построения индекса основана на работе (Cardoso e Goldfajn, 1997) [270]
Индекс открытости счета операций с капиталом (Laurenceson et al., 2005)	Индекс строится по 13 видам операций с капиталом (инструменты денежного рынка, коммерческие и финансовые кредиты и др.) на основе отчетов МВФ (AREAER), то есть за каждую открытую операцию стране дается 1 балл. Полученные результаты корректируются на незафиксированные потоки капитала [212, с. 11–12]
Индекс Шиндлера (Schindler, 2009)	Индекс строится на основе отчетов МВФ (AREAER) по категориям: прямые иностранные инвестиции; облигации и другие долговые ценные бумаги; акции и т. п. Дальнейшая их разбивка происходит по подкатегориям (продажа или выпуск резидентами за границей; покупка резидентами за границей; покупка нерезидентами; продажа или выпуск нерезидентами), которым присваиваются значения 0 (нет ограничений на финансовых операциях), 0,5 (с ограничением движения потоков капитала), 1 (полностью ограничено движение потоков капитала). Данные по индексу представлены за 1995–2005 годы [266, с. 224–228]
Индекс по контролю счета операций с капиталом (Huang et al., 2013)	Индекс строится на основе методов, изложенных в работах (Jin, 2004), (Xiao and Kimball, 2006), и является качественным показателем. Учитывает 11 видов операций с капиталом (инструменты денежного рынка, коммерческие и финансовые кредиты и др.) на основе классификации ОЭСР и Государственной администрации по обмену валюты КНР (SAFE) [185, с. 58–59]
Индекс финансовой либерализации (Park et al., 2014)	Построен на основе элементов финансовых реформ, представленных в работе (Abiad et al., 2008), и включает контроль по кредитным операциям, контроль процентной ставки, входные барьеры, банковский надзор, приватизацию, международный капитал, рынок ценных бумаг [237, с. 5–6]
Мера МВФ	Индекс строится по 13 видам операций с капиталом (инструменты денежного рынка, коммерческие и финансовые кредиты и др.) на основе отчетов МВФ (AREAER). По каждому виду операций с капиталом индекс может принимать значение от 0 до 1 [225, с. 10]

Источник: составлено автором по [33].

Среди наиболее популярных индексов определения финансовой либерализации, используемых в научных работах, можно выделить индекс де-юре финансовой открытости (The Chinn-Ito Index, KAOPEN), разработанный Мензи

Чином и Хиро Ито в 2006 году. Данный индекс рассчитывается в диапазоне значений от минус 1,92 (ограничено перемещение капитала) до 2,35 (достигнута финансовая открытость) или от 0 до 1, что позволяет значение данного индекса легко перевести в проценты (от 0 % до 100 %). Данный индекс охватывает следующие инструменты финансовой либерализации: множественность валютных курсов, сдачу экспортной выручки, ограничения по счету текущих операций и по счету капитала [123, с. 5]. Основой для расчета индекса финансовой открытости служит информация по ограничениям трансграничных финансовых операций, взятая из отчетов МВФ (Annual report on exchange arrangements and exchange restrictions, AREAER). К преимуществам индекса можно отнести ежегодное обновление, большой охват временного периода и количества стран (1970–2019 годы по 182 странам [197]), а к недостаткам – не учитывает множество косвенных параметров, влияющих на финансовую открытость (режим валютного курса, либерализацию процентной ставки, приватизацию экономики) [33].

Показатели де-факто финансовой открытости отображают фактическую степень интеграции национальной финансовой системы в мировую. К таким показателям можно отнести [33]:

- показатель международной финансовой интеграции (Lane Milesi-Ferretti, 2003), который рассчитывается как сумма иностранных активов и обязательств к ВВП страны [210, с. 86];

- показатель «результата» финансовой открытости (Краау, 1998), который рассчитывается как сумма инвестиций по притоку и оттоку (по различным статьям платежного баланса: прямые иностранные инвестиции, портфельные инвестиции, прочие инвестиции) к ВВП [205, с. 5–6];

- мера открытости на основе непокрытого процентного паритета (μ) (Reisen & Yeches, 1993), где показатель определяется по уравнению:

$$i_d = \mu i^* + (1 - \mu) i', \quad (1)$$

где i_d – действующая внутренняя процентная ставка,

i^* – процентная ставка не покрытого процентного паритета,

i' – возможная процентная ставка для закрытой экономики [258].

В случае необходимости учета условий институциональной, экономической и политической среды вводят следующие качественные переменные: показатель коррупции, показатель институционального качества и т. п. [33]. В некоторых исследованиях вводятся показатели, характеризующие мировую конъюнктуру, например, мировой реальный ВВП.

Таким образом, исходя из вышеуказанного, построена система статистических показателей по оценке влияния политики финансовой либерализации на макроэкономические показатели страны. Данная система будет служить основой для настоящего исследования процессов финансовой либерализации в развивающихся странах. Показатели разделены на три основные группы [33]:

1) показатели, отражающие экономическую ситуацию в стране:

а) показатели оценки состояния финансового сектора: данные платежного баланса и международной инвестиционной позиции, международные резервы, внешний долг, национальный обменный курс;

б) основные показатели, характеризующие макроэкономическую ситуацию в странах: валовой региональный продукт, реальный эффективный обменный курс, индекс потребительских цен;

2) показатели, отражающие финансовую открытость страны: индекс де-юре финансовой открытости (The Chinn-Ito Index, KAOPEN) и показатель де-факто международной финансовой интеграции (Lane Milesi-Ferretti, 2003);

3) прочие показатели, отражающие внешнюю экономическую конъюнктуру – мировой реальный ВВП.

Стоит отметить, что показатели, характеризующие экономическую, политическую и институциональную среду, в настоящей работе не будут использоваться. Во-первых, отсутствуют данные по целому ряду стран за определенные периоды, что делает невозможным провести широкомасштабное исследование по развивающимся странам. Во-вторых, данные показатели являются качественными данными и носят достаточно субъективный характер.

Как упоминалось ранее, наиболее популярным методом исследования в области финансовой либерализации стал эконометрический метод. Результаты эконометрических исследований по финансовой либерализации можно разделить на несколько групп [33].

Во-первых, выявлены работы, где ученые доказывают, что финансовая либерализация оказывает положительное влияние на экономики стран и не является причиной дестабилизации экономики [173, с. 130]. В частности, утверждается, что либерализация стимулирует экономический рост и инвестиции [166, с. 14–18; 247, с. 1671], сокращает бегство капитала [214, с. 1363], увеличивает доходность собственного капитала и снижает инфляцию, но увеличивает волатильность потоков капитала [33; 260].

Отдельно отметим работу Р. Маккинона, который считает, что без договоренности между промышленно развитыми странами по поддержанию стабильного обменного курса между собой другие страны будут испытывать трудности по стабилизации своего обменного курса. Автор подчеркивает важную роль финансовой либерализации в развитии экономики даже в условиях мировой финансовой нестабильности [33; 221, с. 16].

Во-вторых, выявлены работы, которые показывают успешность политики финансовой либерализации, но при определенных условиях. Т. Кунидэ и др. доказали, что выгода от либерализации счета капитала проявляется в менее коррумпированных странах [207, с. 99]. К. Окада рассматривает институциональное качество как важный элемент успешности финансовой открытости [232, с. 140]. Дж. Вон Хаген указывает, что для получения преимуществ в долгосрочном периоде от либерализации счета капитала страна должна увеличить свой уровень экономического развития [33; 295, с. 76].

В-третьих, имеется ряд работ, где не удалось доказать, что либерализация счета капитала оказывает какое-либо воздействие на экономику страны. А. Крей не смог выявить взаимосвязь между либерализацией и макроэкономическими показателями (ростом инвестиций, инфляцией, экономическим ростом) [205, с. 25]. Х. Эдисон и др. доказали, что процесс финансовой интеграции мало связан с

экономическим ростом и больше зависит от экономических, финансовых, институциональных и макроэкономических особенностей страны [33; 145, с. 772].

В-четвертых, представлены работы, в которых доказывается, что проведение политики финансовой либерализации дает негативный эффект. Применение государственных мер по управлению потоками капитала снижает воздействие внешних шоков на экономики стран [33].

В работе К. Цин и др. доказывается, что либерализация увеличивает вероятность банковских кризисов, тяжесть которых связана с уровнем экономического развития страны [250, с. 194]. К. Форбс и др. делают вывод, что меры по управлению потоками капитала могут помочь увеличить устойчивость финансового сектора к внешним шокам. Но они неэффективны для достижения других экономических целей (снижения волатильности валютного курса, сокращения инфляции и др.) [160, с. S92]. Дж. Острый и др. отмечают, что пруденциальное регулирование и меры по контролю за капиталом могут снизить структурный риск по внешним обязательствам и степень рискованного иностранного кредитования, что повысит экономическую устойчивость страны во время спада и смягчит финансовые шоки [33; 234, с. 420].

В-пятых, выделяются работы, которые показывают причины изменений в политике финансовой либерализации. Т. Пепинский доказывает, что валютные кризисы приводят к закрытию счета операций с капиталом [33; 241, с.13].

В-шестых, есть работы, где показывается влияние режима свободного плавающего обменного курса совместно с либерализацией потоков капитала на экономику стран. Например, в работе Т. Эсека доказывается, что либерализация счета операций с капиталом и режим фиксированного обменного курса менее подвержены спекулятивным атакам [33; 151, с. 1125].

Отдельно отметим исследования финансовой либерализации по странам [33]:

– Бразилия: Ф. Оно доказывает, что полная мобильность потоков капитала увеличивает процентную ставку, но не влияет на обменный курс [233, с. 256]; А. Кокенин и др. установили, что меры по управлению потоками

капитала неэффективны, при этом снятие ограничений с оттока снизило чистые потоки капитала [33; 204, с. 20–21];

– Индонезия: возникновение шока финансовой открытости в Индонезии приводит к росту обменного курса и инфляции, к увеличению безработицы [33; 268];

– Китай: Ю. Хуэанг и др. доказывают, что финансовая репрессия, в том числе меры по контролю счета операций с капиталом, негативно влияет на экономический рост страны [185, с. 73–74]; Дж. Лауренсенсон и др. выявили, что снятие всех ограничений с потоков капитала увеличит приток портфельных инвестиций и не приведет к нарушению стабильности финансового сектора Китая [212, с. 24]; Д. Хи и др. показали, что достижение открытости счета капитала позволит национальным корпорациям участвовать в сделках слияния и поглощения на международном рынке, диверсифицировать свои риски, не оказывая влияния на курс национальной валюты [33; 176, с. 51–52];

– Индия: Дж. Анг доказывает, что финансовая либерализация поощряет технологические инновации в стране за 1963–2005 годы [33; 64, с. 228];

– Турция: Г. Динар и др. доказали, что экономический рост стал причиной финансовой либерализации в Турции, а не наоборот [141, с. 36–37]. М. Кандил и др. доказали, что с учетом слабой финансовой системы Турции и мягкой денежно-кредитной политики меры по ограничению потоков капитала необходимы [33; 196, с. 256–258].

Проведенный анализ подходов к исследованию финансовой либерализации по влиянию на национальные экономики стран позволяет сделать ряд выводов [33].

1. В последнее время все большее признание получают эконометрические методы исследования, которые позволяют устанавливать взаимосвязи между экономическими показателями и степенью финансовой открытости, показывать причины наложения валютных ограничений или дерегулирования потоков капитала, выявлять факторы, влияющие на успешность политики финансовой либерализации.

2. По итогам анализа эконометрических моделей, используемых при исследовании процессов финансовой либерализации, сделан выбор в пользу применения векторной авторегрессионной модели, что обусловлено возможностями выявления с ее помощью долгосрочного влияния политики финансовой либерализации на экономики развивающихся стран.

3. С развитием эконометрического моделирования развиваются методы статистического учета процесса финансовой либерализации, которые можно разделить на две большие группы: показатели де-юре финансовой открытости (изменения в политике регулирования трансграничного движения капитала) и показатели де-факто финансовой открытости (степень реальной финансовой интеграции страны в мировую финансовую систему) [33].

4. Составлена система статистических показателей, характеризующих макроэкономическую среду изучаемых стран, что позволит провести статистический и эконометрический анализ во второй главе.

5. Обобщение результатов эконометрических исследований финансовой либерализации и ее влияния на экономическое состояние стран показало их неоднозначность. Это обусловлено дифференциацией моделей по включаемым показателям, методикам статистического учета изменений финансовой открытости, временным периодам и спецификациям моделей [33].

В ходе работы над первой главой диссертационного исследования были получены следующие результаты: раскрыта сущность понятия финансовой либерализации, определены сильные и слабые стороны политики финансовой либерализации круг рассматриваемых развивающихся стран, рассмотрен опыт внешней финансовой либерализации в этих странах, разработана система статистических показателей и выбран тип эконометрической модели для анализа влияния политики финансовой либерализации на экономики стран.

Ряд теоретических гипотез в области финансовой либерализации нашел подтверждение фактами, представленными при исследовании опыта развивающихся стран: проблемы паники на финансовом рынке и оттока капитала (кейнсианское течение); проблема краткосрочных потоков капитала

(неокейнсианское течение); проблема получения долгосрочного финансирования (посткейнсианское течение); проблема экономических кризисов и передачи внешних экономических шоков через потоки капитала (марксистское течение).

Положения данных теорий находят свое подтверждение в результатах эконометрических исследований: снятие ограничений со счета движения капитала приводит к увеличению финансовой нестабильности; экономический кризис обуславливает проведение политики по регулированию потоков капитала.

Однако в первой главе не удалось выявить взаимосвязь между теориями в пользу проведения политики финансовой либерализации и опытом развивающихся стран. Это может быть обусловлено экономической политикой государства или определенными ее особенностями, что требует дальнейшего исследования.

Глава 2 Количественная и качественная оценка влияния финансовой либерализации на экономики развивающихся стран

2.1 Финансовая либерализация и внешний сектор экономик развивающихся стран

Анализ теоретических концепций, опыта развивающихся стран и эконометрических исследований в области финансовой либерализации показал, что данная политика воздействует прежде всего на внешний сектор экономики: на потоки финансового капитала и национальный обменный курс.

В настоящем параграфе будет рассматриваться влияние политики дерегулирования трансграничных потоков капитала на внешний финансовый сектор, к которому относятся счет операций с капиталом, международные резервы и валютный курс, с помощью статистического анализа. Снятие ограничений по текущему счету и либерализация внутреннего финансового сектора анализируется в настоящем параграфе как косвенный фактор, влияющий на трансграничное перемещение капитала.

Согласно неокейнсианской концепции, при исследовании финансовой либерализации важен факт волатильности потоков финансового капитала¹⁾ и их срочности (параграф 1.1). Согласно МВФ, потоки финансового капитала делятся на прямые иностранные инвестиции (долгосрочные потоки), портфельные инвестиции²⁾ (краткосрочные потоки), прочие инвестиции (преимущественно краткосрочные долговые потоки капитала) [275, с. 6], которые отображаются в платежном балансе стран в виде потоков и в международной инвестиционной позиции в виде активов и обязательств [7].

¹⁾ Рассчитывается показатель за трехлетний период как коэффициент вариации (стандартное отклонение, деленное на среднее значение и умноженное на 100), определяемый по квартальным данным в разрезе приобретения чистых активов и принятия чистых обязательств отдельно по каждому виду инвестиций. Коэффициент вариации берется по модулю, и для удобства отображения на графиках данные по обязательствам умножаются на минус 1.

²⁾ В данную категорию попадают финансовые деривативы. В платежном балансе данную категорию выделяют отдельно.

Однако прежде чем рассматривать показатели, характеризующие финансовую часть внешнего сектора, стоит сравнить динамику показателей процессов финансовой либерализации. В качестве таковых показателей в настоящей работе будут использоваться индекс КАOPEN, индекс финансовой интеграции (параграф 1.3) [210, с. 86], что обусловлено их доступностью за исследуемый период (1990–2019 годы) и простотой расчетов. Как часть политики финансовой либерализации рассматривается степень свободы национального обменного курса (де-факто режим обменного курса) и его волатильности (таблица 5).

Таблица 5 – Показатели финансовой открытости развивающихся стран за 1990–2019 годы

Показатели финансовой открытости	Годы						
	1990 - 1994	1995 - 1998	1999 - 2002	2003 - 2006	2007 - 2010	2011 - 2014	2015 - 2019
<i>Аргентинская Республика</i>							
Индекс КАOPEN, %	41,5	84,7	47,7	37,5	25,2	6,3	43,6
Индекс финансовой интеграции, %	66,2	96,4	170,3	174,2	112,5	86,1	110,0
Режим валютного курса	1,6	1,0	1,5	3,0	2,8	2,0	2,8
Волатильность обменного курса (национальная валюта к СДР), %	7,8	1,6	7,3	2,7	3,4	4,7	12,0
<i>Федеративная Республика Бразилия</i>							
Индекс КАOPEN, %	0,0	4,1	22,8	46,2	52,2	41,7	16,5
Индекс финансовой интеграции, %	35,0	37,8	76,4	78,7	76,4	88,5	121,6
Режим валютного курса	2,4	2,0	4,0	4,0	3,5	3,0	3,0
Волатильность обменного курса (национальная валюта к СДР), %	65,4	3,1	10,3	5,4	7,0	5,4	6,9
<i>Республика Индия</i>							
Индекс КАOPEN, %	16,5	16,5	16,5	16,5	16,5	16,5	16,5
Индекс финансовой интеграции, %	35,8	38,5	42,5	48,4	59,0	62,7	61,8
Режим валютного курса	2,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Волатильность обменного курса (национальная валюта к СДР), %	6,3	3,3	1,8	2,0	3,0	4,5	1,9
<i>Республика Индонезия</i>							

Показатели финансовой открытости	Годы						
	1990	1995	1999	2003	2007	2011	2015
	- 1994	- 1998	- 2002	- 2006	- 2010	- 2014	- 2019
Индекс КАOPEN, %	100,0	86,9	71,5	70,0	70,0	41,7	41,7
Индекс финансовой интеграции, %	128,5	128,6	128,2	84,7	71,9	78,3	94,2
Режим валютного курса	2,0	3,0	3,5	3,0	3,0	3,0	3,0
Волатильность обменного курса (национальная валюта к СДР), %	3,1	11,7	7,1	2,5	4,5	3,6	2,3
<i>Китайская Народная Республика</i>							
Индекс КАOPEN, %	6,6	16,5	16,5	16,5	16,5	16,5	16,5
Индекс финансовой интеграции, %	32,6	46,5	66,1	79,8	96,8	99,1	94,1
Режим валютного курса	2,8	2,0	2,0	2,0	2,0	2,3	2,0
Волатильность обменного курса (национальная валюта к СДР), %	2,9	1,7	1,9	2,1	2,4	1,6	1,5
<i>Турецкая Республика</i>							
Индекс КАOPEN, %	41,7	22,8	16,5	16,5	37,7	44,8	37,7
Индекс финансовой интеграции, %	47,9	55,2	77,6	72,2	86,4	88,4	103,1
Режим валютного курса	2,0	2,0	3,0	4,0	3,8	3,0	3,0
Волатильность обменного курса (национальная валюта к СДР), %	16,5	14,2	13,9	5,0	4,4	4,0	7,2
П р и м е ч а н и я							
1. Режим валютного курса: 1 – режим жесткой привязки, 2 – режим мягкой привязки, 3 – режим управляемого плавания, 4 – свободно плавающий обменный курс;							
2. Годовое значение волатильности обменного курса рассчитывается как коэффициент вариации (стандартное отклонение, деленное на среднее значение и умноженное на 100), определяемый по месячным данным национального обменного курса к СДР (Domestic Currency per SDR, Period Average).							

Источник: составлено по данным [34; 66; 86; 192; 197].

Анализ показателей финансовой открытости рассматриваемых стран за 1990–2019 годы показал, что самую высокую де-юре открытость имеют Аргентина и Индонезия, а Бразилия, Индия и Китай имеют самое низкое значение индекса КАOPEN на 2015–2019 годы. Аргентина, Бразилия, Индонезия снижают свою финансовую открытость после кризисных ситуаций в 2001 году (Аргентинский кризис) и в 2008–2009 годах (мировой финансовый кризис) (таблица 5).

С другой стороны, финансовую интеграцию с мировой экономикой постепенно увеличивают Турция, Бразилия за 1990–2019 годы. Отрицательная динамика финансовой интеграции наблюдается в Аргентине (почти в 2 раза сократился индекс) и в Индонезии за 1999–2014 годы, а в Китае за 2007–2019 годы индекс остается без существенных изменений, как и индекс КАOPEN (таблица 5).

Преимущественно все развивающиеся страны имеют режим мягкой привязки или режим управляемого плавления. Бразилия и Турция принимали на короткий период режим свободного плавления, но вернулись обратно к поддержке стабильности национальной валюты (таблица 5).

Однако Аргентина, Бразилия и Турция имеют высокий уровень волатильности национальной валюты к СДР (около 7–12 %). В Аргентине за 2015–2019 годы волатильность выросла в 2,5 раза с уменьшением поддержки национального курса (от 4,7 % до 12 %). Китай и Индия поддерживают ее на достаточно низком уровне без изменения режима национального обменного курса (около 1,5–6%) (таблица 5).

Развивающиеся страны, несмотря на утверждения представителей неолиберального течения и Международного валютного фонда, что финансовая либерализация снизит издержки государства, активно накапливают международные резервы в целях защиты от международных финансовых шоков (таблица 6).

В 2015–2019 годах среди рассматриваемых стран наибольшим объемом международных резервов к ВВП владеют Китай, Бразилия и Индия. В частности, Бразилия и Индия наращивают свои резервы на протяжении всего рассматриваемого периода (1990–2019 годы). Китай, наоборот, за 2007–2019 годы снизил объем своих международных резервов с 45,6 % до 26,0 % к ВВП (таблица 6).

Наименьший объем международных резервов по отношению к ВВП наблюдается у Аргентины и Турции за 2015–2019 годы. При этом Турции удается постепенно наращивать резервы в 1990–2019 годах, но в Аргентине из-за плохой

экономической ситуации и кризисов приходится их тратить, например, в кризис 2001 года (таблица 6).

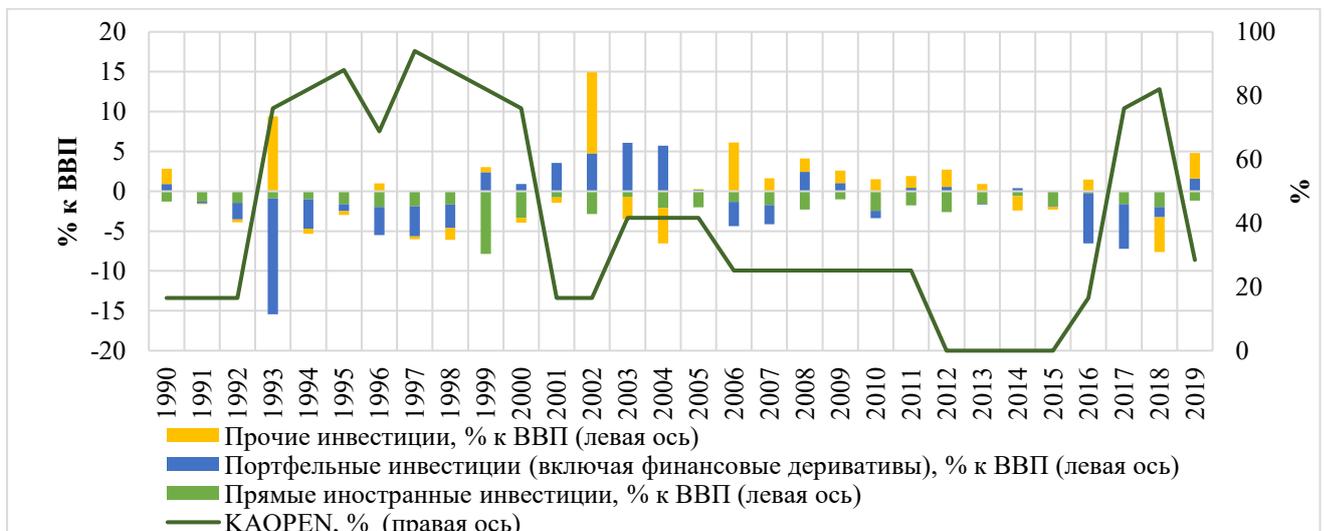
Таблица 6 – Объем и динамика международных резервов за 1990–2019 годы

Показатели	Годы						
	1990-1994	1995-1998	1999-2002	2003-2006	2007-2010	2011-2014	2015-2019
<i>Аргентинская Республика</i>							
Среднегодовые темпы прироста международных резервов, %	36,0	1,0	-6,3	19,3	32,8	3,8	-1,9
Международные резервы, % к ВВП	5,2	7,4	8,6	12,7	13,9	7,0	8,5
<i>Федеративная Республика Бразилия</i>							
Среднегодовые темпы прироста международных резервов, %	39,5	3,6	20,6	22,0	11,8	-0,1	5,7
Международные резервы, % к ВВП	4,8	6,2	6,2	7,6	12,9	14,5	19,5
<i>Республика Индия</i>							
Среднегодовые темпы прироста международных резервов, %	7,9	12,7	5,3	4,4	20,2	1,7	1,4
Международные резервы, % к ВВП	4,1	6,7	10,2	17,8	20,8	16,2	15,8
<i>Республика Индонезия</i>							
Среднегодовые темпы прироста международных резервов, %	-13,7	45,6	9,6	7,7	9,9	10,6	-2,8
Международные резервы, % к ВВП	8,3	12,2	17,8	13,4	12,1	12,0	12,1
<i>Китайская Народная Республика</i>							
Среднегодовые темпы прироста международных резервов, %	9,2	-8,0	5,5	10,5	-6,3	-4,3	-1,3
Международные резервы, % к ВВП	8,9	13,5	16,4	33,1	45,6	40,1	26,0
<i>Турецкая Республика</i>							
Среднегодовые темпы прироста международных резервов, %	10,2	24,5	15,3	34,2	25,6	5,4	-5,2
Международные резервы, % к ВВП	5,0	9,0	9,9	10,5	10,8	12,8	12,6

Источник: составлено по данным [34; 192; 300].

Аргентинская Республика. В Аргентине политика финансовой либерализации, согласно значениям индекса КАОРЕН, начинает активно проводится с 1992 года. С 1992 по 1995 год индекс поднялся с 16 % до 88 %

открытости. Пик открытости был достигнут к 1997 году (97 %) и затем стал постепенно снижаться. После тяжелого финансово-экономического кризиса 2001 года индекс резко опустился до исходного значения 1992 года (16 %), а в 2012 году он упал до 0 %, то есть движение капитала стало полностью ограниченным. Но с 2016 года вновь открываются трансграничные потоки капитала в Аргентине, что приводит к росту притока краткосрочного капитала в страну, а в 2019 году – его оттоку (рисунок 2).



Примечание: положительные значения – приобретение чистых активов; отрицательные значения – принятие чистых обязательств.

Рисунок 2 – Динамика и структура чистых потоков капитала Аргентины, значения финансовой открытости за 1990–2019 годы, % к ВВП

Источник: составлено по данным [86; 197; 300].

На рисунке 2 видно, что при высоком уровне финансовой открытости наблюдаются притоки капитала в страну. В частности, политика либерализации счета движения капитала способствовала притоку преимущественно краткосрочного капитала в виде портфельных инвестиций в 1993–1998 годах и 2016–2017 годах. При высоком уровне регулирования показатель движения капитала снизился (2006–2015 годы), в том числе по портфельным инвестициям. Наблюдается постоянный приток ПИИ в Аргентину, несмотря на введение регулирующих мер и на кризисные периоды. По прочим инвестициям отмечается

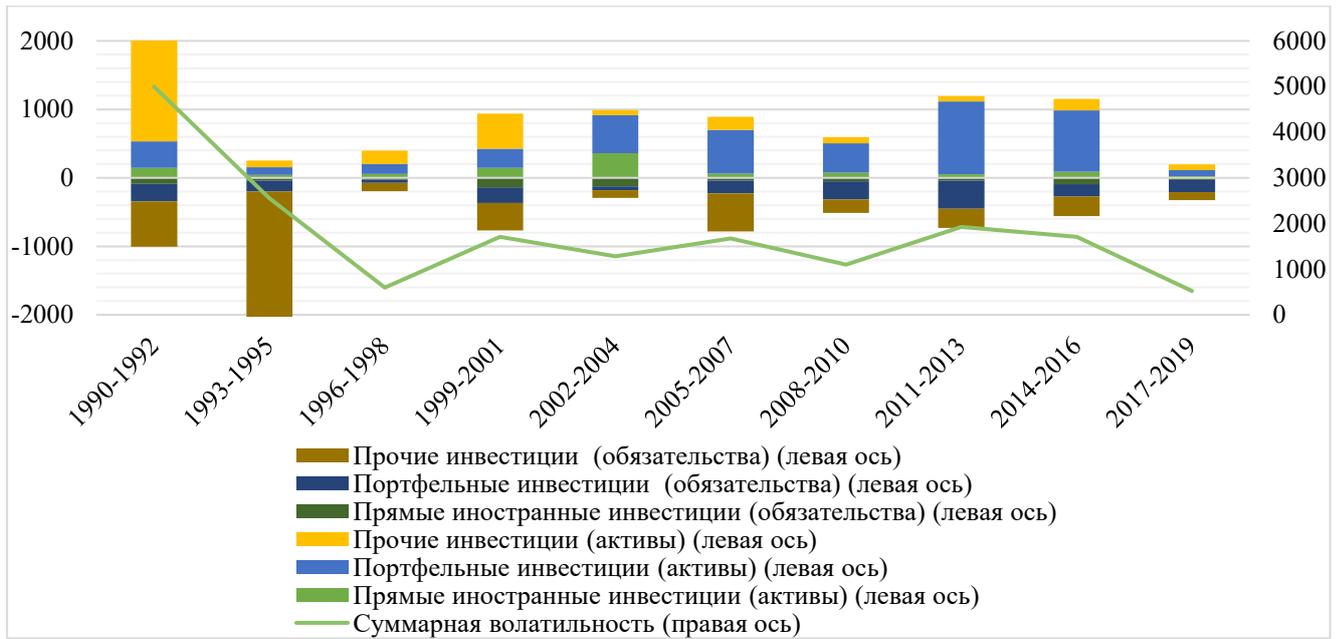
преимущественно отток капитала: самый большой отток капитала по данному счету был зафиксирован в 1993 году (14 % к ВВП) после снятия большинства ограничений с движения трансграничного финансового капитала.

Анализ волатильности потоков капитала показал, что наиболее сильная изменчивость финансовых потоков приходится на портфельные и прочие инвестиции. При этом установлен факт, что после открытия потоков капитала в 1992 году наблюдается значительная изменчивость потоков прочих инвестиций, которые преимущественно были направлены на отток капитала из страны. В дальнейшем усиление волатильности краткосрочных потоков капитала было обусловлено экономическим кризисом 2001 года. И только в 2017–2019 годах уровень волатильности значительно снижается на фоне проблем с обслуживанием внешнего долга и введением чрезвычайных ограничений на потоки капитала в 2019 году (рисунок 3).

Значительная волатильность краткосрочных потоков капитала в рамках прочих инвестиций наблюдалась в преддверии мирового финансового кризиса 2008–2009 годов. Однако во время и после кризиса происходит рост волатильности по потокам портфельных инвестиций, которые преимущественно были направлены на отток капитала (рисунок 3).

Динамика национального обменного курса Аргентины показала, что при режиме жесткой привязки национальной валюты к доллару США обеспечивалась стабильность валютного курса. Резкая девальвация национальной валюты происходит во время кризиса 2001 года (около 200 % за год), что отразилось на резком скачке волатильности и вызвало проседание международных резервов (рисунок 4).

После кризиса 2001 года удалось сократить волатильность и девальвацию национальной валюты в условиях режима управляемого плавающего курса. Но мировой финансовый кризис 2008–2009 годов вновь вызвал девальвацию национальной валюты (в 2008 году она составила 15 %). После кризиса девальвация усилилась (от 20 % до 75 %), а переход к режиму плавающего курса только усилил ее (рисунок 4).



Примечание: рассчитывается показатель за трехлетний период как коэффициент вариации (стандартное отклонение, деленное на среднее значение и умноженное на 100), определяемый по квартальным данным в разрезе приобретения чистых активов и принятия чистых обязательств отдельно по каждому виду инвестиций [86]. Коэффициент вариации берется по модулю, и для удобства отображения на графиках данные по обязательствам умножаются на минус 1.

Рисунок 3 – Динамика и структура волатильности финансовых потоков капитала Аргентины за 1990–2019 годы, %

Источник: составлено автором на основе [86].

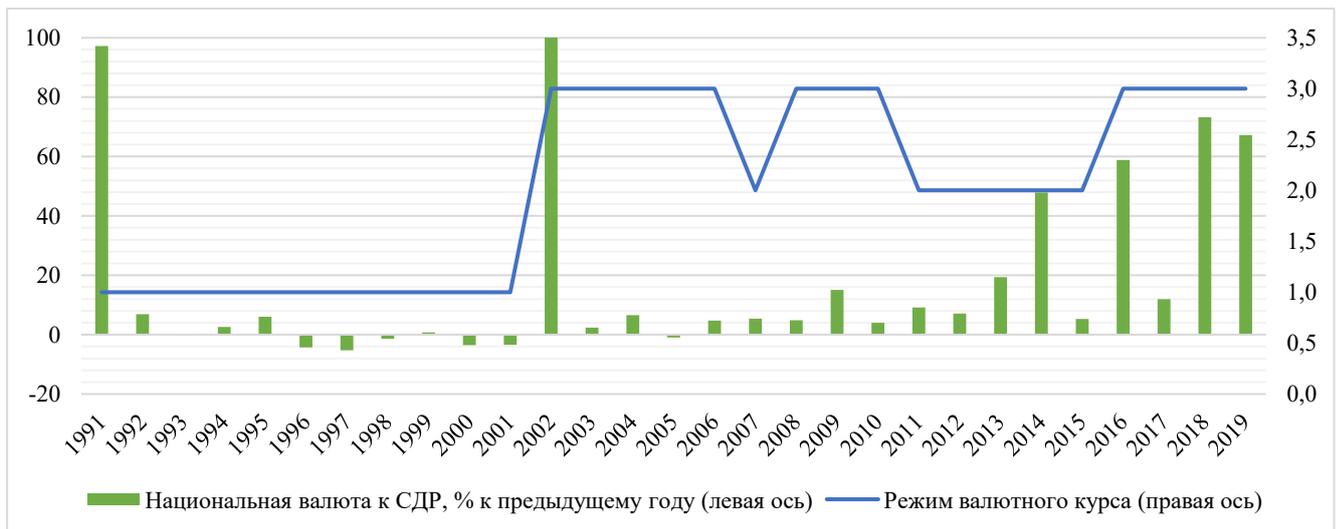


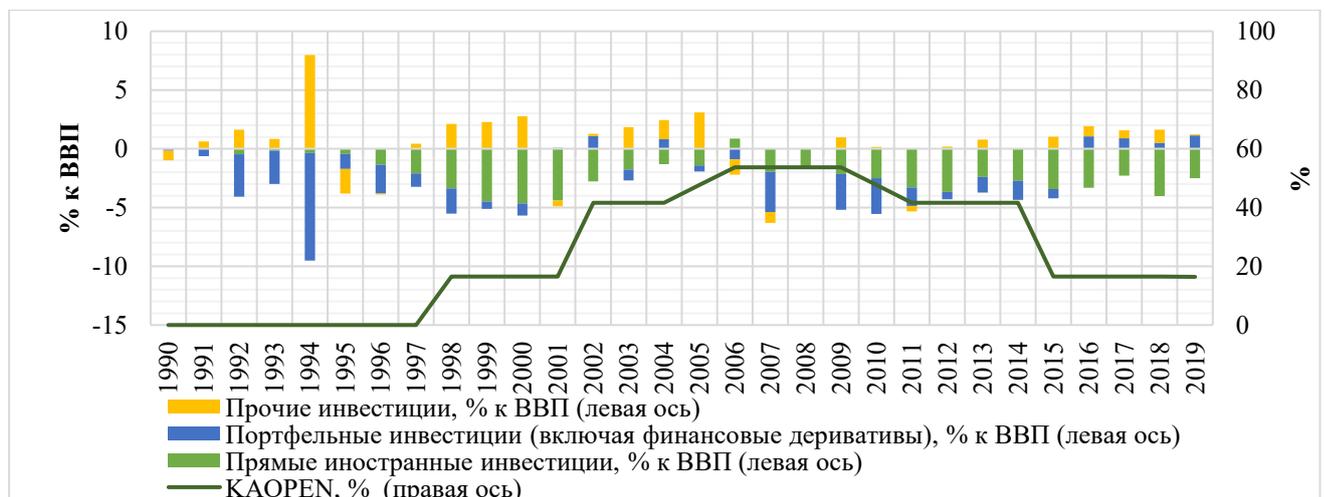
Рисунок 4 – Темпы прироста обменного курса национальной валюты Аргентины к СДР и де-факто режим валютного курса за 1991–2019 годы

Источник: составлено по данным [66; 192].

Подводя итоги по Аргентине, можно сделать вывод, что до кризиса 2001 года страна проводила политику финансовой либерализации быстрыми темпами, что привлекло в страну портфельные инвестиции. Однако в кризисный период увеличиваются оттоки капитала в форме прочих инвестиций, происходит девальвация национального обменного курса и резко сокращаются международные резервы.

После кризиса снижается финансовая открытость страны и улучшается экономическое положение страны: сокращаются оттоки капитала и спекулятивные операции. При этом увеличивается волатильность национального валютного курса на фоне принятия режима управляемого плавления и наблюдается рост международных резервов.

Федеративная Республика Бразилия. Согласно индексу КАOPEN, Бразилия начала проводить свою политику финансовой либерализации начиная с 1997 года (реформа Фернанду Кардозу). Своего пика она достигла в 2006 году (53 %), но после международного кризиса 2008–2009 годов данный индекс постепенно снижается и в 2015 году составляет 17 %, что свидетельствует о влиянии ограничений на потоки капитала (рисунок 5).



Примечание: положительные значения – приобретение чистых активов; отрицательные значения – принятие чистых обязательств.

Рисунок 5 – Динамика и структура чистых потоков капитала Бразилии, значения финансовой открытости за 1990–2019 годы, % к ВВП

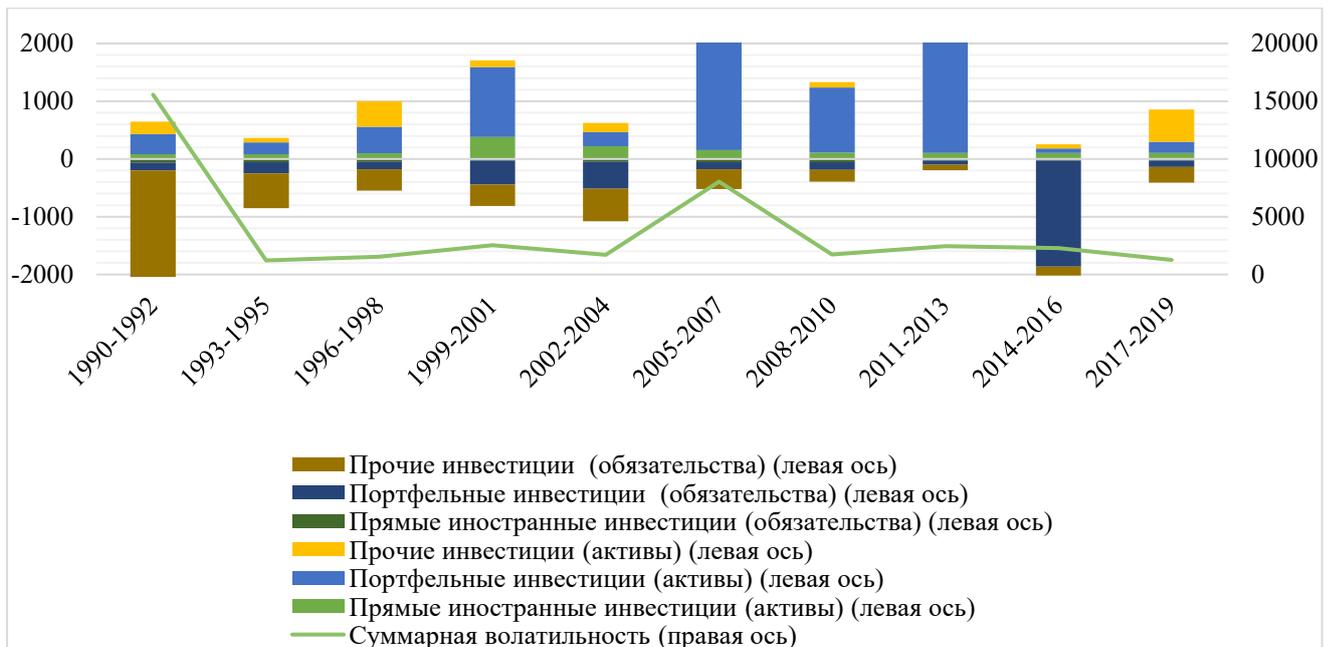
Источник: составлено по данным [86; 197; 300].

На рисунке 5 видно, что после начала проведения политики финансовой либерализации с 1997 года в Бразилии увеличились поступления ПИИ (например, за период 1998–2001 годов чистый приток ПИИ составлял больше 4 % к ВВП). По прочим инвестициям наблюдается постоянный чистый отток капитала за 1998–2017 годы, и в то же время происходит чистый приток в виде портфельных инвестиций в Бразилии, преимущественно во время мирового финансового кризиса 2008–2009 годов.

После мирового финансового кризиса 2008–2009 годов чистый приток ПИИ и портфельных инвестиций не сокращается, но с введением валютных ограничений с 2015 года происходит отток краткосрочного капитала (рисунок 5).

Согласно данным, приведенным в параграфе 1.2, в 1992–1993 годах Бразилия делала свои первые попытки реализовать политику финансовой либерализации, как следствие, наблюдается отток капитала и возросшая волатильность в потоках капитала. Последующее снятие валютных ограничений в 1997–1998 годах значительно увеличило волатильность преимущественно в потоках краткосрочного финансового капитала. Однако с ужесточением ограничений на потоки финансового капитала в 2015 году волатильность в финансовых потоках сократилась в 2 раза в 2017–2019 годах (рисунок 6).

В 1991–1994 годах бразильская национальная валюта значительно девальвировала (более 1000 % в год), в связи с чем была предпринята попытка перехода от режима мягкой привязки к управляемо плавающему обменному курсу. Дальнейшая значительная девальвация национальной валюты произошла во время кризиса 1998 года и составила 57 % к предыдущему году. После кризиса 1998 года устанавливается режим свободно плавающего обменного курса, и в этот период фиксируются значительные колебания валютного курса (около 15 % в год). С 2006 года Бразилия значительно наращивает международные резервы, и после кризиса 2008–2009 годов вводит режим плавающего обменного курса, но сильные колебания валюты остаются без изменений (рисунок 7).



Примечание: рассчитывается показатель за трехлетний период как коэффициент вариации (стандартное отклонение, деленное на среднее значение и умноженное на 100), определяемый по квартальным данным в разрезе приобретения чистых активов и принятия чистых обязательств отдельно по каждому виду инвестиций [86]. Коэффициент вариации берется по модулю, и для удобства отображения на графиках данные по обязательствам умножаются на минус 1.

Рисунок 6 – Динамика и структура волатильности финансовых потоков капитала Бразилии за 1990–2019 годы, %

Источник: составлено автором на основе [86].

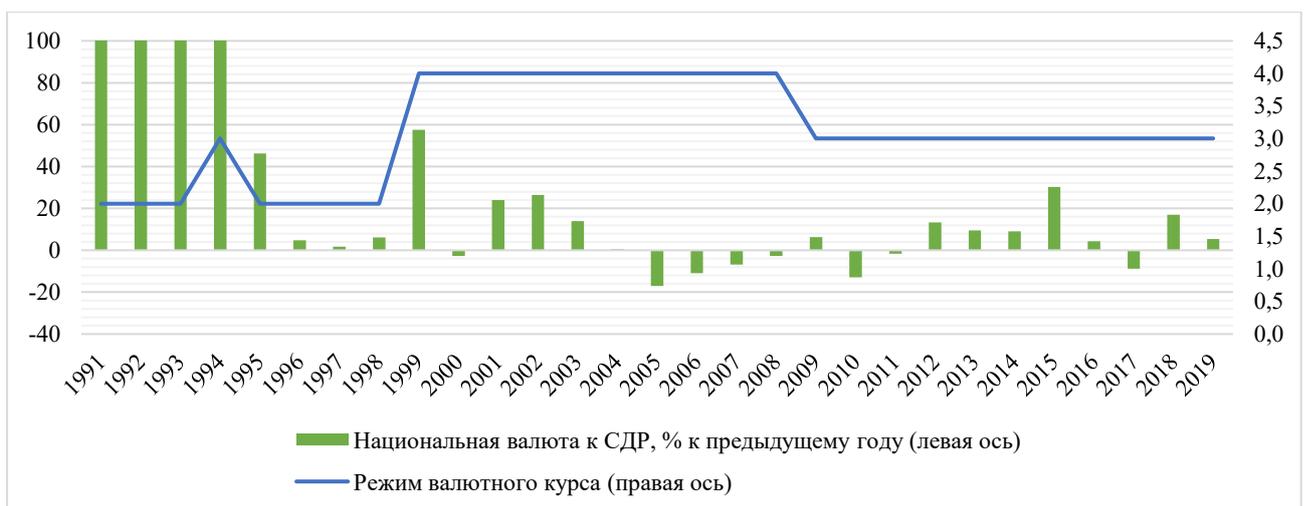


Рисунок 7 – Темпы прироста обменного курса национальной валюты Бразилия к СДР и де-факто режим валютного курса за 1991–2019 годы

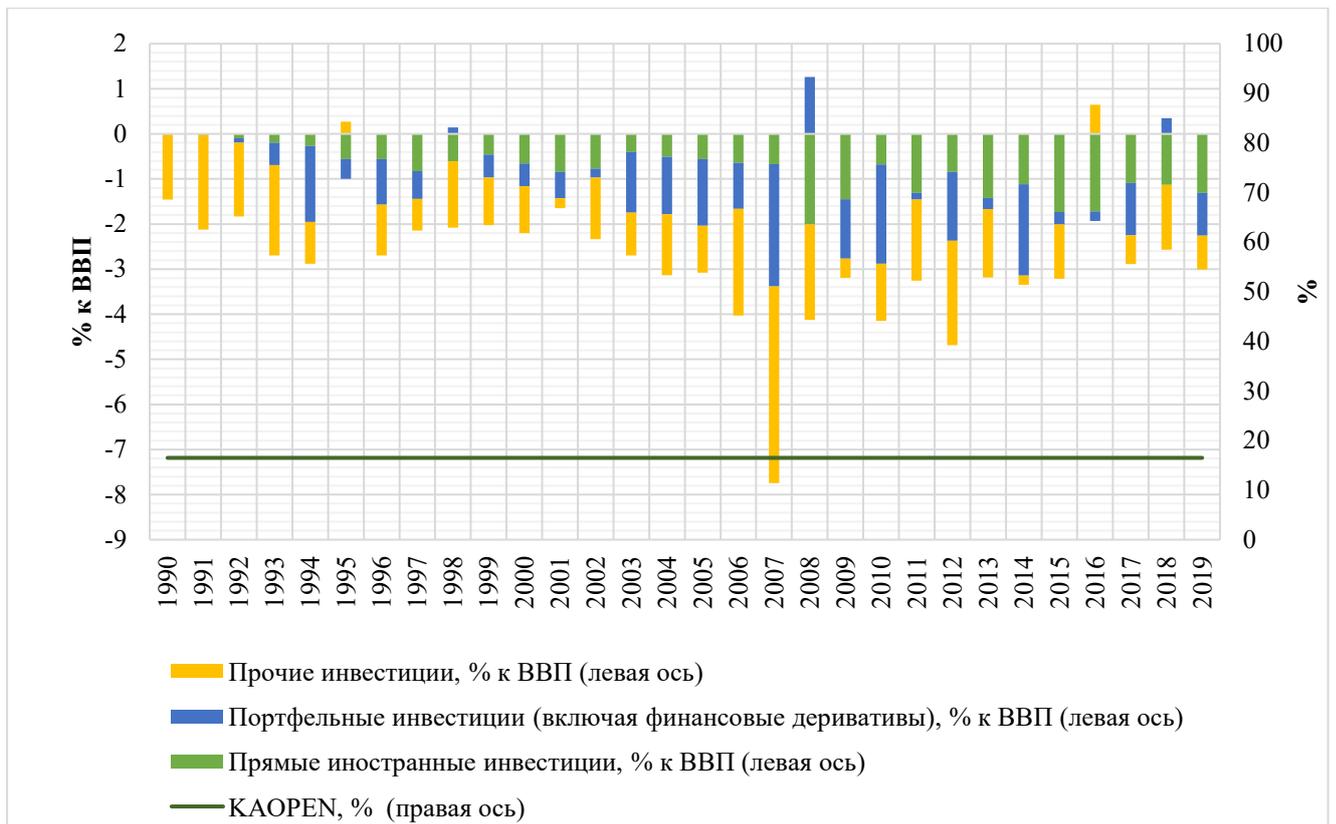
Источник: составлено по данным [66; 192].

Подводя итоги по Бразилии, можно сделать вывод, что финансовая либерализация значительно усилила приток капитала в страну в виде ПИИ и портфельных инвестиций, а также повысила чувствительность к внешним шокам. Другим отрицательным моментом стало усиление волатильности национальной валюты с принятием режима свободно плавающего обменного курса, что в дальнейшем привело к наращиванию международных резервов.

Но последующая политика наложения мер по ограничению потоков капитала с 2009 года позволила правительству Бразилии сократить притоки краткосрочного капитала (портфельные инвестиции). Однако, несмотря на такую политику, доля прямых инвестиций в бразильской экономике чрезвычайно велика – 45 % к ВВП на 2019 год, что может ставить экономическую независимость данной страны под угрозу.

Республика Индия. Индия – одна из стран, сохраняющих меры регулирования трансграничных потоков капитала. Индекс финансовой открытости за 1990–2018 годы остается на уровне 16,9 %. В 2015–2019 годах страна имела самое низкое среди рассматриваемых стран значение индекса финансовой интеграции (61,8 %). Однако меры по управлению притоками капитала не столь эффективны, как над оттоками (рисунок 8).

Исходя из рисунка 8, можно отметить, что приток капитала осуществляется преимущественно в виде краткосрочных инвестиций. При этом в период глобального роста (2002–2007 годы) существенно возрастают портфельные и прочие инвестиции, но во время мирового финансового кризиса (2008–2009 годы), несмотря на управление потоками капитала, наблюдается чистый отток портфельных инвестиций (1,27 % к ВВП). С другой стороны, Индия накапливает международные резервы и после кризиса 2008–2009 годов почти в 2 раза увеличивается доля поступления ПИИ.

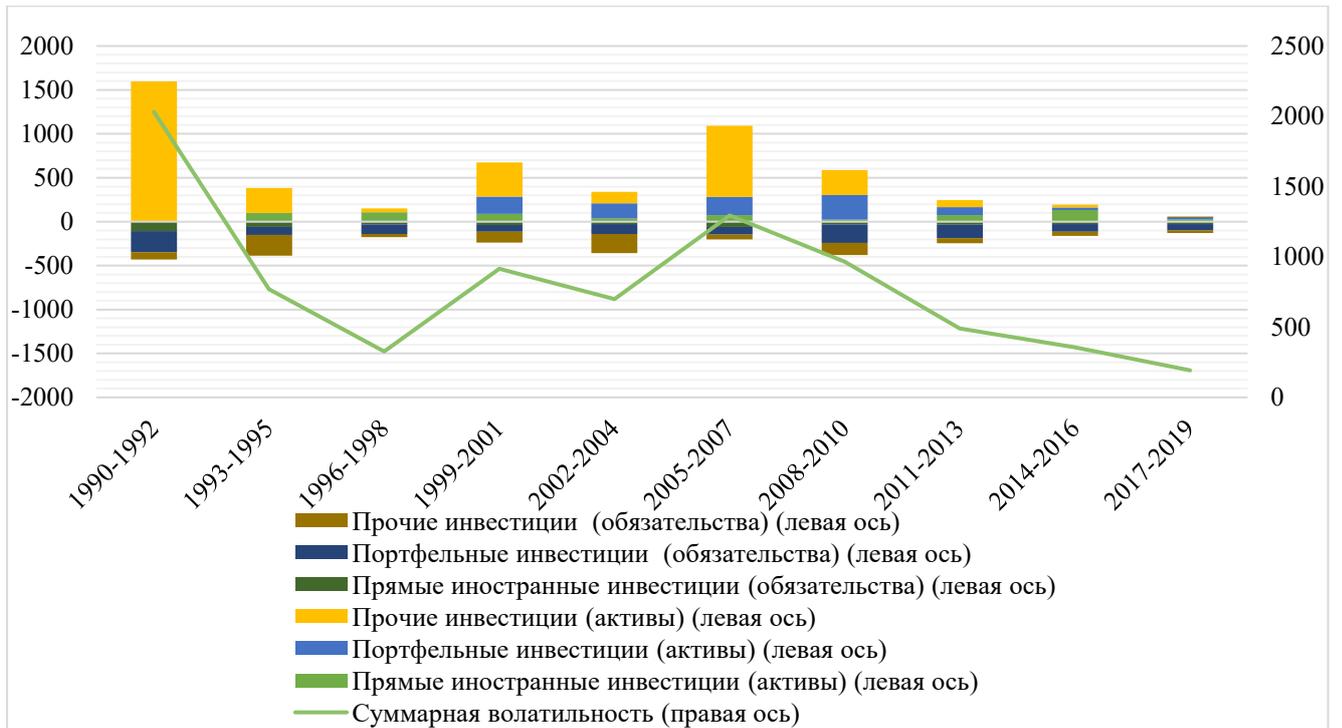


Примечание: положительные значения – приобретение чистых активов; отрицательные значения – принятие чистых обязательств.

Рисунок 8 – Динамика и структура чистых потоков капитала Индии, значения финансовой открытости за 1990–2019 годы, % к ВВП

Источник: составлено по данным [86; 197; 300].

Уровень волатильности потоков капитала в Индии значительно ниже, чем в Аргентине и Бразилии. Как видно из рисунка 9, в начале 90-х годов прошлого века происходит значительный рост волатильности потоков капитала, обусловленный кризисом чрезмерной внешней задолженности и проведением политики финансовой либерализации. Новый рост волатильности наблюдается перед финансовым кризисом 2008–2009 годов на фоне роста мировой экономики. Однако после данного кризиса с введением ограничений на краткосрочные потоки капитала правительству удалось значительно снизить волатильность в потоках трансграничного финансового капитала (рисунок 9 и таблица 5).



Примечание: рассчитывается показатель за трехлетний период как коэффициент вариации (стандартное отклонение, деленное на среднее значение и умноженное на 100), определяемый по квартальным данным в разрезе приобретения чистых активов и принятия чистых обязательств отдельно по каждому виду инвестиций [86]. Коэффициент вариации берется по модулю, и для удобства отображения на графиках данные по обязательствам умножаются на минус 1.

Рисунок 9 – Динамика и структура волатильности финансовых потоков капитала Индии за 1990–2019 годы, %

Источник: составлено автором на основе [86].

Несмотря на принятый в 1995 году режим плавающего курса, в Индии происходит постоянная девальвация национальной валюты. Девальвация достигала 5 % – 12 % в рамках периода 1994–2020 годов (рисунок 10).

Подводя итоги по Индии, можно сделать вывод, что существенных изменений в управлении финансовыми потоками капитала не было. Отмечается неэффективность данной политики: чрезмерные притоки краткосрочного капитала, его отток во время мирового финансового кризиса 2008–2009 годов и накопление международных резервов. Среди плюсов внешней финансовой политики Индии в условиях небольшой финансовой открытости можно выделить низкий уровень волатильности потоков финансового капитала и преобладание чистых притоков, в том числе ПИИ.

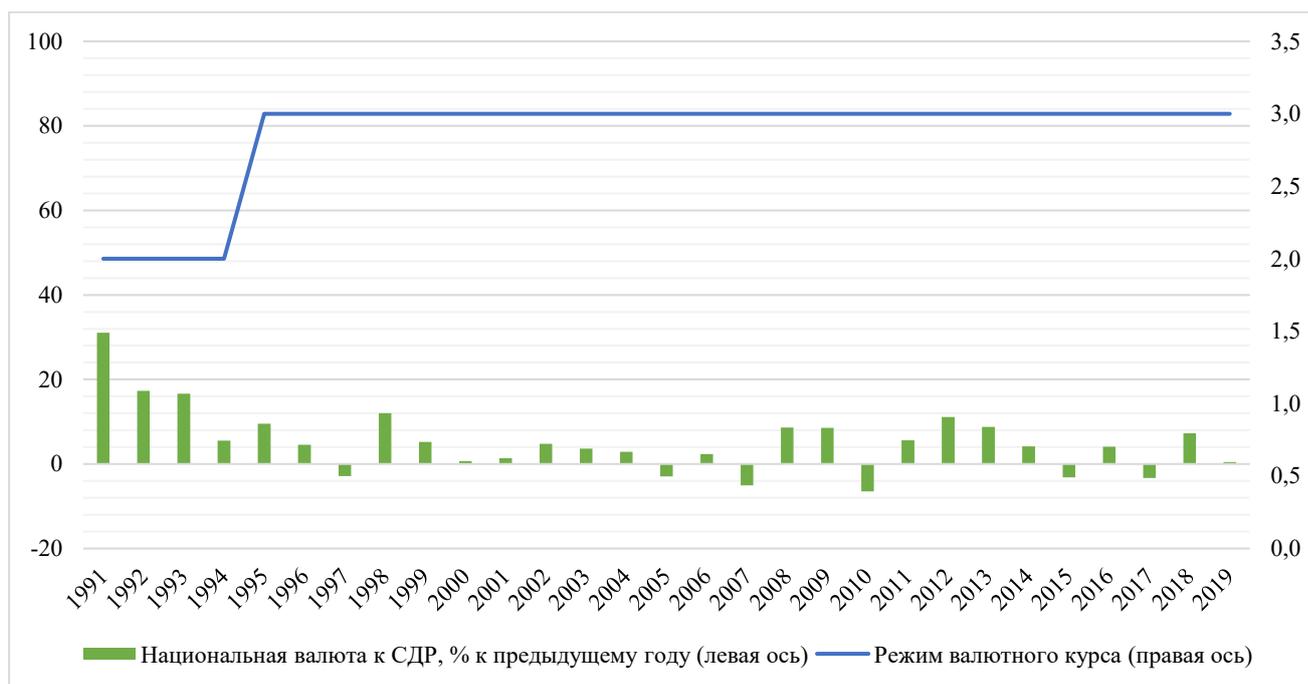
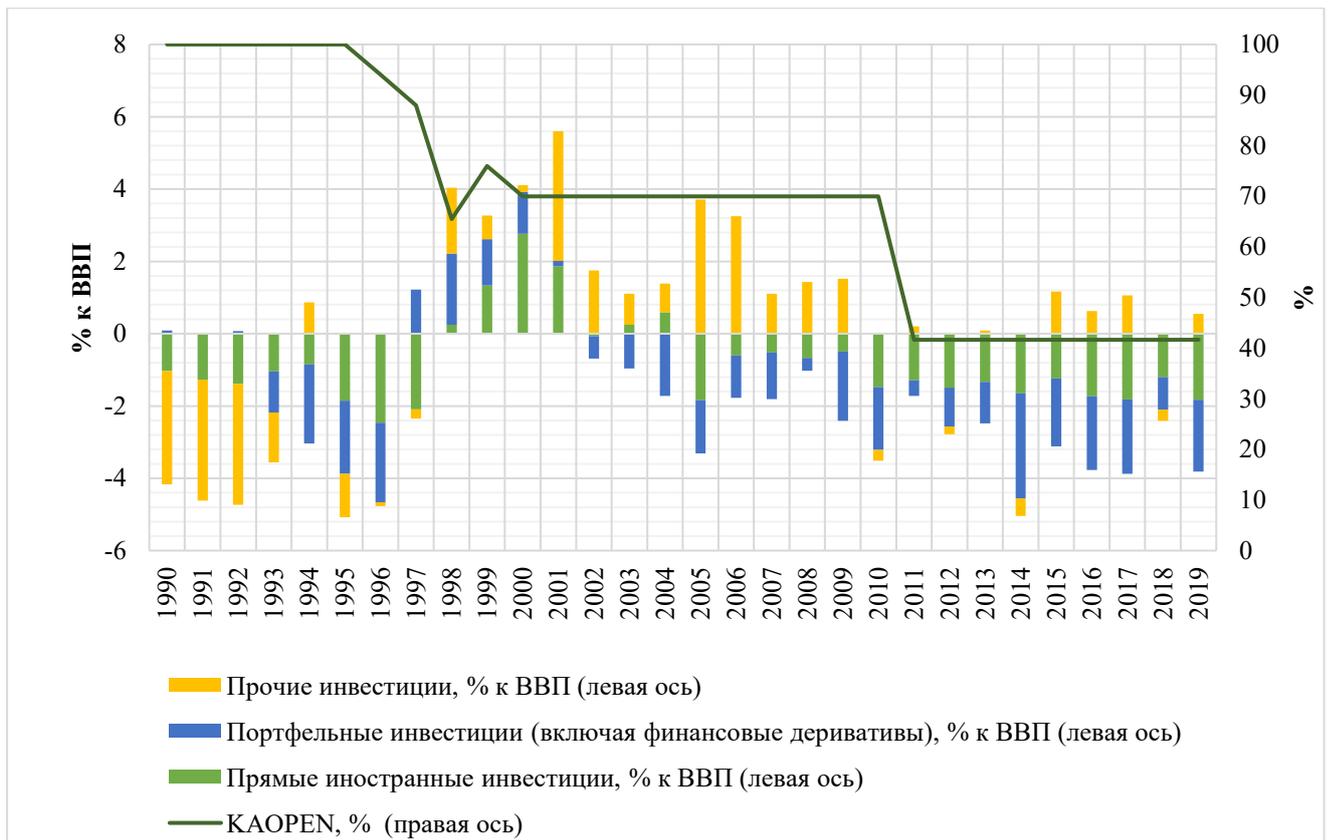


Рисунок 10 – Темпы прироста обменного курса национальной валюты Индии к СДР и де-факто режим валютного курса за 1991–2019 годы

Источник: составлено по данным [66; 192].

Республика Индонезия. Индонезия – одна из стран, которая обладала по данным индекса КАОРЕН на 1990 год максимальной финансовой открытостью для транснационального финансового капитала (100 %). Однако после азиатского финансового кризиса и мирового финансового кризиса происходит значительное снижение финансовой открытости страны – до 70 %, а потом – до 41 % (рисунок 11).

До 1997 года преобладали чистые притоки капитала в виде прочих и портфельных инвестиций, но с введением ограничений на потоки капитала увеличивалась доля чистых прямых иностранных инвестиций. Снижение индекса де-юре финансовой открытости в 2009–2010 годах после мирового финансового кризиса усилило притоки прямых и портфельных инвестиций, а также значительно снизился чистый отток прочих инвестиций по сравнению с докризисными значениями (рисунок 11).

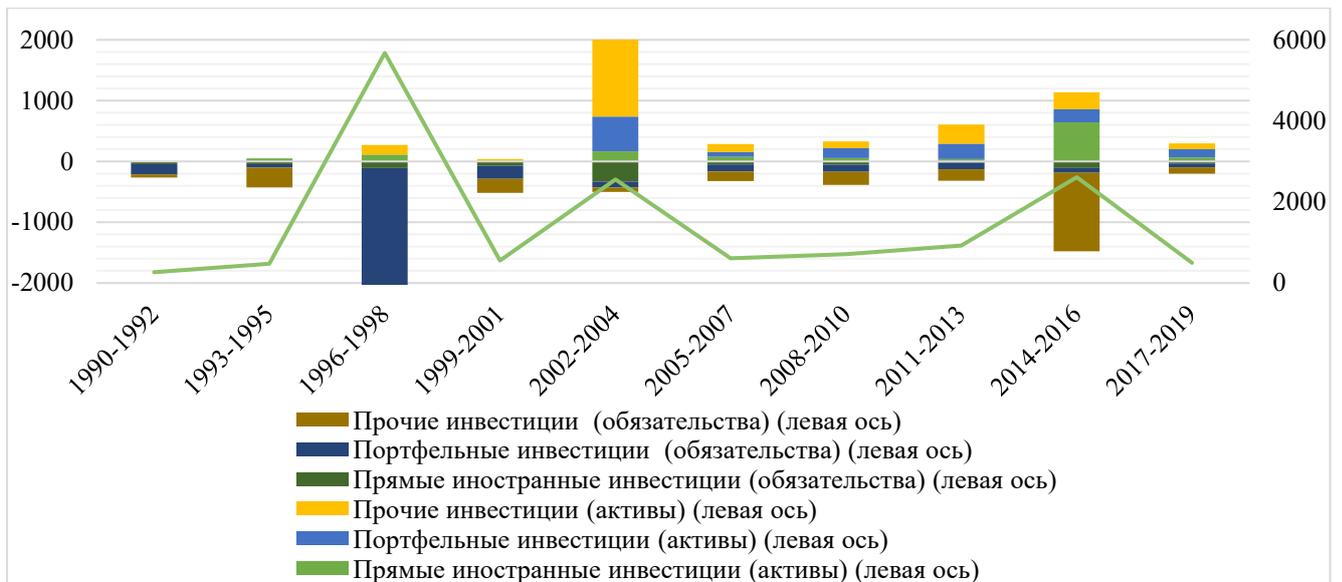


Примечание: положительные значения – приобретение чистых активов; отрицательные значения – принятие чистых обязательств.

Рисунок 11 – Динамика и структура чистых потоков капитала Индонезии, значения финансовой открытости за 1990–2019 годы, % к ВВП

Источник: составлено по данным [86; 197; 300].

Уровень волатильности финансовых потоков Индонезии значителен и уступает странам, сохраняющим ограничения на потоках капитала (Китаю и Индии). В частности, значительное превышение уровня волатильности потоков капитала наблюдается во время азиатского финансового кризиса (1997–1998 годы), в 2002–2004 годах на фоне значительного оттока краткосрочного капитала и в 2014–2016 годах на фоне участия в Чиангмайской инициативе и начала развития инфраструктурных проектов (проекты по платным дорогам, по электростанции и по системе питьевого водоснабжения на общую сумму 156,62 трлн рупий на 2017 год [20]) (рисунок 12).



Примечание: рассчитывается показатель за трехлетний период как коэффициент вариации (стандартное отклонение, деленное на среднее значение и умноженное на 100), определяемый по квартальным данным в разрезе приобретения чистых активов и принятия чистых обязательств отдельно по каждому виду инвестиций [86]. Коэффициент вариации берется по модулю, и для удобства отображения на графиках данные по обязательствам умножаются на минус 1.

Рисунок 12 – Динамика и структура волатильности финансовых потоков капитала Индонезии за 1990–2019 годы, %

Источник: составлено автором на основе [86].

Как было указано ранее, уровень волатильности национальной валюты в Индонезии поддерживается на достаточно низком уровне после принятия режима управляемого плавающего курса в 2001 году. Значительная девальвация происходит во время азиатского кризиса (239 % в 1998 году по сравнению с предыдущим годом), но уже в 1999 году удается ревальвировать обменный курс на 20 % (рисунок 13).

Подводя итоги по Индонезии, можно сделать вывод, что финансовая либерализация усилила влияние финансового кризиса в 1997–1998 годах на внешний сектор экономики данной страны: отток краткосрочного капитала из страны, усиление волатильности национальной валюты и краткосрочных финансовых потоков капитала. Как результат, в Индонезии наблюдается наложение ограничений на потоки капитала после азиатского и мирового финансовых кризисов.

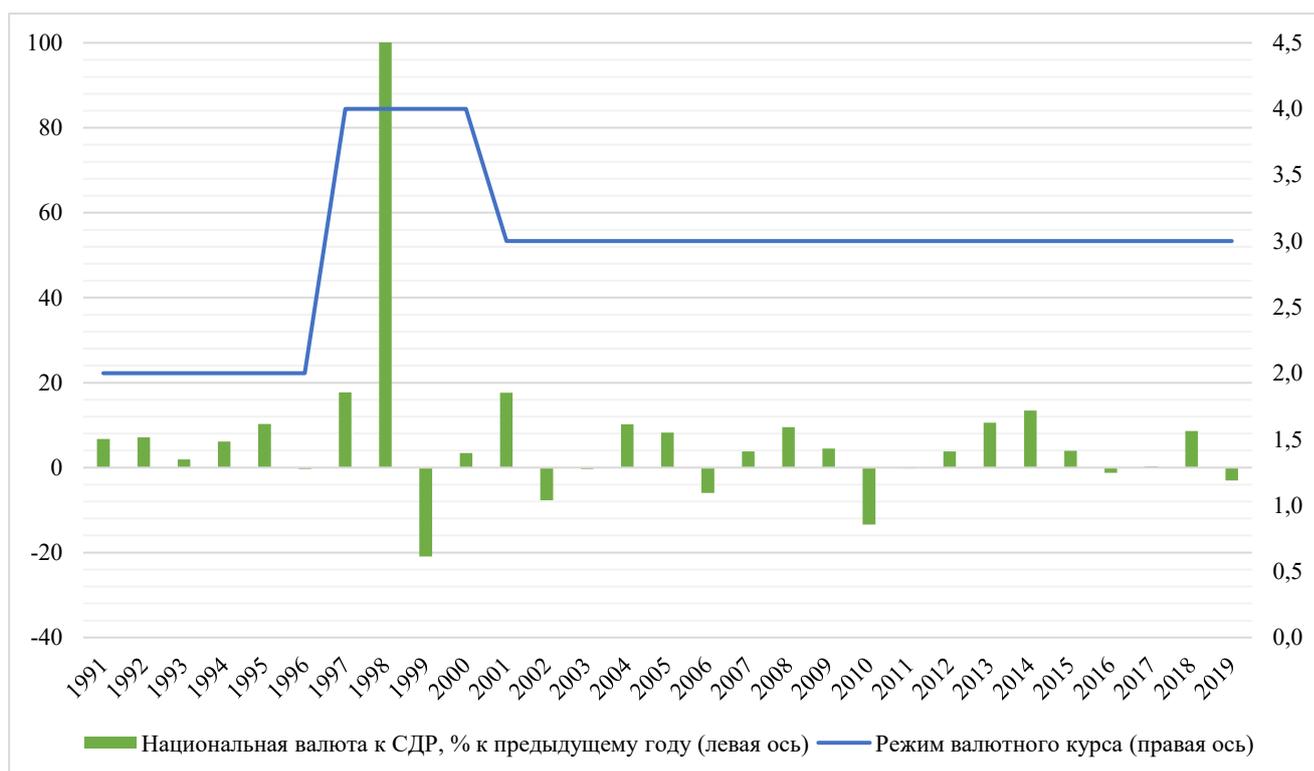
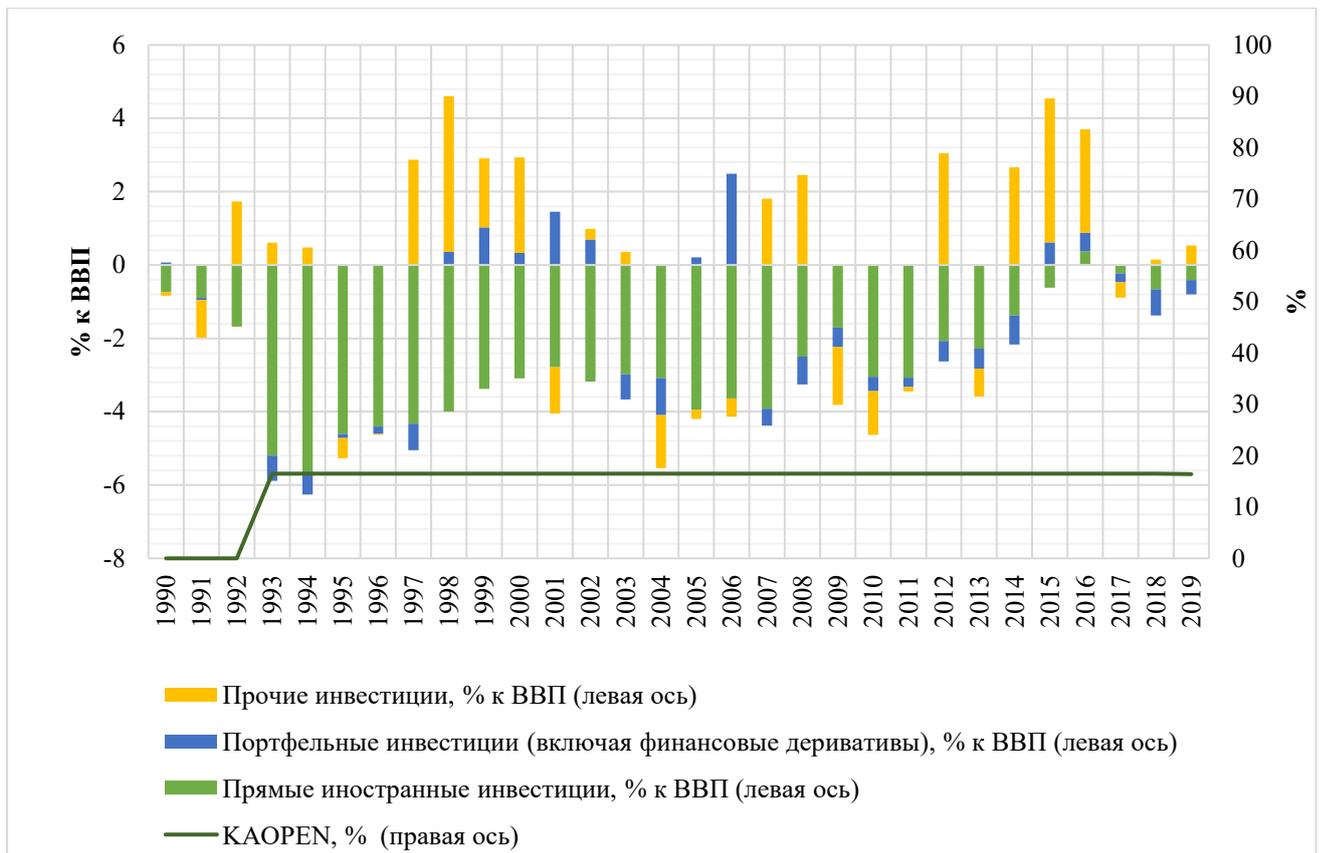


Рисунок 13 – Темпы прироста обменного курса национальной валюты Индонезии к СДР и де-факто режим валютного курса за 1991–2019 годы

Источник: составлено по данным [66; 192].

Китайская Народная Республика. Согласно индексу КАOPEN, политика финансовой либерализации осуществлялась в 1992–1993 годах. За этот период индекс КАOPEN поднялся от 0 до 16,6 %, то есть произошло частичное снятие ограничений с потоков трансграничного капитала. Действия по дальнейшей политике либерализации, согласно данному индексу, не были выявлены (рисунок 14).

После частичной финансовой либерализации в Китае происходят изменения в динамике и структуре потоков финансового капитала. Во-первых, значительно увеличивается объем финансовых потоков. Во-вторых, отмечается чистый приток капитала в виде прямых иностранных инвестиций. В-третьих, влияние внешних шоков на финансовые потоки капитала не было выявлено (рисунок 14).



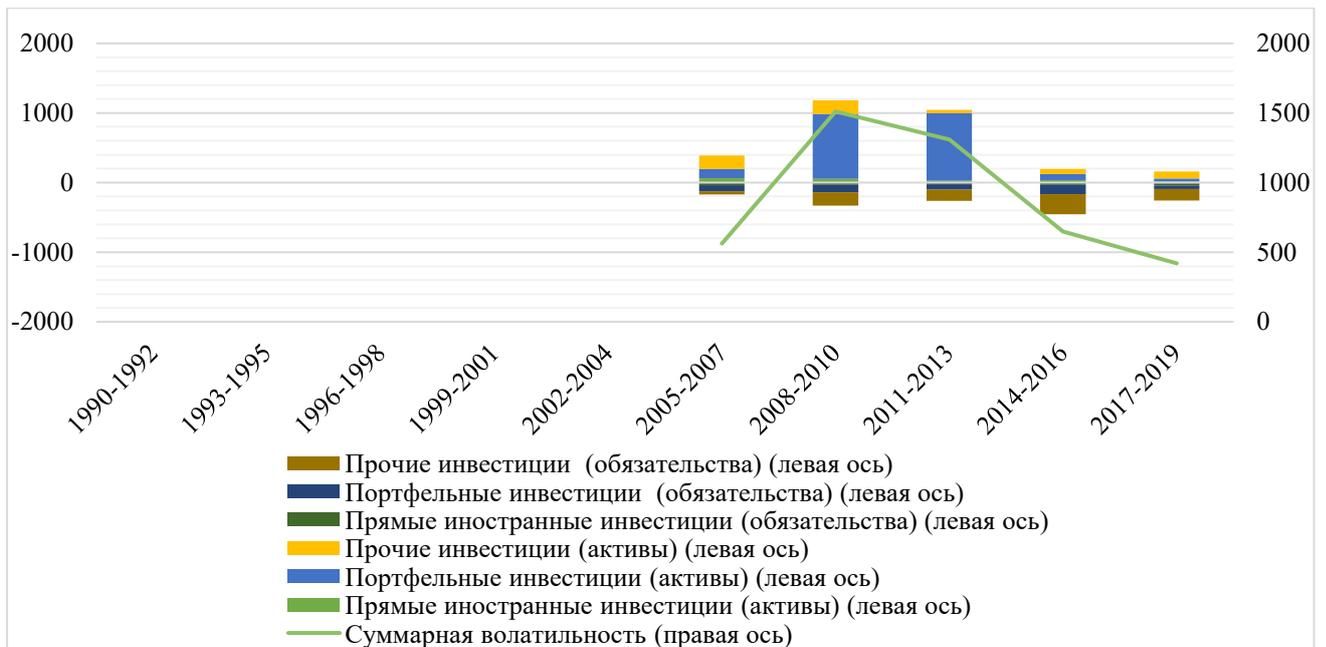
Примечание: положительные значения – приобретение чистых активов; отрицательные значения – принятие чистых обязательств.

Рисунок 14 – Динамика и структура чистых потоков капитала Китая, значения финансовой открытости за 1990–2019 годы, % к ВВП

Источник: составлено по данным [86; 197; 300].

Волатильность потоков финансового капитала Китая на пиках значительно ниже, чем в других рассматриваемых странах. Однако в 2008–2013 годах в Китае была сделана попытка ослабить ограничения на потоках финансового капитала, что привело к увеличению волатильности в краткосрочных потоках капитала. С 2015 года Китай ужесточает валютную политику и, как следствие, волатильность потоков трансграничного капитала падает (рисунок 15).

Национальный обменный курс Китая к СДР демонстрирует низкую волатильность за 1994–2020 годы (в среднем около 5 % за год). При этом в отличие от других стран валютный курс преимущественно ревальвирует (рисунок 16).



Примечание: рассчитывается показатель за трехлетний период как коэффициент вариации (стандартное отклонение, деленное на среднее значение и умноженное на 100), определяемый по квартальным данным в разрезе приобретения чистых активов и принятия чистых обязательств отдельно по каждому виду инвестиций [86]. Коэффициент вариации берется по модулю, и для удобства отображения на графиках данные по обязательствам умножаются на минус 1.

Рисунок 15 – Динамика и структура волатильности финансовых потоков капитала Китая за 1990–2019 годы, %

Источник: составлено автором на основе [86].

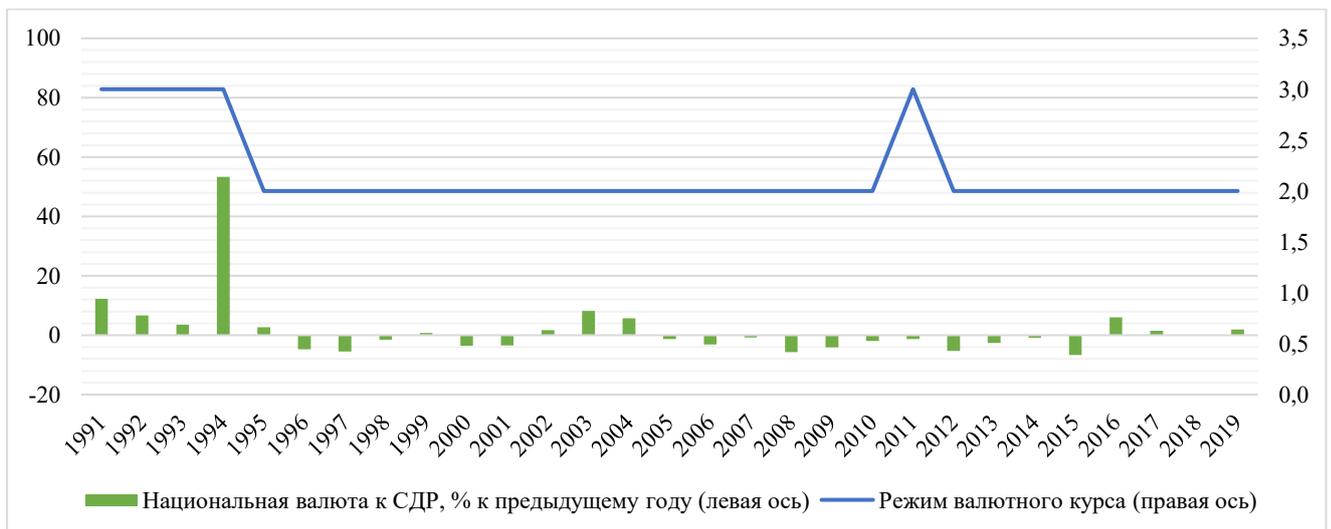
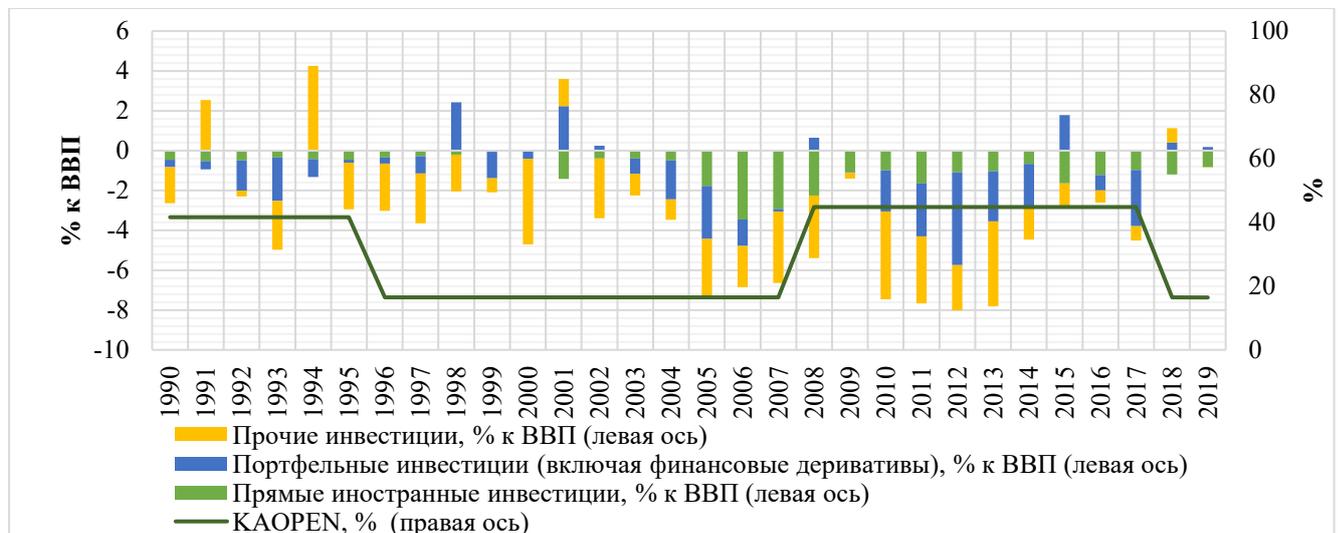


Рисунок 16 – Темпы прироста обменного курса национальной валюты Китая к СДР и де-факто режим валютного курса за 1991–2019 годы

Источник: составлено по данным [66; 192].

Подводя итоги по Китаю, можно отметить, что финансовая либерализация способствовала увеличению чистых притоков финансового капитала в виде прямых иностранных инвестиций и наращиванию международных активов. При этом доля участия иностранного капитала в экономике Китая за последние годы (2007–2019 годы) остается на прежнем уровне (таблица 5).

Турецкая Республика. Турция, согласно индексу КАOPEN, к 1990 году имеет достаточно значимый уровень финансовой открытости (около 40 %). Однако из-за кризиса 1994 года наблюдается введение мер, ограничивающих движение капитала в 1995–1996 годах. И только в 2007–2008 годах была проведена политика финансовой либерализации, которая увеличила значение данного индекса до 44 %. И в 2008–2017 годах наблюдается значительный рост чистого притока краткосрочного капитала. Но с 2018 года уровень финансовой открытости был снова снижен до 16 % (рисунок 17).



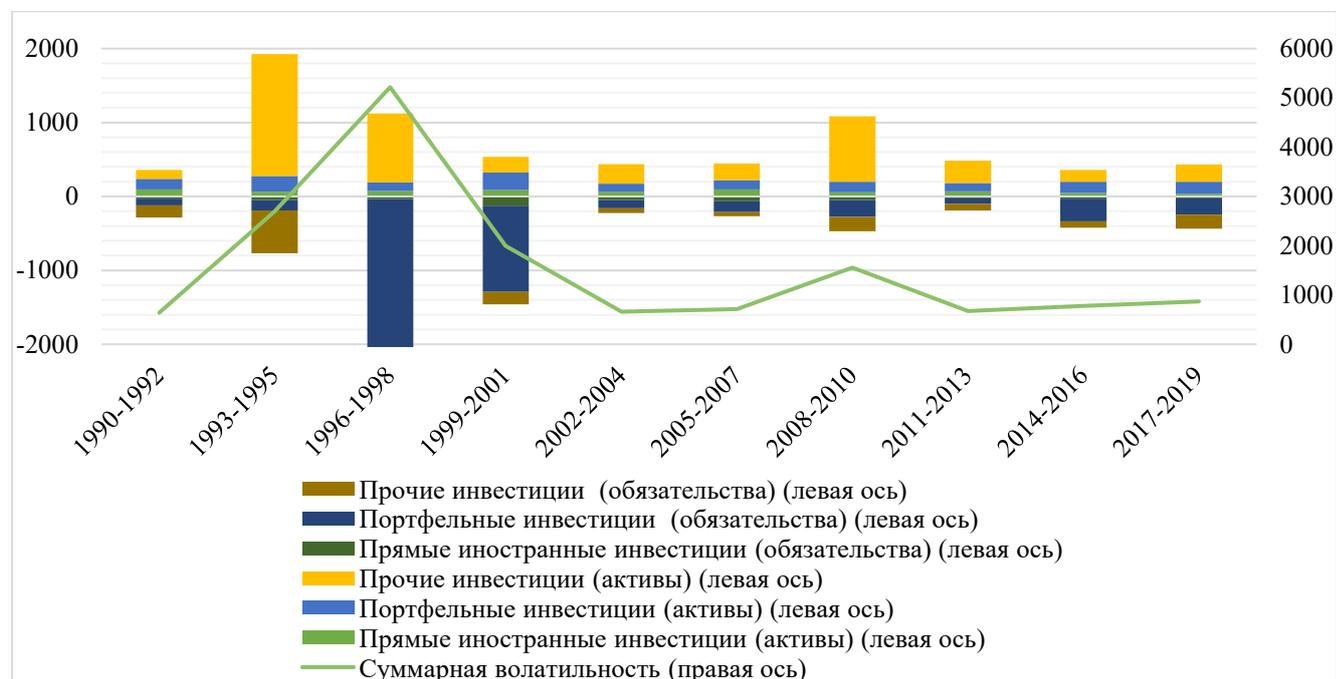
Примечание: положительные значения – приобретение чистых активов; отрицательные значения – принятие чистых обязательств.

Рисунок 17 – Динамика и структура чистых потоков капитала Турции, значения финансовой открытости за 1990–2019 годы, % к ВВП

Источник: составлено по данным [86; 197; 300].

Несмотря на сильные чистые притоки краткосрочного капитала (6 % – 7 % к ВВП) за 2002–2017 годы, уровень волатильности финансовых потоков Турции

находится на достаточно низком уровне среди рассматриваемых стран. В более ранний период 1993–2001 годов наблюдаются самые высокие значения волатильности на фоне начала политики финансовой либерализации (рисунок 18).



Примечание: рассчитывается показатель за трехлетний период как коэффициент вариации (стандартное отклонение, деленное на среднее значение и умноженное на 100), определяемый по квартальным данным в разрезе приобретения чистых активов и принятия чистых обязательств отдельно по каждому виду инвестиций [86]. Коэффициент вариации берется по модулю, и для удобства отображения на графиках данные по обязательствам умножаются на минус 1.

Рисунок 18 – Динамика и структура волатильности финансовых потоков капитала Турции за 1990–2019 годы, %

Источник: составлено автором на основе [86].

Во время мирового финансового кризиса 2008–2009 годов уровень волатильности потоков капитала Турции превысил в два раза средние значения данного показателя за 2002–2007 годы (рисунок 18).

В период с 1991 по 2001 год турецкая лира испытывает сильное девальвационное давление при режиме мягкой привязки – около 50 % в год. В кризис 2001 года девальвация национальной валюты достигла 90 % по отношению к предыдущему году. И в 2001 году страна принимает режим свободного

плавающего обменного курса. На этом фоне сокращается девальвация национальной валюты вплоть до ее ревальвации (рисунок 19).



Рисунок 19 – Темпы прироста обменного курса национальной валюты Турции к СДР и де-факто режим валютного курса за 1991–2019 годы

Источник: составлено по данным [66; 192].

Также сильная девальвация национальной валюты отмечается во время международного финансового кризиса 2008–2009 годов – 16 % в 2009 году. Дальнейшее обесценение турецкой валюты происходит с 2011 года и по сегодняшний день, несмотря на принятый режим управляемого плавания (рисунок 19).

Подводя итоги по Турции, можно отметить, что кризис 1994 года вызвал отток капитала и заставил турецкое правительство частично наложить ограничения на потоки финансового капитала. Но принятых мер оказывается недостаточно: в 2001 году происходит отток капитала и усиливается волатильность краткосрочных финансовых потоков, что стало причиной девальвации национальной валюты.

С 2002 года Турция испытывает сильные чистые притоки, в том числе в виде прямых иностранных инвестиций. Но перед мировым финансовым кризисом осуществляется снятие ограничений с потоков капитала и, как результат, увеличивается приток краткосрочного капитала. На фоне снятых ограничений во

время кризиса 2008–2009 годов наблюдается резкое сокращение чистого притока капитала, усиление волатильности финансовых потоков и рост девальвации национальной валюты.

В результате проведенного анализа основных показателей финансового сектора и изменения финансовой открытости в рассматриваемых странах можно выделить ряд экономических эффектов, обусловленных финансовой либерализацией, которые представлены в таблице 7.

Таблица 7 – Эффекты политики финансовой либерализации

Эффекты	Аргентина	Бразилия	Индия	Индонезия	Китай	Турция
<i>Положительные эффекты</i>						
Высокая доля прямых иностранных инвестиций в общей структуре чистых потоков трансграничного капитала за исключением международных резервов (более 30 %)	–	+	+	+	+	–
Рост чистого притока ПИИ при увеличении финансовой открытости	–	+	–	–	+	–
<i>Отрицательные эффекты</i>						
Рост волатильности краткосрочных финансовых потоков	+	+	+	+	+	+
Чистый отток финансового капитала	+	+	–	+	+	+
Наращивание международных резервов	+	+	+	+	+	+
Девальвация национальной валюты в кризисные периоды	+	+	+	+	–	+
Примечание – «+» есть эффект, «–» нет эффекта.						

Источник: составлено автором.

Подтверждена прямая зависимость между волатильностью обменного курса национальной валюты и установленным государством режимом. Зависимости между дерегулированием обменного курса и девальвацией национальной валюты не выявлено. На рост девальвации значительное влияние оказывают кризисные ситуации, обусловленные открытостью потоков капитала.

Большинство стран сохраняют низкий уровень де-факто открытости (Китай и Индия) или сокращают его после финансового кризиса (Аргентина, Бразилия и Индонезия). В Турции во время кризисного периода произошло лишь кратковременное снижение индекса КАOPEN. В целом политика финансовой либерализации оказала дестабилизирующее воздействие на состояние внешнего финансового сектора развивающихся стран. Накопление международных резервов автор оценивает как неэффективную для развития национальной экономики меру.

2.2 Экономическая политика развивающихся стран как фактор успешности финансовой либерализации

Основное внимание в научных и аналитических работах по применяемым инструментам политики финансовой либерализации в рассматриваемых странах смещается в сторону прямых мер по управлению потоками капитала, что не охватывает либерализацию внутреннего финансового сектора (рисунок 1). Кроме этого, финансовая либерализация является частью экономической политики государства, и, согласно теоретическим концепциям (параграф 1.1), среда проведения данной политики (денежно-кредитной и налогово-бюджетной) не менее важна, чем действия государства по регулированию трансграничных потоков капитала [38].

Поэтому в данном параграфе будет актуально изучить особенности экономической и институциональной среды проведения политики финансовой либерализации в развивающихся странах, рассмотренных в параграфе 1.2.

Среди основных вопросов экономической политики развивающихся стран – значимые вопросы приватизации национальной экономики (в том числе банковского сектора), присутствия нерезидентов в банковском секторе, режима валютного курса, основных принципов денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики, в том числе реакции на финансовую нестабильность, обусловленной как внешними, так и внутренними факторами.

Аргентинская Республика. В 1991 году была предоставлена независимость Центральному банку и активно проводилась политика по приватизации государственного имущества, по реформированию социальной защиты¹⁾ и по сокращению рабочих мест в государственном секторе для достижения бюджетной сбалансированности [200, с. 11–13].

Приватизация государственного сектора сопровождалась продажей в частные руки предприятий, расположенных в ключевых отраслях экономики: нефтедобыча, связь, энергетика, дороги и др. При этом в приватизации большую роль играют иностранные инвесторы, которых привлекал благоприятный инвестиционный климат: отмена торговых барьеров, дерегулирование потоков капитала и экономики [280]. Но эффективность приватизированных предприятий ставится под сомнение, за исключением высоко прибыльных предприятий (нефть, связь и др.): наблюдаются резкий рост коммунальных тарифов, понижение качества предоставляемых услуг, массовые увольнения и т. п. [85, с. 334–335]. После кризиса 2001 года часть предприятий (например, железные дороги, метрополитен) была национализирована в связи с неисполнением своих обязательств и высокой задолженностью [85, с. 332].

На 2016 год значительную долю занимают ПИИ в таких отраслях Аргентины, как добыча полезных ископаемых, обрабатывающая промышленность, финансы и страхование, торговля (рисунок 20).

Режим валютного совета с привязкой к доллару США, который не давал проводить автономную денежно-кредитную политику на фоне открытости потоков капитала, просуществовал до кризиса 2001 года (трилемма Манделла – Флеминга). После кризиса валютный совет был заменен на режим двойного обменного курса – фиксированный режим для части торговых и финансовых операций, а плавающий курс для всех остальных операций. Однако через год режим обменного курса был преобразован в плавающий (2003 год) [164, с. 9].

¹⁾ Предусматривает внесение изменений в пенсионную реформу: новая пенсионная схема предусматривает накопление средств на индивидуальном лицевом счете взамен выплат средств из бюджета, поступивших от налогов.



Рисунок 20 – Отраслевая структура прямых иностранных инвестиций в Аргентине на 2016 год, %

Источник: составлено по [261].

С 2002 года ЦБ осуществляет валютные интервенции и политику стерилизации с целью стабилизации валютного курса [164, с. 9] вместо политики таргетирования инфляции. При этом важной частью денежно-кредитной политики после кризиса стало решение правительства о переводе внутренних кредитов и депозитов, выраженных в долларах США, в песо, которое было направлено на стабилизацию цен для дебиторов из-за сильных колебаний национальной валюты [164, с. 9].

Открытие финансовых рынков повлияло на банковский сектор Аргентины. Во-первых, происходит усиление иностранных банков. В 1991–1995 годах доля иностранных банков составляет 15,49 % от суммы активов банковской системы, а на долю государственных банков приходится 49,76 %. После проведения политики финансовой открытости и принятия валютного совета (1996–2001 годы) доля иностранных банков значительно возросла до 47,77 %, доля государственных и коммерческих банков упала до 30,68 % и 21,55 % соответственно. Но после кризиса 2001 года отмечается увеличение доли государственных банков до 40,34 % и снижение доли иностранных банков до 29,42 % в 2002–2010 годах [157, с. 6].

Во-вторых, резко увеличиваются темпы роста финансовых операций: ежегодный рост составил 12,51 % за 1990–2001 годы, а рост обрабатывающей промышленности и ВВП – около 2,71 % и 3,25 % соответственно. Но в посткризисный период (2001–2003 годы) происходит сокращение финансовых операций и только после 2003 года отмечается рост посреднической финансовой деятельности [157, с. 8].

Из-за кризиса 2001 года налогово-бюджетная политика претерпела существенные изменения. В начале 2000 года правительство по рекомендации МВФ подняло налоги для сокращения бюджетного дефицита, но результат был отрицательным, так как налоговые поступления в бюджет сократились. И на фоне рецессии ситуация ухудшалась из-за увеличения риска невыполнения долговых обязательств, что затронуло банковский сектор, вызвав там панику [174, с. 47–48].

Однако после кризиса 2001 года правительством были увеличены социальные расходы и расходы на поддержку экономики [296, с. 10–11]. Были сокращены ставки по некоторым налогам (например, увеличены налоговые вычеты по подоходному налогу), при этом повышены налоги на экспорт товаров [264, с. 40].

Аргентинской экономике удалось восстановиться после рецессии 2001 года благодаря эффективной экономической политике с регулированием потоков капитала и текущего счета (репатриация валютной выручки) на фоне глобального роста экономики: снижения уровня безработицы и инфляции, увеличения внутренних инвестиций, улучшения экспорта, импорта, внутреннего спроса и др. [164, с. 10–14].

Однако с 2003 г. профицит бюджета начал резкое снижение, обусловленное неэффективными расходами бюджета и социальными программами. Ухудшил ситуацию факт фальсификации данных по индексу потребительских цен и обвинений в коррупции правительства [104]. С 2011 г. Аргентина вновь переживает стагнацию экономики и ухудшение платежного баланса [133].

В 2015 г. избрано новое правительство, которое снизило экспортные пошлины, отменило валютный контроль, устранило разногласия по 15-летним

облигациям, а ЦБ повысил ключевую ставку. Проблему с дефицитом бюджета решить за счет налогов правительству не удалось, так как треть аргентинцев находится за чертой бедности. Кроме того, был взят государственный займ на международном рынке капитала (56 млрд долларов США), что привело к росту бюджетного дефицита [80, с. 1].

В 2018 г. из-за риска наступления нового дефолта МВФ утвердил для Аргентины новую программу оздоровления экономики, суть которой заключалась в ужесточении бюджетной экономии. Эта программа привела к новой рецессии и смене правительства в 2019 г. Новое правительство изменяет экономический курс государства, направив его на стимулирование спроса: повышение зарплат, заморозку цен на коммунальные услуги, снижение цен на лекарства и др. [80].

Однако экономическую ситуацию ухудшает отток капитала и новый кризис 2020–2021 годов, что вынудило ЦБ произвести эмиссию денежных средств. Принятых мер оказалось недостаточно. В 2020 году Аргентина переживает новый дефолт, что вынуждает правительство к новым переговорам по реструктуризации долга [80, с. 1–2].

Федеративная Республика Бразилия. В начале 90-х годов XX века Бразилия осуществляет экономическую политику по ряду направлений.

1. Приватизация стратегических секторов экономики, в том числе транспортных компаний, компаний по поставке электроэнергии, нефтяных компаний и почти всех региональных государственных банков [76, с. 6–28]. Около 54 % всех средств, полученных от программы приватизации, принадлежали иностранным инвесторам [224, с. 2]. Но, несмотря на приватизацию, правительство сохраняет контроль в определенных отраслях (например, в нефтяной промышленности и производстве электроэнергии): в 2012 году правительство с помощью контрольного пакета акций в крупных компаниях (Petrobras, Eletrobras) данных отраслей не позволило повысить цены на электроэнергию и бензин [224, с. 24].

Исходя из рисунка 21, можно отметить, что прямые иностранные инвестиции в Бразилии на 2018 год распределены по отраслям более диверсифицировано, чем

в Аргентине (рисунок 20). Высокая доля ПИИ направлена в добычу полезных ископаемых (17 %) и в обрабатывающую промышленность (23 %), где инвестиции сконцентрированы в экологически вредных производствах, таких как химическое производство (5,1 %) или целлюлозно-бумажное производство (4,3 %). Вклад иностранных инвестиций в более технологичные производства – в производство транспортных средств и в оборудование составляет 9,8 % (данный вид экономической деятельности на рисунке 21 включен в обрабатывающую промышленность) [261].

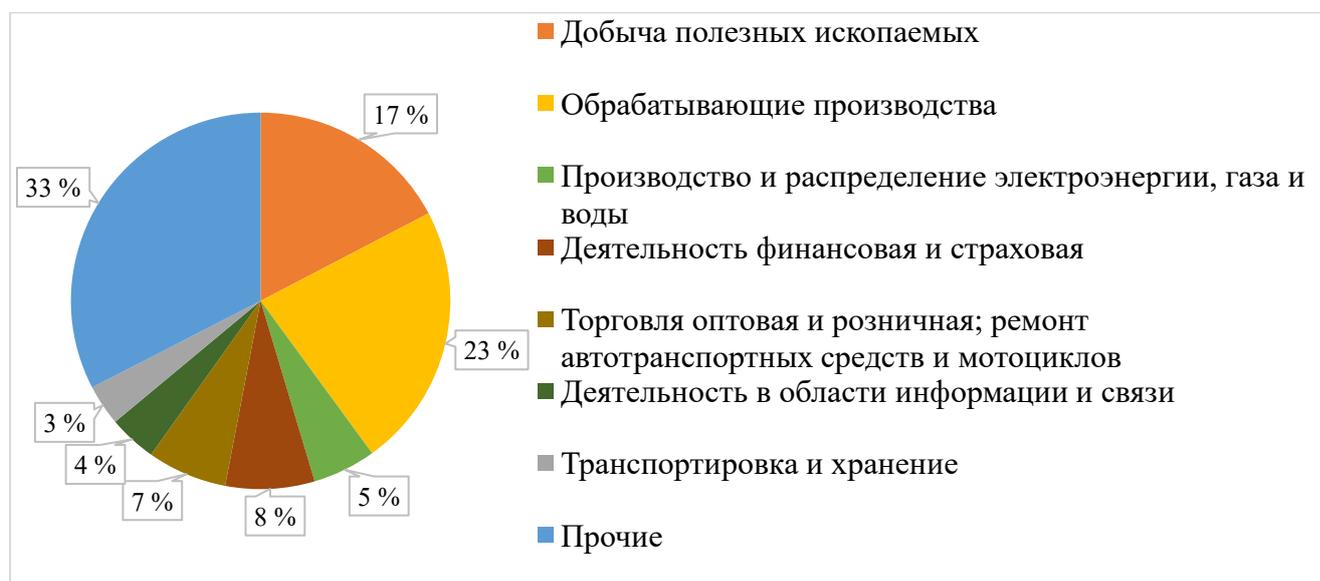


Рисунок 21 – Отраслевая структура прямых иностранных инвестиций в Бразилии на 2018 год, %

Источник: составлено по [261].

2. Политика высоких процентных ставок (1994 г.) с целью защиты от спекулятивных атак и финансовой паники, вызванных мексиканским кризисом 1994 года (процентная ставка выросла до 50 %) [287, с. 205], и высокий валютный курс стали причинами падения промышленного производства в 1998 году [171, с. 15].

После бразильского валютного кризиса в 1999 году была принята новая экономическая политика: установлены режим свободного плавающего обменного курса и режим таргетирования инфляции при профиците бюджета. Данная

политика снизила процентные ставки, но волатильность обменного курса осталась высокой [138, с. 61].

Дальнейшие изменения в денежно-кредитной и в фискальной политике заключались в следующем.

1. На фоне благоприятной международной ситуации и ревальвации бразильской валюты с 2005 года Бразилия накапливает валютные резервы, что снизило уязвимость к внешним шокам. Но в связи с кризисом 2008–2009 годов Центральный банк производит вмешательство для стабилизации обменного курса [246, с. 26–32].

2. Правительство Бразилии проводит политику фискальной экспансии в 2003–2016 годах: 1) масштабные инвестиции в национальные крупные компании; 2) вложение средств в поиск новых месторождений. Но несмотря на такую политику, реальный рост ВВП на душу населения уменьшился на 2,7 % в 2016 году, а дефицит бюджета составил 7 %. Как подчеркивают Ayres J. et al., правительство не сделало никаких шагов к консолидации бюджета, наблюдается чрезвычайно высокое налоговое бремя и происходит сокрытие бюджетного дефицита через государственные банки и компании [84, с. 22–23].

3. С 2008–2010 годов активно проводится антициклическая фискальная политика: повышение расходов на социальную политику, увеличение государственных инвестиций [246, с. 32] и предоставление налоговых льгот [181, с. 4].

Финансовую систему Бразилии представляют три крупнейших федеральных государственных банка (Banco do Brasil, The Brazilian Development Bank, Caixa Econômica Federal) – это около 40 % банковских активов, а доля иностранных банков составляет около 15 %. Во время кризиса 2008–2009 годов государственные банки стали важным инструментом в проведении антициклической политики, которые поддерживали выдачу кредитов на фоне снижения финансирования в частном секторе [217, с. 17–19].

С 2015 года в Бразилии наблюдался дефицит бюджета (около 8 % к ВВП), что было обусловлено низким ростом экономики, увеличением процентных ставок,

обесценением обменного курса и ростом инфляции [77, с. 52–53]. При этом ситуацию ухудшала политика правительства, направленная на снижение государственных расходов и на корректировку цен на нефть и энергоносители, а также вмешательство ЦБ в валютный рынок на фоне девальвации национальной валюты [246, с. 26–27].

В 2016 году политика была пересмотрена в пользу проведения следующих мер: сокращения расходов на правительственный аппарат, упрощения налоговой системы, установки лимитов по бюджетным расходам, снижения долгосрочной процентной ставки и др. С целью стимулирования экономического роста и привлечения инвестиций в инфраструктуру правительство Бразилии расширяет программу по концессиям и продает государственные активы с целью улучшения управления ими. Данная реформа затронула энергетические компании, нефтегазовые компании, порты, шоссе и др. [282, с. 7–23].

В 2020 г. на фоне пандемии COVID-19 Бразилия распродает иностранную валюту и снижает резко ключевую ставку до 2 % (за последнее десятилетие ставка была около 10 %). Плюс к этому были приняты фискальные стимулы, в том числе компенсация расходов домашним хозяйствам из-за потери доходов [97].

Республика Индия. В 1991 году в связи с экономическим кризисом в Индии проводится ряд экономических реформ, направленных на приватизацию, либерализацию торговли и финансового сектора. Во-первых, проводится широкомасштабная приватизация государственной собственности, что усилило приток ПИИ. Только железные дороги, оборонный сектор и ядерная энергетика остались под контролем государства. Но отмечается неэффективность реформы приватизации, так как деньги, полученные от приватизации, были направлены на финансирование бюджетного дефицита, а не на создание новых активов. Во-вторых, созданы возможности для учреждения частных банков и увеличена доля участия иностранного капитала в банковском секторе до 50 % [228]. В-третьих, произошло снижение торговых барьеров и отмена регулирующих валютных мер по текущему счету [256, с. 103].

Несмотря на широкомасштабную приватизацию в Индии и финансовую закрытость, прямые иностранные инвестиции были направлены в высокотехнологичные сектора – информацию и связь (29 %), в том числе в разработку компьютерного программного обеспечения (17,2 %) (рисунок 22).

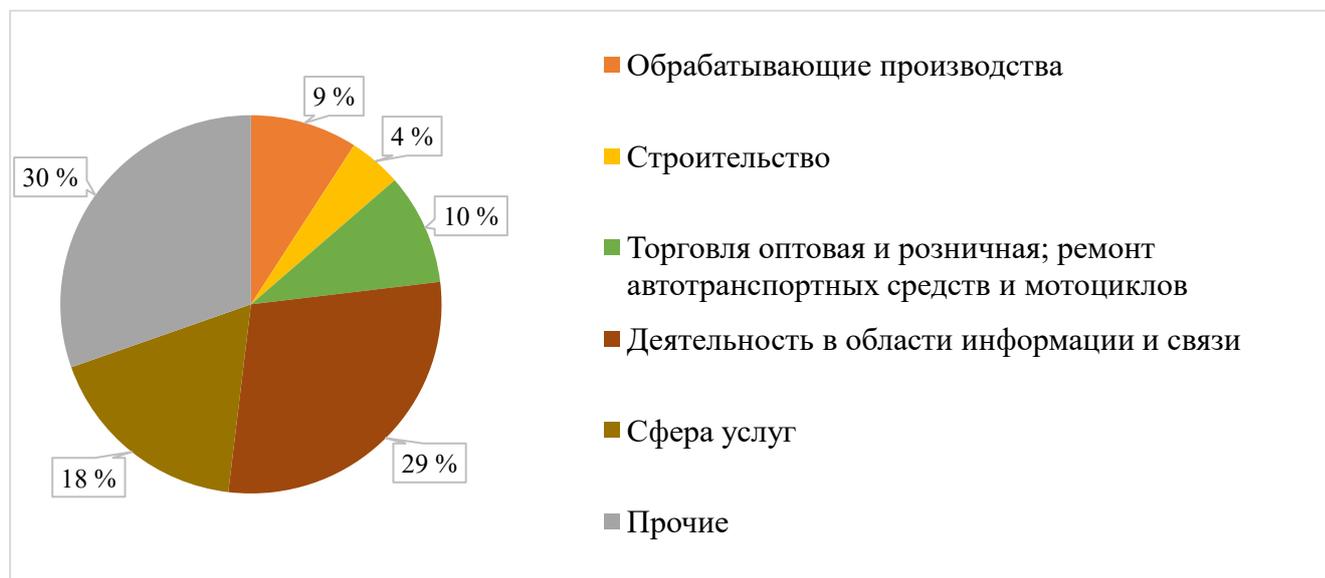


Рисунок 22 – Структура прямых иностранных инвестиций в Индии на 2019 год, %
Источник: составлено по [261].

В начале 1990-х годов происходит снятие ограничений с потоков капитала, в частности, в 1993 году разрешено привлекать прямые иностранные инвестиции в индийскую экономику. На этом фоне происходит расширение банковских операций (например, брокерские операции), снижение резервных требований и частичное дерегулирование процентных ставок: разрешено банкам устанавливать любую процентную ставку для кредитов размером свыше 0,2 млн рупий (1994 год); ставка по депозитам дерегулирована в 1998 году [303, с. 177–179].

Несмотря на политику финансовой либерализации, на государственные банки Индии приходится 80 % всех депозитов и 70 % всех инвестиций (2010 год), а Государственный банк Индии (State Bank of India) входит в топ-50 банков мира. При этом только около 5 % депозитов и 9 % инвестиций приходится на иностранные банки (2010 год) [217, с. 10–14].

Денежной-кредитная политика в Индии имела две цели: поддержание стабильности обменного курса [154] и в большей мере поддержание стабильности цен (таргетирование инфляции). Другими особенностями данной политики являются предоставление кредита на производственные цели частному сектору [69, с. 7; 294, с. 1057] и накопление международных резервов на фоне благоприятной мировой экономической ситуации (2001–2007 годы) с репатриацией валютной выручки от экспортных операций, что привело к ревальвации национальной валюты и к притоку спекулятивного капитала. Впоследствии во время кризиса 2008–2009 годов инвесторы резко вывели спекулятивный капитал, что вызвало падение курса рупии и рост внешнего долга [162, с. 36–38].

Стоит отметить, что до начала реформ 90-х годов XX века в Индии был установлен режим фиксированного обменного курса: сначала обменный курс был привязан к фунту стерлингов, а потом к корзине валют. В 1991 году рупия была девальвирована на 18–19 %, и в 1992–1993 годах была установлена либеральная система управления валютным курсом (*liberalised exchange rate management system, LERMS*). Система устанавливала двойной режим валютного курса. Однако в 1993 году она была заменена на единую систему обменного курса (*Unified Exchange Rate System, UERS*). В результате был установлен режим управляемого плавающего курса [153; 154].

К особенностям налогово-бюджетной политики Индии можно отнести снижение ставок по налогам и упрощение налоговой системы. Основной целью данной политики является соблюдение финансовой дисциплины [139, с. 14–19].

В связи с тем, что Индия пострадала во время кризиса 2008–2009 годов (из-за оттока краткосрочных потоков капитала), правительство Индии и Резервный Банк Индии проводят антициклическую политику 2008–2009 годов:

– уменьшение процентных ставок почти вдвое (например, ставка РЕПО была сокращена с 9 до 4,75 % за 2008–2009 годы) с целью увеличения ликвидности рупии [146, с. 1–2];

- стимулирующая налоговая политика, в том числе снижение косвенных налогов [146, с. 1–2];
- увеличение бюджетных расходов на 36 % преимущественно на поддержание спроса, особенно в сельских районах [146, с. 1–2];
- осуществление государственных инвестиций, но данная политика была ограничена бюджетным дефицитом [146, с. 1–2].

Новые изменения в государственной политике, обусловленные экономическим кризисом, сменой правительства и коррупционными скандалами, происходят с 2014 года. Например, к 2018 году была закончена политика демонетизации и заморожены минимальные цены на сельскохозяйственную продукцию [227]. Однако проблемы падения роста ВВП, дефицита бюджета, девальвации национальной валюты, роста огромных безнадежных долгов в банковской системе и роста безработицы не были решены. Ситуацию ухудшает высокий уровень инфляции. И с этими проблемами Индия подошла к новому кризису [155].

Кризис 2020–2021 годов, обусловленный пандемией COVID-19, стал фактором для запуска нового курса экономических реформ: во-первых, создание благоприятного климата для частного бизнеса; во-вторых, приватизация части государственного имущества и открытие новых секторов для инвестиций (добыча полезных ископаемых, оборонная промышленность и др.); в-третьих, политика стимулирования спроса – антициклическая политика, государственные вложения в инфраструктуру и устранение ряда барьеров, мешающих деловому циклу (расширен доступ к капиталу, упрощено трудовое законодательство) [284].

Республика Индонезия. Либерализация банковского сектора Индонезии началась в 60-х годах XX века. В 1966 году были допущены на рынок частные банки, а в 1968 году – иностранные банки. Однако уже в 1968 году выдача разрешений была остановлена. Второй этап финансовой либерализации начался в 1983 году с отмены контроля процентной ставки по кредитам и депозитам для государственных банков. В 1988 году сняты ограничения входа на рынок частных банков и разрешено участие иностранных банков через совместные предприятия, а

в 1991 году усилен пруденциальный контроль над банками. Как результат, доля государственных банков в совокупных активах сократилась почти вдвое – с 63 до 36 % [19; 263, с. 96–100].

В связи с растущей нестабильностью в Индонезии из-за открытия потоков капитала и событий, вызванных азиатским финансовым кризисом, наблюдаются изменения в банковском секторе. До кризиса на 1996 год большая часть активов банков принадлежала частному сектору (51,7 %) и государству (36,4 %). В посткризисный период (2000 год) доля активов государственных банков возросла (50,3 %) при уменьшении их количества (с 7 до 5 банков), а также происходит небольшой рост активов у иностранных банков с 9,2 % до 12,2 % [263, с. 94]. Однако к 2012 году доля государственных банков в совокупных активах существенно упала – до 36,4 %, но наблюдается рост активов у муниципальных банков с 2,5 % до 8,3 %, национальных частных банков с 34,4 % до 39,8 % и исламских банков с 0,2 % до 4,0 % [19; 88, с. 24].

Согласно Конституции Индонезии от 1945 года (статья 33), только государство может осуществлять управление в стратегически значимых секторах, в том числе связанных с природными ресурсами [277, с. 1]. До приватизационных реформ государственные предприятия присутствовали почти во всех секторах экономики и являлись в 1970-х годах ядром стратегии по индустриализации [277, с. 54]. С 1991 года в Индонезии происходит частичная приватизация с сохранением государственного контроля. За период с 1991 по 2018 год только одно предприятие (сотовый оператор PT Indosat Tbk в 2002 году) продает более 50 % акций государства частным инвесторам [19; 226, с. 99; 269, с.153].

Несмотря на то, что страна богата полезными ископаемыми, значительная доля ПИИ в Индонезии приходится на обрабатывающее производство (40 %), а также на торговлю (12 %) и финансовый сектор (13 %). Это отличает Индонезию от Аргентины и Бразилии, в которых иностранные инвесторы контролируют добычу полезных ископаемых (рисунок 23) [19].

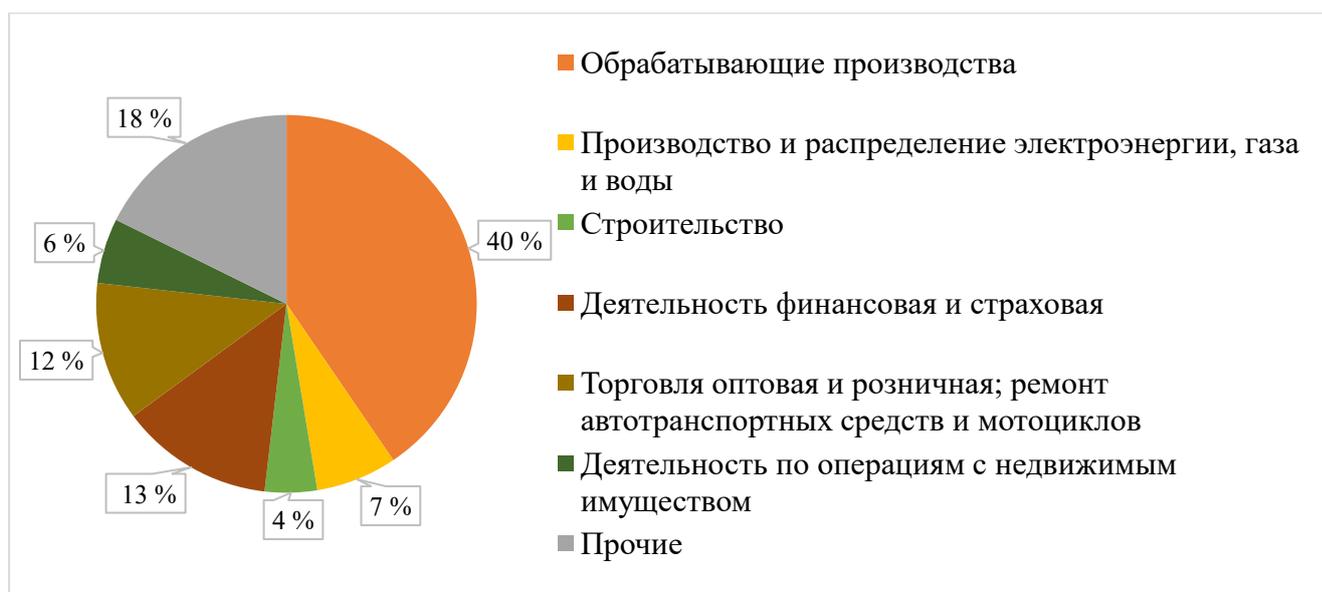


Рисунок 23 – Структура прямых иностранных инвестиций в Индонезии на 2019 год, %

Источник: составлено по [261].

С 1978 года в Индонезии был установлен режим управляемого плавающего курса, где якорем выступает корзина валют, и доллар США имеет в ней существенный вес. Но большой отток капитала во время кризиса требовал значительных интервенций, что снизило эффект от стерилизации и затраты на денежно-кредитную политику. В итоге в 1997 году был установлен режим свободно плавающего валютного курса для защиты валютных резервов [179, с. 6]. Однако покупательная сила рупии остается изменчивой и оказывает негативный эффект на национальную экономику. Центральный Банк Индонезии осуществляет валютные интервенции для снижения ее волатильности и резкого обесценивания с целью стабилизации ожиданий рынка. Де-факто режим обменного курса рупии является управляемо плавающим [278, с. 36–37]. Например, Центральный Банк Индонезии осуществляет валютные интервенции для поддержания рупии из-за оттока капитала, связанного с ростом ключевой ставки США [19; 253].

Основными элементами денежно-кредитной политики в Индонезии выступает отмена контроля процентной ставки по депозитам и кредитам для государственных банков, а также обеспечение стабильности внутренних цен

(таргетирование инфляции) и национального обменного курса посредством операций на открытом рынке (начиная с конца 1980-х годов) [19; 277, с. 34].

Налогово-бюджетная политика в Индонезии с конца 90-х годов XX века была направлена на поддержание финансовой консолидации в связи с получением ссуды от МВФ: фискальный дефицит не превышал 1 % к ВВП за период с 1990 по 2009 год, кроме 2001–2004 годов (1,6 % к ВВП). Проблемы, связанные с падением доходов в посткризисный период (1999 год) из-за снижения экономической активности, были решены за счет сокращения государственных инвестиций и программ развития, а также получения доходов от частичной приватизации [19; 163, с. 7–8].

В связи с сокращением государственного долга до уровня 35 % ВВП в 2009 году объявляется о стимулирующем пакете развития инфраструктуры и снижения уровня бедности, что должно будет повысить бюджетный дефицит от 1 % до 2,5 % к ВВП. Для снижения воздействия финансово-экономического кризиса 2008–2009 годов предпринимается политика стимулирования потребительского спроса: поднимается порог налогооблагаемого дохода для физических лиц, сокращаются ставки по подоходному налогу для домохозяйств и бизнеса. Налог на финансовые операции остается без изменений [19; 163, с. 13–23].

Индонезия продолжила активно использовать меры налогово-бюджетной политики и после кризиса 2008–2009 годов с целью увеличения экономического роста. Например, в 2014 году сократились топливные субсидии, а средства были перенаправлены на развитие инфраструктуры [19; 253].

Новая серия антициклических мер в Индонезии была принята в связи с пандемией COVID-19: введение налоговых льгот, выделение дополнительных расходов на здравоохранение и социальную защиту, а также предоставление помощи частному бизнесу. В ответ на кризис правительство разработало широкомасштабную реформу, включающую шесть направлений: восстановление обрабатывающей индустрии, туристского и инвестиционного секторов экономики; укрепление продовольственной безопасности; реформа национальной системы здравоохранения; реформа системы социальной защиты; реформа по повышению

устойчивости к стихийным бедствиям; улучшение образования и обучения [19; 223, с. 12–13].

Все эти меры плюс стабилизация национального обменного курса позволили смягчить ситуацию на фондовых рынках и сократить отток капитала из страны. Банк Индонезии имеет дополнительную защиту в виде двусторонних свопов для повышения долларовой ликвидности с Китаем, Японией, Сингапуром и центральными банками других стран [19; 89; 90].

Китайская Народная Республика. Китай показал высокую устойчивость к «финансовым инфекциям», несмотря на проведение частичной либерализации счета движения капитала в последние десятилетия [105, с. 84]. При этом выделяются три основных аспекта реализации экономической политики, которые позволили получить положительные эффекты от финансовой либерализации: сохранение плановой экономики; жесткое регулирование банковского сектора с доминированием государственных банков; регулирование обменного валютного курса юаня [21].

Во-первых, Китай сохраняет плановую экономику: 2,13 % от всех предприятий – государственные [229]. Однако они сосредоточены в ключевых отраслях китайской экономики (энергетика, транспорт и др.), а их вклад составляет от 30 % до 40 % от всего ВВП Китая [21; 115].

Плановая экономика позволяет ограничивать чрезмерный экспорт и импорт капитала, а также регулировать объем, эффективность, состав и направленность потоков капитала, что является важным фактором успешности финансовой интеграции, согласно марксизму и неокейнсианству. Это защищает ключевые отрасли Китая от рисков контроля экономики со стороны иностранных инвесторов, блокирует краткосрочные спекулятивные потоки капитала, распределяет более эффективно инвестиции внутри страны [21].

Китай, как и Индия, привлек значительную долю инвестиций в высокотехнологические отрасли: профессиональная и научная деятельность (5 %), информация и связь (8,6 %). Значительная часть прямых иностранных инвестиций сосредоточена в обрабатывающей промышленности (30,5 %) (рисунок 24).



Рисунок 24 – Структура прямых иностранных инвестиций в Китае на 2018 год, %
 Источник: составлено по [261].

Во-вторых, существует жесткое регулирование банковского сектора с доминированием государственных банков, которые также являются частью плановой экономики Китая [21].

1. Народный банк Китая управляет процентной ставкой по депозитам и кредитам, несмотря на проведение с конца 80-х годов XX века частичной либерализации контроля за процентной ставкой: в этот период разрешили корректировать ставки по кредитам в рамках установленного диапазона от эталонной ставки; в 1998 году был увеличен диапазон отклонения ставок по кредитам для малого и среднего бизнеса до 20 %; в 2002 году такую гибкость получили все ставки по кредитам, а в 2004 году диапазон был увеличен в 1,7 раза. С 2004 года были установлены потолок по депозитной ставке и минимальный уровень по кредитной ставке, а в 2012 году было объявлено о дерегулировании контроля по процентной ставке по кредиту [302, с. 353; 21]¹⁾.

В 2015 году была дерегулирована процентная ставка по депозитам и вкладам, но, несмотря на это, банки придерживались эталонной ставки, установленной

¹⁾ Информация о дерегулировании процентной ставки по кредиту не была выявлена.

валютным регулятором. И только в 2018 году Народный Банк Китая (далее – НБК) разрешил банкам самостоятельно устанавливать уровень ставки. При этом НБК сохраняет определенный контроль над процентными ставками за счет участия на открытом денежном рынке, что позволяет фиксировать значения процентной ставки в определенном коридоре [122, с. 2].

2. В китайской банковской системе преобладают государственные банки, среди которых четыре крупных государственных коммерческих банка (Agricultural Bank of China, ABC; Bank of China, BOC; China Construction Bank, CCB; Industrial and Commercial Bank of China, ICBC) владеют 2/3 всех активов банковской системы [215, с. 8]. При этом доля активов иностранных банков к общим банковским активам в Китае – около 1,3 % в 2017 году [21; 257].

С 1997 года банковский сектор Китая был частично открыт для иностранных банков с разрешением проводить операции в национальной валюте. В 1998 году восьми иностранным банкам разрешили выйти на национальный межбанковский рынок в определенных секторах. Однако иностранные банки остаются ограниченными в привлечении депозитов, что вынуждает привлекать финансирование с межбанковского рынка, стоимость которого выше депозитов [21; 111, с. 44–45].

В-третьих, в Китае установлен де-факто режим с мягкой привязкой курса национальной валюты (RMB) к доллару США [67, с. 6–8], пришедший на замену режиму двойного обменного курса, который определялся исходя из ставки на специальном валютном рынке (так называемых «своп-центров»). Но после резкой девальвации юаня в начале 1990-х годов фиксированный валютный курс становился все чаще завышенным. Таким образом, в 1994 году официальный курс юаня был унифицирован в соответствии с рыночным курсом в своп-центрах. В то же время изменился режим валютного курса на управляемо плавающий валютный курс, но де-факто сохранялся режим мягкой привязки юаня к доллару США с 1995 года [21; 106, с. 11].

С 21 июля 2005 года Китай отказался от своей восьмилетней привязки к доллару и перешел на режим управляемого плавающего валютного курса. С тех

пор юань (RMB) укрепился, хотя и незначительно. Китай продолжает предпринимать шаги по созданию рыночной инфраструктуры и финансовых инструментов для поддержания плавающего курса валюты. В начале 2005 года введена межбанковская система торговли иностранной валютой, а также используются новые финансовые продукты для хеджирования изменений валютного курса, такие как форварды [259, с. 25–26].

Главной особенностью китайской денежно-кредитной политики остается сохранение недооцененности национальной валюты (политика стерилизации), что привело к рекордному накоплению международных резервов [211, с. 7–8]. Данная политика помогает сдерживать притоки и оттоки капитала, которые могут дестабилизировать экономику [21].

В-четвертых, во время и после мирового финансового кризиса 2008–2009 годов правительство Китая осуществляет экспансионистскую экономическую политику. Налогово-бюджетная политика направлена на стимулирование внутреннего спроса: увеличение расходов на социальные нужды, снижение налогов (снижение налогов на бизнес, реформирование НДС и др.) [5, с. 673]. Денежно-кредитная – направлена на сокращение процентных ставок, вливание огромной суммы ликвидности в банковскую систему, отмену квоты по выдаче кредитов коммерческими банками, ослабление контроля по выдаче ипотечных кредитов для резидентов [21; 307, с. 2–3].

Такая политика сохранялась и в период кризиса 2020–2021 годов, обусловленного пандемией COVID-19. В частности, активные меры по борьбе с эпидемией 2020 года и эффективное использование государственной поддержки национальной экономики позволили сохранить экономический рост даже во время глобальной рецессии [21; 161].

В-пятых, происходит усиление институциональной среды. Например, решена проблема координации различных финансовых регуляторов [122, с. 1] и НБК, усилен валютный контроль, в том числе приняты меры по предотвращению отмывания денег и финансирования терроризма (2016–2021 годы) [112; 117].

Турецкая Республика. Несмотря на постоянно растущую финансовую открытость, Турция имела крайне низкую финансовую дисциплину. Например, в 1997 году до кризиса страна обладала огромным бюджетным дефицитом – 7 % к ВВП, а уровень инфляции превышал 80 %. Из-за кризиса в 1997–1998 годах доверие инвесторов к Турции упало, что вызвало резкое сокращение притока капитала и резкую девальвацию турецкой лиры. В результате ЦБ Турции не может сохранить привязку к доллару США и в стране вводится режим плавающего курса с осуществлением крупных интервенций для стабилизации национальной валюты [285]. При этом проведение ЦБ программы по стабилизации национальной валюты и сокращение инфляции было возможно благодаря получению финансовой помощи от МВФ в размере 10 млрд долларов США [285].

В начале 80-х годов XX века Турция провела либерализацию процентных ставок, снизила требования к ликвидности и резервам коммерческих банков. В этот период снижаются ставки по налогам на финансовые операции [87]. Одновременно с политикой финансовой либерализацией (1985 год) начался активный процесс продажи государственного имущества. За последние 10 лет за счет приватизации правительство получило более 54 млрд долларов США (преимущественно в области промышленности и связи). В 2013 году в частную собственность переходят энергогенерирующие и энергораспределительные предприятия на сумму 8 млрд долларов США. Планируется передать права на транспортную инфраструктуру и на гидроэлектростанции в частные руки [271].

Структура ПИИ в Турции диверсифицирована. Среди основных направлений инвестирования можно выделить следующие отрасли: обрабатывающую промышленность (17 %), финансовую деятельность (15 %), торговлю (15 %) и др. (рисунок 25).

В 1999 году 30 % всех банковских активов принадлежало четырем государственным банкам. За 2007–2015 годы влияние турецких государственных банков увеличилось с 30 до 32 % от общего объема активов, в то время как доля совокупных активов частных банков значительно снизилась с 56 до 38 %, а доля иностранных банков, напротив, выросла с 14 до 30 % [289].

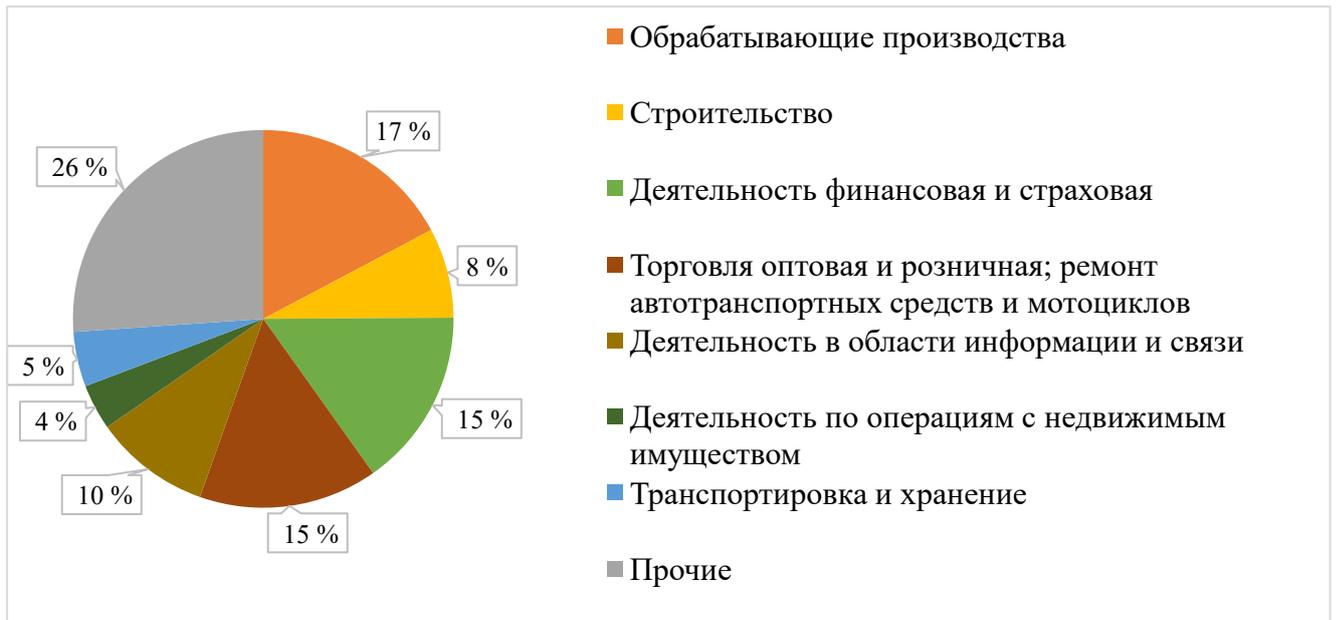


Рисунок 25 – Структура прямых иностранных инвестиций в Турции на 2019 год, %

Источник: составлено по [261].

До кризиса 1994 года в Турции отмечается экспансионистская налогово-бюджетная политика. После кризиса наблюдается сокращение государственных расходов (в частности, за счет сокращения штата государственных чиновников) и поднимаются налоги. Целью денежно-кредитной политики становится стабилизация национальной валюты и укрепление банковской системы [87]. После 1999 года в рамках программы поддержки МВФ к данной политике была добавлена новая цель – таргетирование инфляции, которая сохраняется по сегодняшний день [69, с. 7; 198, с. 112].

После кризиса 2001 г. пришло новое правительство, которое не имело своей программы развития и согласилось с принципами МВФ (бюджетная консолидация и таргетирование инфляции). Проведение неолиберальных реформ соответствовало желанию Турции вступить в Евросоюз. Но эти меры не решили проблемы социального неравенства, безработицы, высокого уровня государственного долга [240] и дефицита текущего счета.

Пакет неолиберальных реформ ужесточил банковское регулирование в Турции, что дало возможность избежать поддержки национальных банков во время

кризиса 2008–2009 годов. Но эти реформы не позволили решить проблему низкотехнологичного и сырьевого экспорта [208].

За 20 лет турецкое правительство не изменило своих взглядов к налогово-бюджетной политике, за исключением финансирования расходов на НИОКР и расходов на инфраструктурные проекты (например, строительство первой атомной электростанции в 2015 году). Кризис 2018 года вновь продемонстрировал нежелание властей проводить антициклическую политику. Вместо этого ужесточается финансовая дисциплина, которая заявлена как главный фактор выхода из кризиса: сокращаются социальные расходы и увеличиваются налоги. Вопросы социальной политики, институциональной, образовательной среды и другие вопросы остаются нерешенными [128].

В отличие от других рассматриваемых стран, во время кризиса 2020–2021 годов антициклическая политика правительства была намного уже. Во-первых, фискальные меры были направлены в основном на защиту финансового сектора (гарантии по кредитам фирмам и домашним хозяйствам, отсрочка по выплатам процентов). Во-вторых, правительство предоставило отсрочку по выплатам некоторых налогов, но не отменило их выплату в целом. В-третьих, несмотря на кратковременное понижение ключевой ставки на 3 %, она оставалась достаточно высокой – 16 % [244].

Турции удалось выйти из кризиса с положительным ростом ВВП за счет снятия мер изоляции и возобновления международных перелетов [244], а также введения ограничений на потоки капитала.

Суммируя все вышеуказанное, можно сделать следующие выводы (приложение Б).

1. Наблюдается тенденция к увеличению зависимости национальной банковской системы от иностранного капитала вследствие проведения политики либерализации банковского сектора. Наиболее сильно данному процессу подвержены Аргентина и Турция. Китай, Индия, Турция и Бразилия сохраняют высокую долю участия государства в банковской системе, что ограничило отток финансового капитала.

2. Увеличивается приток прямых иностранных инвестиций в реальный сектор экономики на фоне проведения широкомасштабной приватизации – в Аргентине, Бразилии, Индии, Турции. Индии и Китаю удалось привлечь ПИИ в высокотехнологичные отрасли, несмотря на финансовую закрытость. При этом вызывает опасение приватизация ключевых секторов экономики в Аргентине, Бразилии (добывающей промышленности, производства и распределения электроэнергии, газа и воды).

3. Все рассмотренные развивающиеся страны активно переходят к управляемому плавающему курсу национальной валюты. Во время финансовых кризисов центральным банкам приходится осуществлять значительные валютные интервенции с целью сохранения устойчивости своих национальных экономик или осуществлять переход к более жесткому режиму. Только Китай сохраняет де-факто режим мягкой привязки к доллару США, несмотря на заявление о де-юре переходе к режиму плавающего обменного курса.

4. Отмечается трансформация налогово-бюджетной политики в кризисное время: переход от политики финансовой консолидации к антициклической экономической политике (увеличение государственных расходов, стимулирование внутреннего спроса и сокращение налогов) – Аргентина, Бразилия, Индия, Индонезия, Китай.

5. Выявлена возможность противостояния внешним финансовым шокам в условиях финансовой открытости за счет экспансивной налогово-бюджетной политики и частичного регулирования обменного курса национальной валюты. Опыт Китая продемонстрировал возможность сглаживания финансовых шоков либерализации в условиях сохранения жесткого государственного регулирования экономики (элементы плановой экономики и государственная банковская система, регулирование обменного курса, политика стимулирования спроса).

2.3 Макроэкономическое состояние развивающихся стран в условиях финансовой либерализации

Как было ранее сказано, существует множество подходов к исследованию оценки влияния финансовой либерализации на экономики развивающихся стран. В предыдущих параграфах основное внимание уделялось качественному и статистическому анализу указанного процесса. Однако для выявления количественной оценки влияния трансграничных потоков капитала на макроэкономическое состояние рассматриваемых стран необходим эконометрический анализ.

Исходя из полученных результатов обзора эконометрических исследований финансовой либерализации (параграф 1.3) сделан вывод о целесообразности использования векторного авторегрессионного анализа [19; 185; 196; 204]¹⁾. В модели SVAR рассматриваются нарушения макроэкономического равновесия, установленного включенными эндогенными переменными в данную модель, под воздействием структурных шоков, которые порождены политикой в разные периоды времени.

Политику по усилению финансовой открытости развивающихся стран можно рассмотреть в качестве *шока финансовой либерализации* (то есть структурного шока) с помощью структурной векторной авторегрессионной модели (SVAR), которая позволяет отследить реакцию макроэкономических показателей на шоки экономической политики и выявить адекватную эмпирическую модель экономики [19; 51, с. 2].

В научных работах под структурным шоком понимается единичное экзогенное воздействие на систему одновременных уравнений (то есть на макроэкономическую модель с заданной структурой). Структурные шоки не

¹⁾ Первые авторские попытки по оценке влияния процессов финансовой либерализации на экономики стран были сделаны еще до написания настоящей работы. Производилась оценка с помощью классической множественной регрессии [36] и в том числе с помощью структурной векторной авторегрессионной модели [30]. При этом в настоящей работе SVAR-модель была полностью пересмотрена: изменены входные параметры и ограничения, скорректирован объект изучения и временной охват.

коррелируют между собой и с макроэкономической точки зрения подразумевают под собой непредвиденную реакцию экономики на какую-либо политику, что проявляется в вариации макроэкономических показателей [201; 254]. Следовательно, шок финансовой либерализации – это любое единичное воздействие на макроэкономические показатели, обусловленное как политикой государства по регулированию потоков капитала, так и решениями, принимаемыми на международном финансовом рынке.

В этом параграфе предполагается исследовать влияние уровня финансовой интеграции на рынок товаров и услуг, на валютный рынок и на денежный рынок страны. Рынок товаров и услуг представлен реальным ВВП, который генерирует шок предложения (т. е. события, приводящие к смещению кривой предложения). Ситуация на валютном рынке отображается через реальный эффективный обменный курс, который генерирует валютный шок (т. е. изменения в валютной политике). Индекс потребительских цен показывает ситуацию на денежном рынке, генерируя денежный шок (т. е. изменения в кредитно-денежной политике) [19].

В качестве статистического показателя финансовой либерализации взят индекс финансовой интеграции (параграф 1.3) – сумма международных финансовых активов и обязательств к ВВП, которая генерирует шок финансовой либерализации. Выбор такого показателя был обусловлен тем, что показатель де-факто открытости наиболее точно отображает ситуацию¹⁾ в стране и предоставляет возможность охватить большие временные периоды (доступность данных) [19].

В условиях финансовой открытости и экономической интеграции рассматриваемых стран все включенные показатели могут иметь в своей вариации компоненту мировой конъюнктуры. Следовательно, дополнительно учитывается влияние внешнего шока предложения, что требует включения показателя реального мирового ВВП (разность натуральных логарифмов) в виде экзогенной переменной модели VAR [19].

Модель SVAR имеет следующий вид:

¹ Введенные ограничения на потоки капитала не всегда эффективны (параграф 1.2), поэтому показатели де-юре финансовой открытости могут давать искаженные результаты.

$$AY_t = D(L)Y_t + Bu. \quad (2)$$

Умножаем все уравнение на обратную матрицу A^{-1} :

$$A^{-1}AY_t = A^{-1}D(L)Y_t + B^{-1}Au. \quad (3)$$

Произведение обратной матрицы A^{-1} на матрицу A равно единичной матрице E . А произведение EY_t равно Y_t . Тогда уравнение можем переписать следующим образом:

$$Y_t = A^{-1}D(L)Y_t + A^{-1}Bu. \quad (4)$$

Далее обозначим:

$$A^{-1}D(L) = \Phi(L) \text{ и } A^{-1}Bu = \varepsilon_t, \quad (5)$$

где $Y_t = [y_{1t}, y_{2t}, y_{3t}, y_{4t}]'$ – вектор эндогенных переменных¹⁾:

y_{1t} – последовательная разность суммы активов и пассивов международной инвестиционной позиции с учетом международных резервов к ВВП (финансовая либерализация, далее – ФЛ),

y_{2t} – последовательная разность натуральных логарифмов реального ВВП (в ценах 2010 года) (далее – РВВП),

y_{3t} – последовательная разность натуральных логарифмов реального эффективного обменного курса (в ценах 2010 года) (далее – РЭОК),

y_{4t} – последовательная разность натуральных логарифмов индекса потребительских цен (в ценах 2010 года) (далее – ИПЦ).

A и B – $k \times k$ матрицы, подлежащие оценке;

$u_t = [u_{1t}, u_{2t}, u_{3t}, u_{4t}]'$ – структурные шоки:

u_{1t} – шок финансовой либерализации,

u_{2t} – шок предложения,

u_{3t} – валютный шок,

u_{4t} – монетарный шок [19].

После замены переменных мы получаем модель векторной авторегрессии VAR в приведенной форме, которую можно записать следующим образом [19]:

¹⁾ Вектор эндогенных переменных включает показатели, непосредственно описывающие макроэкономическую модель открытой экономики развивающихся стран, в то время как экзогенный вектор включает показатель с целью отсека конъюнктурных изменений в мировой экономике.

$$Y_t = c + \Phi(L)Y_t + \Gamma X_t + \varepsilon_t, \quad (6)$$

где ε_t – вектор возмущений,

c – константа,

X_t – экзогенная переменная, представленная последовательной разностью натуральных логарифмов реального мирового ВВП (в ценах 2010 года),

Φ и Γ – параметры, подлежащие оценке [19].

Параметры Φ и Γ , подлежащие оценке в модели VAR, оцениваются с помощью метода наименьших квадратов. Длина лага (L) определяется на основе информационных критериев выбора: Акайке, Шварца, Ханнан-Куинна, предельной ошибки прогнозирования и статистики LR (на уровне значимости 5 %) [19].

Для идентификации параметров модели SVAR требуется выполнить несколько условий. Во-первых, проверить модель VAR на стационарность с помощью нахождения обратных корней характеристического AR-полинома. Во-вторых, наложить ограничения на модель VAR [19].

В настоящем исследовании применяются ограничения, накладываемые на долгосрочные динамические отклики (матрица F), которые можно записать следующим образом:

$$F = (I - \Phi_p)^{-1}S \text{ и } Su_t = \varepsilon_t, \quad (7)$$

где $(I - \Phi_p)^{-1}$ – долгосрочный мультипликатор, рассчитывается на основе оцененных откликов воздействия из приведенной формы;

S – $k \times k$ матрица, подлежащая оценке.

Впервые данная методика была предложена в работе [92], где ограничения накладываются исходя из предположений, выдвигаемых на основе макроэкономической теории [19].

1. Монетарный шок не оказывает долгосрочного влияния на ставку реального эффективного обменного курса и на реальный ВВП [184, с. 83].

2. Шок предложения, валютный и монетарный шоки не оказывают долгосрочного влияния на ФЛ.

3. Валютный шок не имеет долгосрочного влияния на реальный ВВП.

Следовательно, матрица F будет иметь следующий вид [19]:

$$F = \begin{pmatrix} C1 & 0 & 0 & 0 \\ C2 & C5 & 0 & 0 \\ C3 & C6 & C8 & 0 \\ C4 & C7 & C9 & C10 \end{pmatrix} \quad (8)$$

Структурная идентификация модели VAR осуществляется с помощью метода максимального правдоподобия по алгоритму Ньютона – Рафсона в программе EViews. Полученные результаты представлены в виде графиков накопленных импульсных откликов, полученных после наложения ограничений, и декомпозиции дисперсии [19].

Графики накопленных импульсных откликов, построенные на основе идентифицированной модели SVAR, показывают единичное влияние структурного шока на эндогенную переменную [19].

Однако графики накопленных импульсных откликов не могут показать степень влияния структурного шока на эндогенную переменную. В связи с этим требуется разделение вариации эндогенной переменной на основе значимости влияния структурного шока (декомпозицию дисперсии). Результаты анализа представляются в виде графиков или таблиц, где отображается в процентном выражении прогноз дисперсии, обусловленный возмущением структурных шоков, то есть вклад во влияние на эндогенную переменную структурного шока [19].

В исследовании для оценки модели SVAR берутся поквартальные данные, начиная с 1990 года, по Аргентине, Бразилии, Индии, Индонезии и Турции. Квартальные данные по Китаю в части потоков капитала и международной инвестиционной позиции представлены на сайте МВФ только с 2005 года, что не позволяет охватить большую часть хронологического периода настоящего исследования. Поэтому по Китаю квартальные данные меняются на годовые (приложение В).

Стоит отметить, что поквартальные данные по международной инвестиционной позиции по Бразилии, Индии не обеспечивают широкий охват периода 1990–2018 годов, что привело к необходимости разбивать годовые данные по кварталам или полностью рассчитывать с использованием данных за прошлый

квартал на основе движения потоков капитала (приложение Г) [19]. Кроме того, все данные по МИП переведены из моментных рядов динамики (на конец года) в интервальные (в среднем за год) и скорректированы на индекс потребительских цен (в ценах 2010 года) для сопоставимости с другими данными.

Все результаты промежуточных расчетов и тестов по моделям SVAR представлены в приложении Д и таблице 8, в том числе проведена проверка данных на мультиколлинеарность на основе коэффициентов парной корреляции [19].

Таблица 8 – Результаты промежуточных расчетов и тестов по модели VAR

Страна	Выборка	Временной лаг, используемый в модели	Наличие мультиколлинеарности ¹⁾	Стационарность VAR-модели (обратные корни характеристического AR-полинома)
Аргентина	1994 г. 1 кв. по 4 кв. 2018 г.	2 квартала	Не выявлено	Нет
Бразилия	1 кв. 1996 г. по 4 кв. 2018 г.	1 квартал	Выявлено	Нет
Индонезия	1 кв. 1994 г. по 4 кв. 2018 г.	5 квартал	Выявлено	Нет
Индия	1 кв. 1997 г. по 4 кв. 2018 г.	4 квартала	Не выявлено	Нет
Китай	с 1989 г. по 2020 г.*	2 года	Не выявлено	Нет
Турция	1 кв. 1994 г. по 4 кв. 2018 г.	5 квартала	Не выявлено	Нет

* П р и м е ч а н и е – При расчете абсолютных и логарифмических разностей временной период охвата данных будет с 1990–2020 годов.

Источник: составлено и рассчитано автором.

Для получения целостной картины по проведенному эконометрическому анализу влияния финансовой либерализации на макроэкономическую устойчивость рассматриваемых стран с помощью модели SVAR была построена сводная таблица 9. В данной таблице представлены характер влияния шока финансовой либерализации (на основе матрицы долгосрочных накопленных

¹⁾ Отмечен высокий уровень парной корреляции у показателей ФЛ и РЭОК в Индонезии и в Бразилии. Однако данный факт рассматривается как частный случай для этих стран, вызванный сильной зависимостью между финансовым и валютным рынком. Поэтому дальнейший анализ будет проводиться с этими показателями, несмотря на мультиколлинеарность.

импульсных откликов), а также вес влияния на эндогенные переменные среди других шоков (средний прогноз декомпозиции дисперсии за 5 лет) [19].

Таблица 9 – Объединенные результаты оценки модели SVAR по влиянию шоков финансовой либерализации на эндогенные переменные развивающихся стран, %
В процентах

Страны	ФЛ	РВВП	РЭОК	ИПЦ
Аргентина	↑ (16,64)	↓ (32,33)	↓ (6,80)	↑ (14,63)
Бразилия	↑ (72,19)	↓ (11,18)	↓ (49,03)	– (10,82)
Индонезия	↑ (53,53)	↓ (30,09)	↓ (33,18)	↓ (20,29)
Индия	↑ (60,60)	↑ (3,29)	– (2,93)	↓ (4,13)
Китай	↑ (66,46)	↑ (51,53)	↑ (18,97)	– (5,03)
Турция	↑ (56,29)	↓ (16,32)	↑ (10,52)	↓ (52,00)

Примечание – ↑ – положительное влияние; ↓ – отрицательное влияние; «–» – нейтральное влияние (значимость долгосрочного влияния не установлена на уровне значимости 5 %); в скобках указывается средняя доля объясненной вариации шоком финансовой интеграции в ходе прогнозного разложения дисперсии за 5 лет. Для удобства интерпретации результатов моделей проводится нормировка, которая гарантирует, что все диагональные элементы матрицы S имеют положительный знак.

Источник: составлено и рассчитано автором.

В результате выявлено, что при прочих равных условиях шок финансовой либерализации оказывает отрицательное либо нейтральное воздействие на показатели: реальный ВВП, реальный эффективный обменный курс и индекс потребительских цен [19]. И только Китай смог извлечь преимущества и не получить отрицательных эффектов от процесса финансовой либерализации (таблица 9).

Так, более половины вариации показателя реального ВВП Китая (51,53 %) объясняется шоком финансовой либерализации, то есть другие структурные шоки (шок предложения, валютный шок и монетарный шок) менее значимы (на них приходится 48,47 % оставшейся прогнозируемой вариации). Это указывает на высокую зависимость реального ВВП Китая от международного движения капитала. Однако Китай смог извлечь наибольшие пользу из этого для своей экономики (стрелка вверх, то есть рост ВВП при увеличении финансовой

интеграции). Напротив, вариации значений РЭОК и ИПЦ Китая мало зависят или практически не зависят от структурного шока финансовой либерализации, а в большей мере объясняются внутренними шоками (шоком предложения, валютным шоком и монетарным шоком). Следовательно, национальный валютный курс и инфляция зависят в большей мере от внутренней национальной политики государства (таблица 9).

В Аргентине (ИПЦ), Индии (РВВП) и Турции (РЭОК) шок финансовой либерализации при прочих равных условиях оказывает положительное воздействие на макроэкономические показатели (на основе графиков накопленных импульсных откликов – стрелка вверх). Однако вклад финансовой либерализации в вариацию данных эндогенных переменных очень мал (не более 15 %), что доказывает их высокую зависимость от внутриэкономических факторов (таблица 9).

С другой стороны, в Аргентине, Индии и Индонезии негативное влияние политики финансовой либерализации нивелируется незначительным ее вкладом в вариацию эндогенных переменных (РВВП, РЭОК и ИПЦ) – не более 1/3 прогнозируемой вариации обусловлено шоком финансовой либерализации. Следовательно, динамика данных переменных обусловлена внутренними шоками, которые могут порождаться внутренней государственной экономической политикой. При этом в Аргентине сам процесс финансовой либерализации в большей мере зависит от макроэкономической стабильности страны, чем от состояния международной финансовой системы. В частности, вклад шока финансовой либерализации в усиление финансовой интеграции составляет 16,64 % прогнозируемой вариации, а значит, на другие шоки внутренней экономической политики приходится 83,36 % прогнозируемой вариации показателя финансовой интеграции (ФЛ) (таблица 9).

В то же время вызывает опасение значительный отрицательный вклад шока финансовой либерализации в эндогенные переменные Бразилии и Турции (около 50 % прогнозируемой вариации). Следовательно, РЭОК (Бразилия) и ИПЦ (Турция) в большей мере зависят от внешних факторов (например, состояния

мировой финансовой системы, значений ключевой ставки Федеральной резервной системы США) (таблица 9).

На основе эконометрического анализа можно сделать вывод, что финансовая либерализация оказала негативный эффект на макроэкономическое состояние большинства изучаемых развивающихся стран. В большей мере негативное влияние данного процесса затрагивает Аргентину, Бразилию, Индонезию и Турцию. Но макроэкономическое состояние всех рассматриваемых стран зависит не только от политики финансовой либерализации и интеграции экономики в мировую финансовую систему, а и от целого ряда других экономических шоков, которые изменяются под воздействием национальной экономической политики и уровня развития институциональной среды. Только Китай смог извлечь преимущества и не получить отрицательных эффектов от процесса глобальной финансовой интеграции.

В ходе работы над второй главой диссертационного исследования было сделано следующее: в результате статистического анализа внешнего финансового сектора и показателей финансовой открытости выявлены положительные и отрицательные эффекты политики финансовой либерализации; определена специфика экономической политики развивающихся стран в условиях финансовой открытости; построена эконометрическая модель, оценивающая влияние финансовой либерализации на макроэкономические показатели развивающихся стран.

Анализ экономической политики развивающихся стран показал, что финансовая открытость стран требует высокого уровня вмешательства государства в экономику для более эффективного противостояния внешним финансовым шокам.

Глава 3 Перспективы процесса финансовой либерализации в развивающихся странах

3.1 Влияние нового мирового кризиса на внешний финансовый сектор развивающихся стран

Финансово-экономический кризис 2020–2021 годов, обусловленный пандемией COVID-19, стал новым вызовом для национальных экономик развивающихся стран. Аргентинская экономика находится в рецессии с 2018 года [81]. Локдауны только усилили макроэкономические дисбалансы и отток капитала [25; 32; 297].

Бразилия, Индонезия и Индия также ощутили влияние мировой рецессии 2020–2021 годов. Бразилия подвергается массированному оттоку капитала. Политический кризис усиливает панику на фондовом рынке [99]. В Индии в марте 2020 года отток капитала составил 16 млрд долларов США, что больше оттока 2008 года. Но решительных действий индийские власти по ограничению оттока капитала не проводили [130]. В Индонезии наблюдаются обесценение рупии и значительный отток капитала [89]. Однако проведение антициклических экономических реформ позволило сгладить ситуацию [25; 32].

В Турции также наблюдаются проблемы со значительным оттоком капитала из страны и со значительным внешним долгом. Но сокращение перекосов в платежном балансе этой страны осуществляется за счет мер по регулированию трансграничных потоков капитала, а не мер по стимулированию спроса [32; 132].

В Китае активная политика правительства по борьбе с эпидемией 2020 года и эффективное использование мер государственной поддержки национальной экономики позволили сохранить экономический рост даже во время глобальной рецессии [25; 32; 118; 161].

Как видно из рисунка 26, кризис 2020–2021 годов наиболее сильно затронул темпы производства развивающихся стран. Впервые за последние 30 лет темпы

прироста ВВП рассматриваемых развивающихся стран в 2020 году показали отрицательные значения (минус 0,01 %). Новый мировой экономический кризис по падению ВВП оказался более масштабным, чем азиатский финансовый кризис (1997–1998 годы) и мировой финансовый кризис (2008–2009 годы) [31]. Но уже в 2021 г. средние темпы прироста ВВП рассматриваемых стран значительно превысили докризисные значения (7,95 %), что свидетельствует о новом нагреве экономики и возможном продолжении кризиса [25].

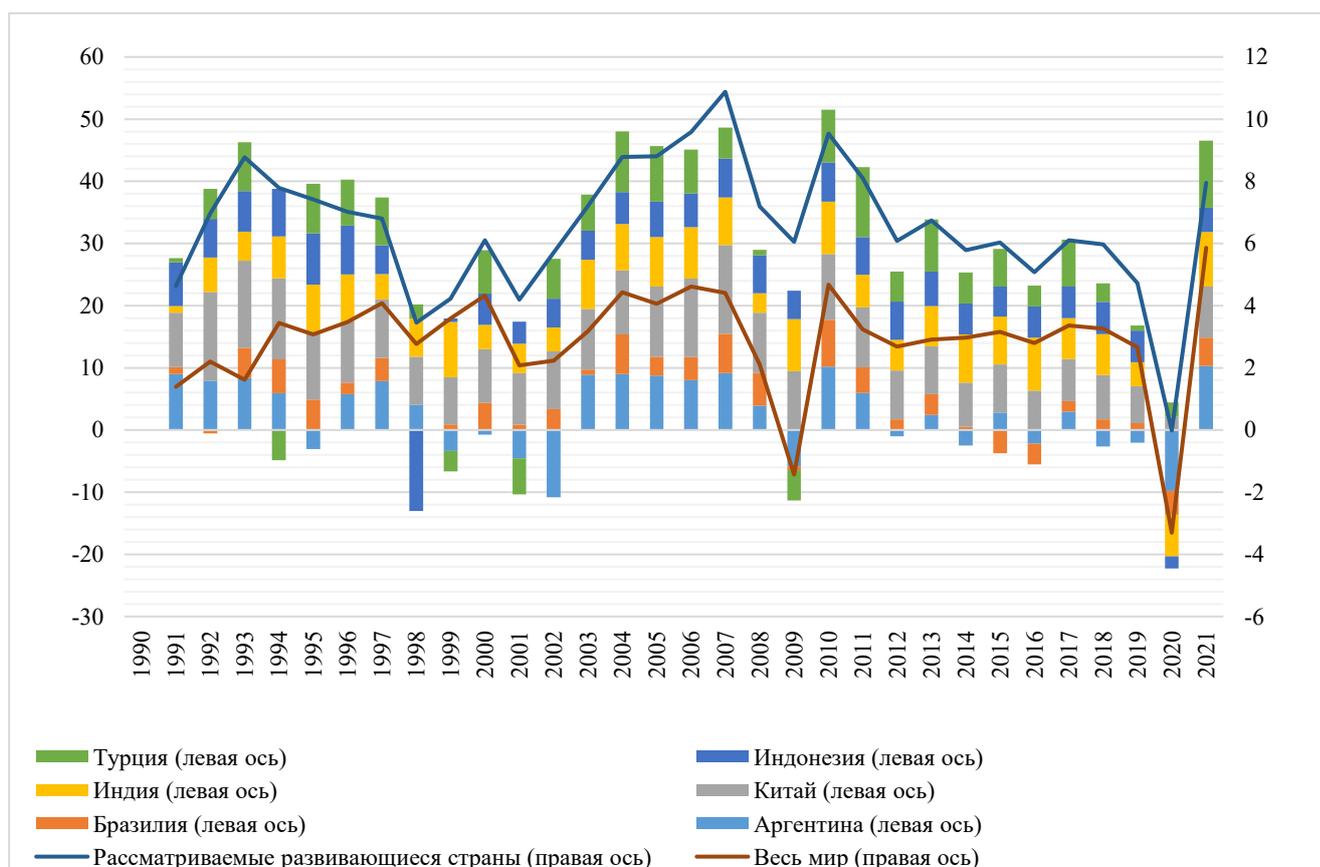


Рисунок 26 – Темпы прироста реального ВВП за 1990–2021 годы,
% к предыдущему году

Источник: составлено по данным [25; 31; 300].

В 2020 г. из рассматриваемых стран удалось сохранить положительные темпы прироста только Турции (2 %) и Китаю (2 %). При этом Китай потерял 4 % прироста ВВП по отношению к 2019 году. Наиболее сильно от кризиса пострадали

Аргентина и Индия – отрицательные темпы прироста ВВП достигли 10 % и 8 % соответственно (рисунок 26) [25; 31].

Новый экономический кризис затронул не только показатель экономического роста развивающихся стран. В 2020 году отмечено значительное падение внешнеторгового товарооборота – на 6,3 % по сравнению с 2019 годом, что чуть меньше, чем во время мирового финансового кризиса. В частности, все рассматриваемые страны при новом кризисе показали отрицательные темпы прироста по товарообороту (рисунок 27). Но, как и по ВВП, они уже в 2021 году показали значительный рост в размере 25 % [25].

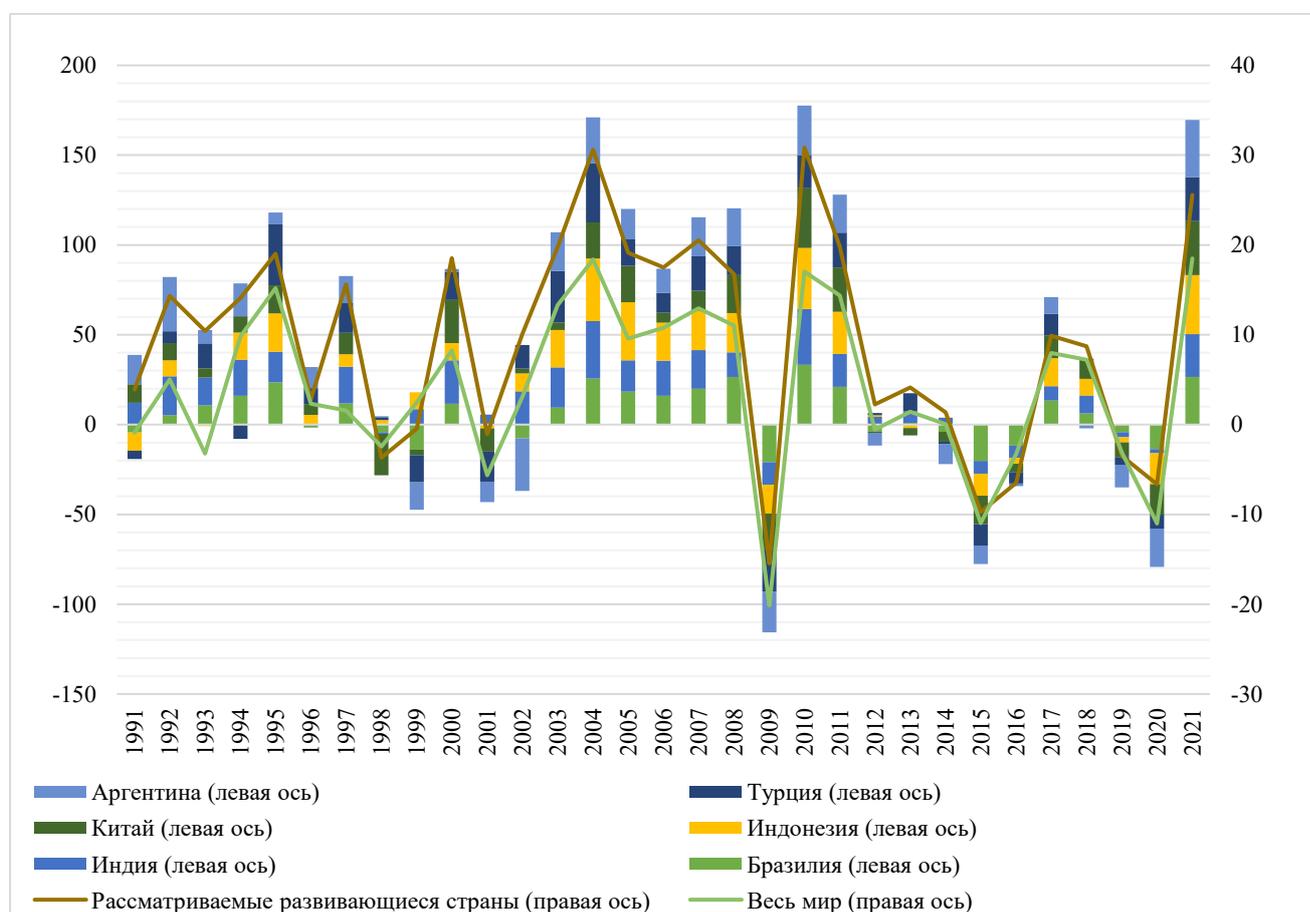


Рисунок 27 – Темпы прироста товарооборота за 1991–2021 годы,
% к предыдущему году

Источник: составлено по данным [25; 192; 300].

На фоне снижения темпа прироста ВВП и падения товарооборота у рассматриваемых развивающихся стран в 2020–2021 годах поток финансового

трансграничного капитала не уменьшился, а, напротив, вырос. В частности, увеличился отток прочих и портфельных инвестиций из развивающихся стран (рисунок 28). По этим статьям проводятся более краткосрочные операции. Согласно неокейнсианскому учению (параграф 1.1) эти инвестиции наиболее уязвимы во время финансово-экономических кризисов [25].

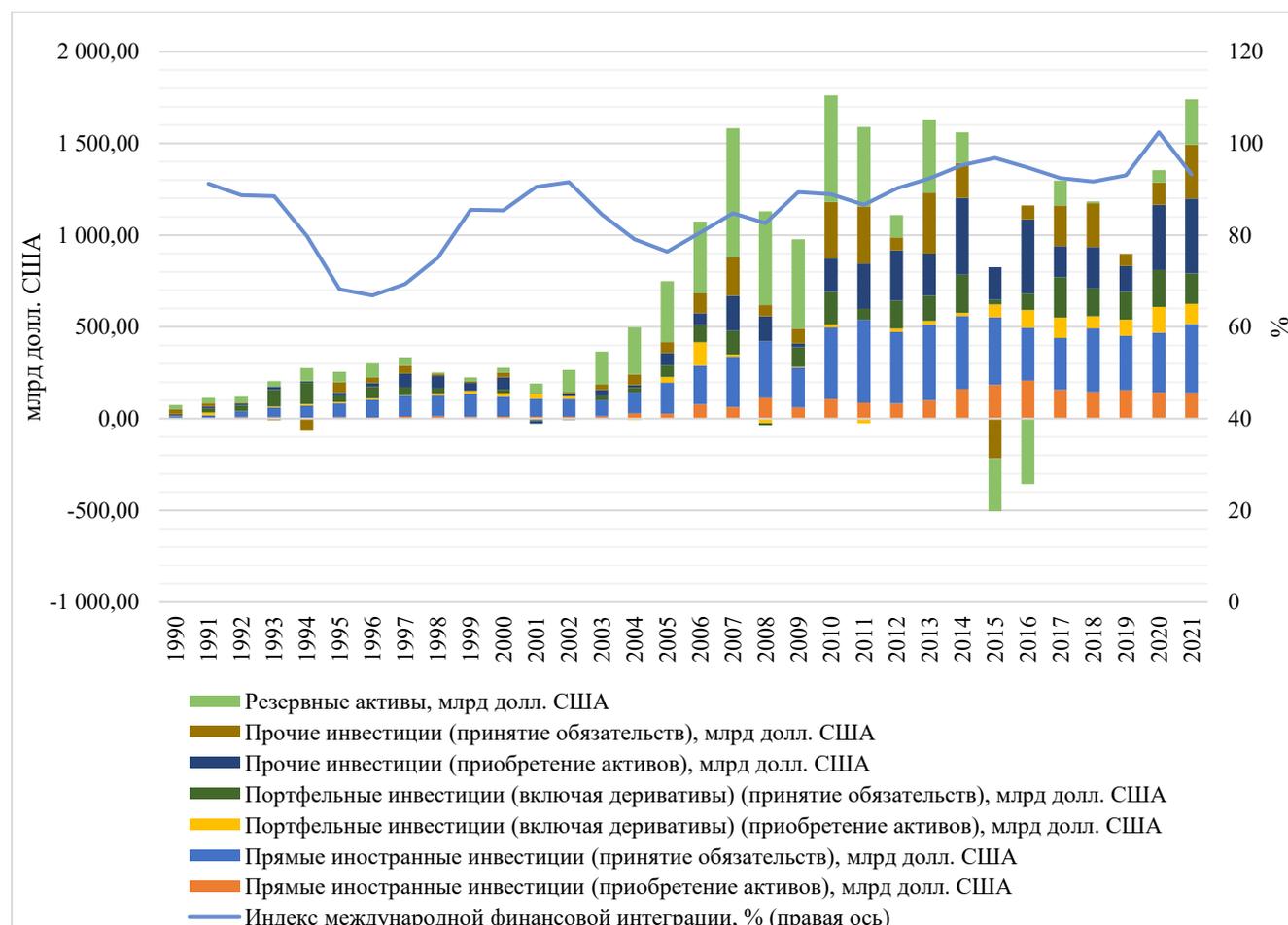


Рисунок 28 – Динамика и структура совокупных потоков капитала шести рассматриваемых развивающихся стран за 1990-2021 годы

Источник: составлено по данным [25; 86; 192; 300].

По нашему мнению, сейчас мы можем исследовать только начало нового финансового кризиса. Во-первых, основными признаками кризиса стало резкое сокращение темпов производства и масштабов мировой торговли в 2020 году, а в 2021 г. последовал их взрывной рост, что может приблизить экономику к перегреву. Во-вторых, объемы перемещения трансграничного капитала не

сократились, а, наоборот, произошел их значительный рост, чуть ли не в полтора раза. Достигнуты рекордные значения за 1990–2021 годы индекса финансовой интеграции. Велика вероятность перегрева финансового рынка. В-третьих, в 2022 году коллективным Западом вводятся широкомасштабные санкции против России и замораживается часть ее международных резервов. Это подрывает доверие к действующей международной финансовой архитектуре [24]. В-четвертых, наблюдается повышение процентных ставок Федеральной резервной системой [54] и Европейским центральным банком [47] из-за высокой инфляции. В-пятых, существуют проблемы в финансовом секторе Китая, что связано с заморозкой банковских счетов в 2022 году банками центральной провинции Хэнань и массовыми волнениями в ответ на это [25; 248].

Согласно отчету AREAR, в рассматриваемых странах существенных изменений в политике финансовой либерализации за 2020 год не происходило: увеличены лимиты по портфельным инвестициям (Индия), снижены валютные резервные требования (Индонезия, Бразилия). Аргентина и Турция большинство своих ограничений на потоки капитала установили еще в 2019 году из-за чрезмерной внешней задолженности и дефицита текущего счета [25; 31; 68].

Только Китай проводит политику по управлению потоками трансграничного капитала в 2020 году путем увеличения квоты по QDII¹⁾ из-за чрезмерных притоков капитала, вызванного ослаблением доллара США к юаню [25; 249].

Среди рассматриваемых стран наблюдается значительный рост индекса международной финансовой интеграции за 2020–2021 годы по сравнению с предыдущим трехлетним периодом. Наибольшее увеличение данного индекса характерно для Аргентины и Бразилии, где показатель вырос более чем на 50 %, несмотря на установленные ограничения на потоки финансового капитала. Китай,

¹⁾ Программа QDII (Qualified Domestic Institutional Investor), запущенная в 2006 году в Китае, дает возможность национальным институциональным инвесторам обменивать юани на иностранную валюту и приобретать иностранные ценные бумаги на зарубежных рынках. При этом инвесторы должны получить разрешение от Федерального министерства по управлению валютными операциями (State Administration of Foreign Exchange, SAFE). Объем разрешенных инвестиций котируется и управляется китайским правительством [25; 251].

Турция и Индонезия смогли сохранить индекс финансовой международной интеграции на докризисном уровне (рисунок 29) [25].

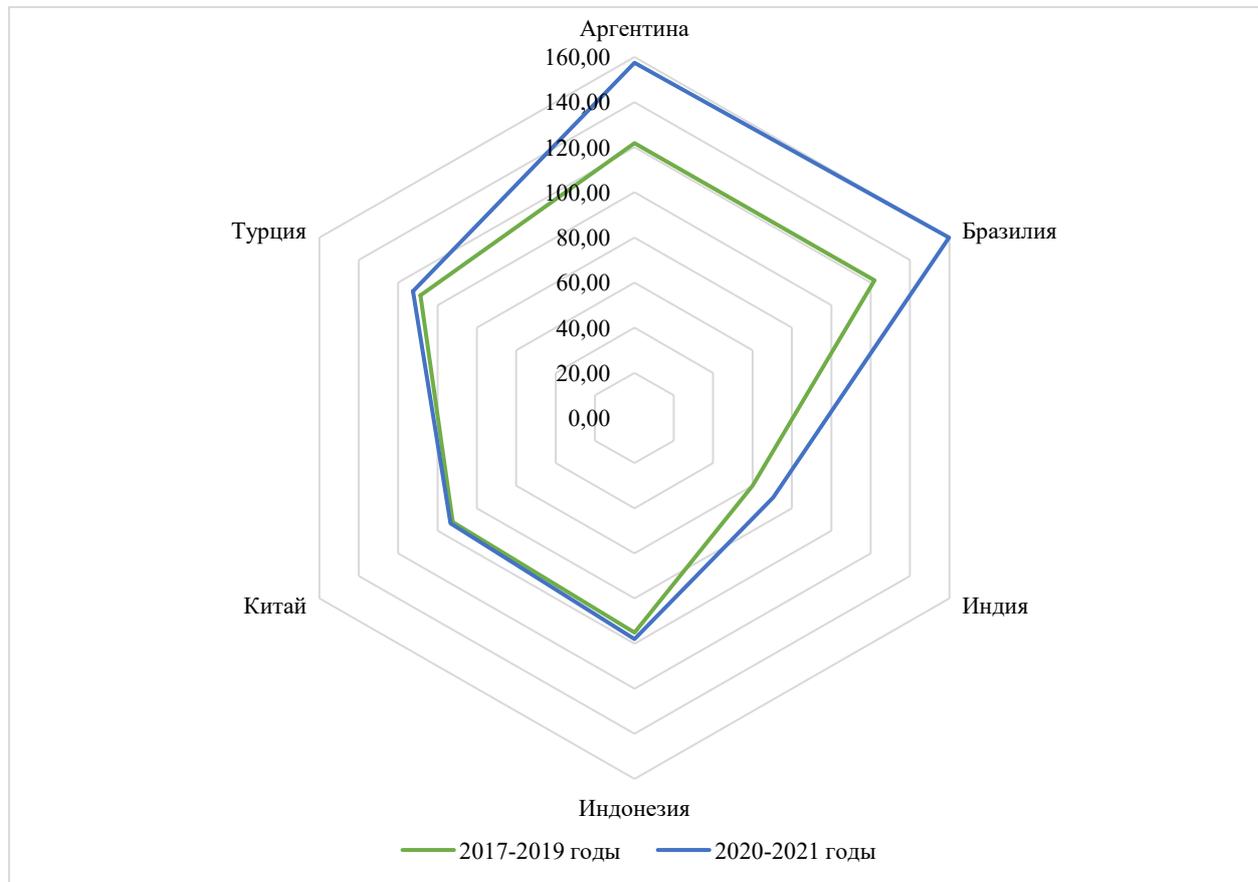


Рисунок 29 – Значения индекса международной финансовой интеграции в развивающихся странах за 2017–2019 годы и 2020–2021 годы, %

Источник: составлено по данным [25; 86; 300].

Анализ объема потоков трансграничного капитала в рассматриваемых странах показал сильное влияние финансово-экономического кризиса в 2020–2021 годах. В частности, установлено значительное изменение в динамике и направленности потоков капитала (более чем в 2 раза по отношению к предшествующему периоду). Наибольшая волатильность потоков капитала зафиксирована в Аргентине и в Турции. Это в большей мере связано с внутренними экономическими и политическими проблемами, которые были усилены глобальной рецессией 2020 года из-за COVID-19 (таблица 10) [25].

Таблица 10 – Динамика и структура потоков капитала в развивающихся странах за 2017–2021 годы, млн долларов США в ценах 2010 года

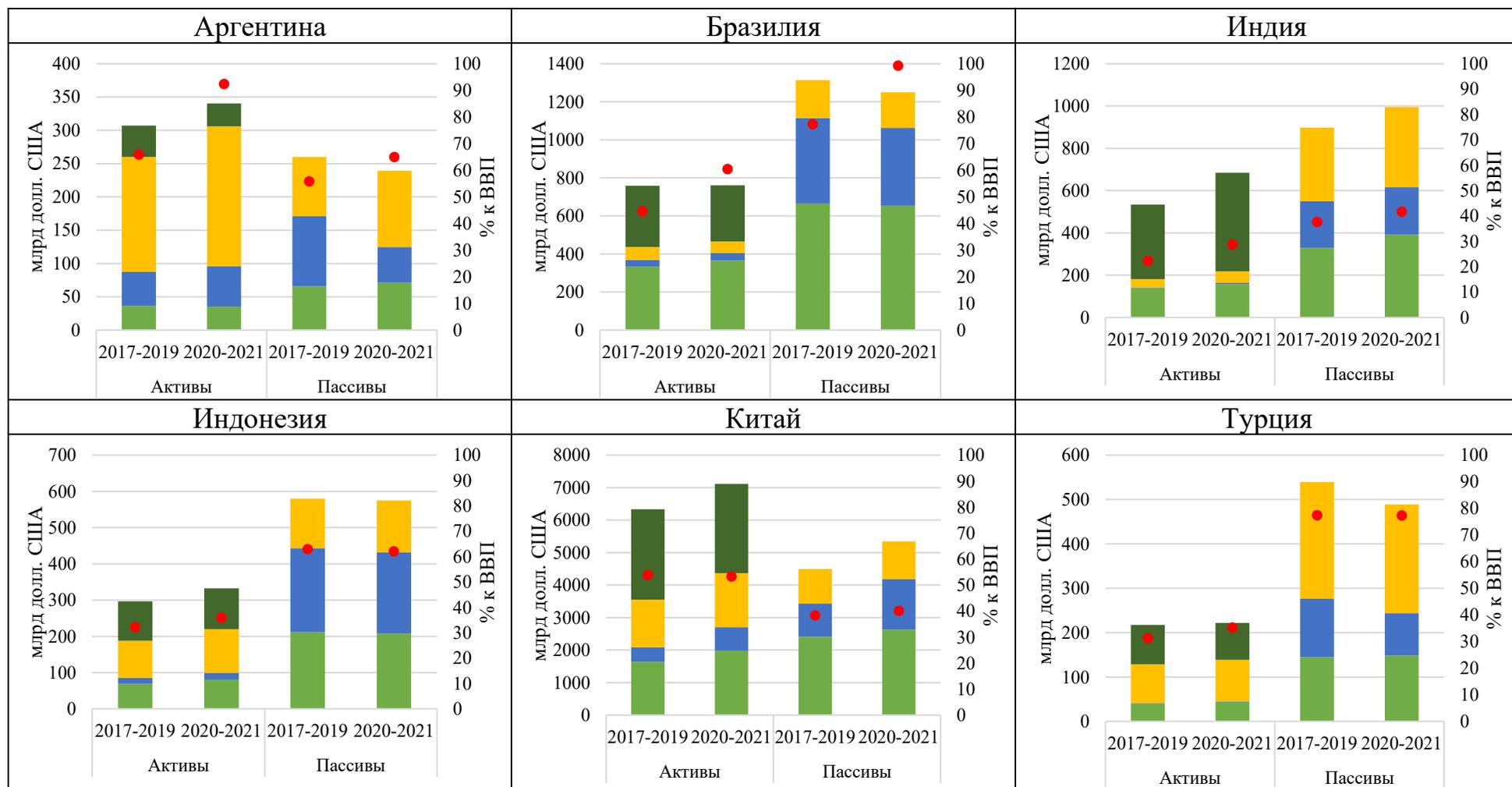
Счета операций с капиталом, в том числе	Аргентина		Бразилия		Индия		Индонезия		Китай		Турция	
	2017-2019	2020-2021	2017-2019	2020-2021	2017-2019	2020-2021	2017-2019	2020-2021	2017-2019	2020-2021	2017-2019	2020-2021
Прямые иностранные инвестиции	-7421	-3229	-49316	-28357	-28102	-34172	-14945	-12738	-49258	-126065	-6944	-4800
Приобретение активов (отток капитала)	1280	1093	13402	6247	10330	10931	3717	3746	121333	97823	2677	3959
Принятие обязательств (приток капитала)	8701	4322	62718	34604	38431	45102	18661	16484	170591	223889	9620	8759
Портфельные инвестиции (включая деривативы)	-10675	3145	14187	5023	-14149	-6145	-15217	-3603	-53812	-56951	-6190	3706
Приобретение активов (отток капитала)	4018	128	-7502	-5810	18768	19135	1805	75	69564	116867	1835	2128
Принятие обязательств (приток капитала)	14693	-3017	-21689	-10833	32916	25279	17022	3678	123376	173818	8025	-1577
Прочие инвестиции	-2254	6963	1669	4879	-22394	-30037	3988	8235	18527	200419	3805	-13815
Приобретение активов (отток капитала)	20009	6317	1375	11515	53096	51551	9852	9028	86555	288194	7419	4691
Принятие обязательств (приток капитала)	22263	-647	-295	6635	75490	81588	5864	793	68028	87775	3614	18506
Резервные активы	1495	-3199	-5049	-350	25754	70734	2700	6522	27121	88052	-3640	-3986
Итого по счету операций с капиталом	-18855	3681	-38509	-18804	-38891	380	-23474	-1584	-57422	105455	-12969	-18896
Примечание – Зеленым цветом выделены строки, по которым происходили изменения – более чем в 2 раза по отношению к предыдущему периоду.												

Источник: составлено по данным [25; 86; 192].

Рост волатильности трансграничных потоков капитала затронул Бразилию, Индонезию и Китай. В Бразилии увеличились оттоки капитала по прочим инвестициям и резко сократились притоки и оттоки капитала по ПИИ. Индонезия испытала резкую остановку притока портфельного капитала. А в Китае ситуация немного другая: увеличились притоки и оттоки краткосрочного капитала, в том числе практически в 3 раза увеличился отток прочих инвестиций. Такая ситуация является частью экономической политики Китая. Например, чрезмерный отток прочих инвестиций предположительно связан с программой по предоставлению кредитов в слаборазвитые страны [25; 119] (таблица 10).

В международной инвестиционной позиции (далее – МИП) ситуация является более статичной, чем в платежном балансе. В частности, структура и размер активов и пассивов МИП Бразилии, Индонезии и Турции практически не изменились. А резкое увеличение активов и пассивов МИП к ВВП в большей степени вызвано падением производства товаров и услуг (таблица 10) [25].

В Аргентине, несмотря на принятые меры по ограничению потоков капитала, растут международные активы и сокращаются пассивы, то есть продолжается отток капитала из страны. В Индии и Китае совершенно противоположная ситуация – значительный приток капитала. При этом динамика МИП Аргентины, Индии, Китая и Турции в большей мере обусловлена краткосрочными потоками капитала, что обычно характерно для международных финансовых кризисов в условиях финансовой открытости (рисунок 30) [25].



Легенда: ■ Прямые инвестиции, млрд долл. США (левая ось); ■ Портфельные инвестиции (включая деривативы), млрд долл. США (левая ось); ■ Прочие инвестиции, млрд долл. США (левая ось); ■ Резервные активы, млрд долл. США (левая ось); ● Всего по столбцу к ВВП, % (правая ось).

Рисунок 30 – Динамика и структура международной инвестиционной позиции в развивающихся странах за 2017–2021 годы, млрд долларов США (в ценах 2010 года)

Источник: составлено по данным [25; 86; 192; 300].

В 2020–2021 годах ситуация на валютном рынке была более нестабильна, чем на международном рынке капитала. В частности, происходит девальвация национальных валют и усиливается их волатильность в развивающихся странах. Рост девальвации национальной валюты отмечается практически во всех рассматриваемых странах, за исключением Китая (таблица 11) [25].

Таблица 11 – Динамика обменного курса национальной валюты и темпы прироста международных резервов

Показатели и страны	Период		Изменения
	2017– 2019 годы	2020– 2021 годы	
Темпы прироста обменного курса национальной валюты к СДР, %			
Аргентина	50,81	42,72	-8,09
Бразилия	4,51	19,35	14,85
Индия	1,47	4,05	2,58
Индонезия	1,97	2,13	0,16
Китай	1,11	-1,87	-2,98
Турция	23,42	26,85	3,42
Темпы прироста международных резервов, %			
Аргентина	8,14	-8,52	-16,66
Бразилия	-2,77	-2,17	0,60
Индия	6,73	14,52	7,80
Индонезия	1,73	2,91	1,19
Китай	-0,74	0,24	0,98
Турция	-1,18	-0,09	1,09
Волатильность обменного курса, %			
Аргентина	16,74	8,18	-8,56
Бразилия	4,46	6,63	2,18
Индия	1,98	1,60	-0,38
Индонезия	1,93	2,70	0,77
Китай	1,52	1,46	-0,05
Турция	8,17	15,08	6,91

Источник: составлено по данным [25; 192; 300].

При этом не все рассматриваемые страны стремятся проводить политику по стабилизации обменного курса (Индия, Индонезия), что отображается на положительных темпах прироста их международных резервов. В то время как страны, испытывающие очень сильное девальвационное давление (Аргентина, Бразилия и Турция), пытаются стабилизировать свой валютный рынок за счет международных резервов (таблица 11) [25].

Динамика и структура внешнего долга в рассматриваемых развивающихся странах также отреагировали на новый глобальный экономический кризис 2020–2021 годов. Индия, Индонезия и Китай увеличили свой внешний долг, но их долговая нагрузка практически осталась на прежнем уровне, в то время как Аргентина, Бразилия и Турция сокращают свои внешние долговые обязательства, но из-за падения ВВП долговая нагрузка их только растет (рисунок 31) [25].

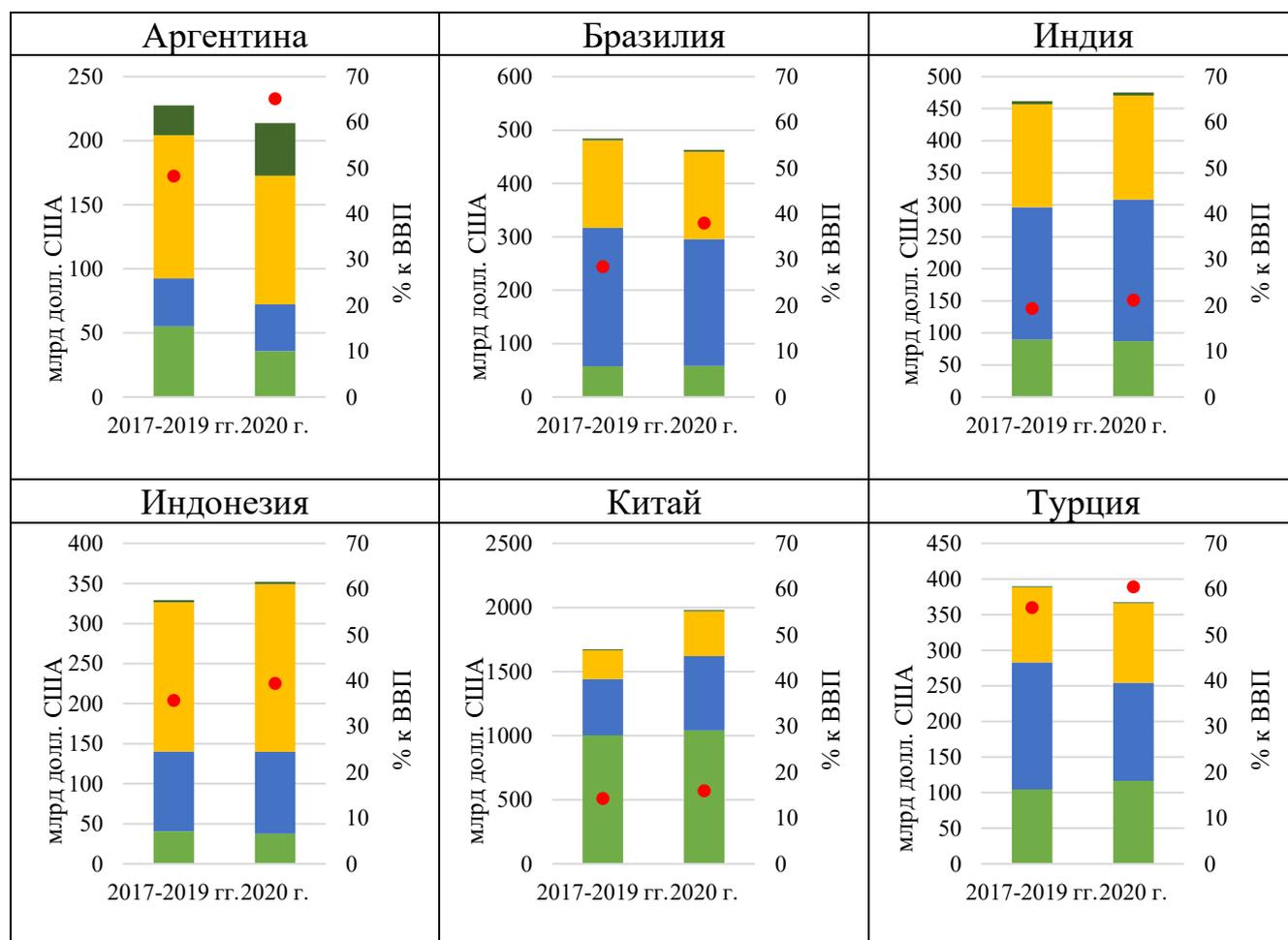
С изменением динамики внешнего долга меняется и структура долговых обязательств. В Аргентине из-за дефолта в 2020 году объем кредитов МВФ возрос в 2 раза, но краткосрочные обязательства снизились значительно. В Китае и Турции изменения во внешнем долге происходят за счет долговых обязательств государства и частного сектора, а в Индонезии – только за счет государства. В других рассматриваемых развивающихся странах принципиальных изменений не было выявлено (рисунок 31) [25].

Суммируя полученные результаты, можно сделать вывод, что в 2020–2021 годах новый международный кризис затронул производство товаров и услуг, внешнеторговый товарооборот и финансовый сектор рассматриваемых развивающихся стран [25].

Финансовый сектор испытывает значительный рост во время экономического кризиса 2020–2021 годов в отличие от кризиса 2008–2009 годов, что увеличивает дисбалансы между реальным и финансовым секторами и в дальнейшем может привести к более тяжелому финансовому кризису [25].

С одной стороны, Китай, Индия и Индонезия смогли стабилизировать свои финансовые рынки: отсутствие значительной девальвации, стабильность финансовых потоков и сохранение долговой нагрузки на прежних уровнях по

внешним обязательствам. В то же время только Китай осуществляет политику по управлению потоками капитала. С другой стороны, в Аргентине, Бразилии и Турции из-за внутренних проблем и слабых институтов по управлению потоками капитала негативное влияние кризиса на финансовый сектор оказалось значительно сильнее: увеличение уровня финансовой интеграции, девальвация национальной валюты и повышение долговой нагрузки по внешним обязательствам. А введенные ограничения на потоки трансграничного финансового капитала в Аргентине, Турции и Бразилии не смогли предотвратить влияние финансового кризиса [25; 31].



Легенда: ■ Краткосрочный внешний долг, млрд долл. США (левая ось); ■ Частный внешний долг, млрд долл. США (левая ось); ■ Государственный внешний долг, млрд долл. США (левая ось); ■ Долг перед МВФ, млрд долл. США (левая ось); • Внешний долг к ВВП, % (правая ось).

Рисунок 31– Объем и структура внешней задолженности развивающихся стран за 2017–2020 годы

Источник: составлено по данным [25; 300].

Данный анализ подтверждает факт, что страны, интегрированные в международную финансовую систему, подвержены международным экономическим кризисам. Утверждать об окончании мирового экономического кризиса в 2022 году нельзя, так как статистические данные на сегодняшний день отсутствуют, и неизвестно, какую мировую рецессию вызовет чрезмерный рост международных финансовых операций. Высока вероятность перетекания экономического кризиса 2020–2021 годов в глобальный финансовый кризис. Обострение геополитической борьбы в 2022 году служит одним из индикаторов возникающего кризиса [25].

3.2 Основные проблемы финансовой либерализации развивающихся стран и необходимые меры для адаптации к ней

Неолиберальная теория утверждает, что усиление финансовой открытости является ключевым элементом, стимулирующим экономический рост, так как позволяет перераспределить более эффективно капитал и дает возможность развивающимся странам осуществлять займы за границей, направляя их на развитие своей экономики (параграф 1.1) [32].

Опыт развивающихся стран показал, что политика финансовой либерализации не стала для них фактором стимулирования экономического роста. Открытие потоков капитала во всех рассматриваемых странах, за исключением Китая, вызвало отток капитала за границу, что привело к девальвации национальной валюты. Часть стран столкнулась с валютными спекуляциями (Бразилия, Аргентина, Турция), сильными притоками быстрых денег, ростом внешней задолженности (Аргентина, Турция, Индонезия), а также потерей конкурентоспособности на внешних рынках из-за резкой ревальвации национальной валюты, вызванной притоками трансграничного капитала (Индия). Как предсказывали неокейнсианцы и посткейнсианцы, данная политика стала причиной рецессии в развивающихся странах [32].

Аргентине и Турции либерализация позволила осуществить займы за границей во время рецессии, но полученные средства были направлены на выполнение обязательств перед кредиторами, что ухудшило финансовое положение стран [32].

Эконометрический анализ на основе модели SVAR подтвердил данные результаты по большинству рассматриваемых стран: усиление финансовой открытости приводит к снижению реального ВВП и реального эффективного обменного курса, а также росту инфляции. Выявлена угроза для экономической безопасности стран из-за растущей зависимости национальной экономики от иностранного финансового капитала.

Другим не менее важным утверждением ряда сторонников финансовой либерализации является то, что мировой финансовый рынок – саморегулирующаяся система, то есть открытие потоков капитала и принятие режима свободного плавающего курса приведут к более эффективному распределению инвестиций [32].

Однако анализ статистических данных развивающихся стран показал, что страны продолжают сохранять контроль над потоками капитала и накапливать международные резервы с целью защиты своих национальных экономик. При этом более финансово открытые страны сталкиваются с проблемами паники на финансовом рынке и оттоком капитала, что соответствует логике кейнсианского течения. В большинстве рассматриваемых стран произошла передача внешних финансовых шоков через открытые потоки капитала в национальные экономики, что стало причиной рецессии в этих странах. Одним из способов защиты от внешних шоков стало решение о формировании валютных союзов, например Индонезия приняла участие в Чиангмайской инициативе [32].

С другой стороны, как и предсказывали сторонники неолиберального течения (в том числе концепция МВФ), финансовая либерализация обеспечила приток иностранных прямых инвестиций. Однако последний сопровождался политикой приватизации стратегических секторов национальной экономики развивающихся стран. При этом формирование новых высокотехнологичных

отраслей происходило медленно, а инвестиции в основном были направлены в добывающую промышленность (Аргентина, Бразилия), как и предсказывали марксисты (параграф 1.1) [32].

Но нет оснований полагать, что политика финансовой либерализации приводит только к негативным эффектам. Во-первых, Китай и Индия смогли обеспечить приток продуктивных прямых иностранных инвестиций в условиях частичной финансовой либерализации. Во-вторых, государственное участие в экономике путем регулирования обменного курса, проведения политики стимулирования спроса и национализации части предприятий (Аргентина) позволило сгладить эффекты финансово-экономических кризисов (кейнсианская политика [9, с. 157]). В-третьих, эконометрическая модель (параграф 2.3) показала значимость внутреннего экономического состояния стран, их готовность к рискам финансовой либерализации. В-четвертых, в теоретических концепциях противников финансовой либерализации в большей мере критикуется бесконтрольность данного процесса (например, марксизм указывает, что степень финансовой интеграции должна быть ограничена, или некейнсианцы выступают против свободы краткосрочных потоков капитала), а не финансовая интеграция в целом [32].

На основе комплексного анализа, проведенного в параграфах 1.2, 2.1 и 2.2, сгруппируем рассматриваемые страны по степени финансовой открытости, по способности противостоять внутренним и внешним экономическим шокам, по проводимой экономической политике (таблица 12).

Полученные результаты в таблице 12 доказывают, что успешность политики финансовой либерализации зависит от множества факторов, в частности от степени интеграции развивающихся стран в мировую финансовую систему, от эффективности государственной политики по сглаживанию внешних шоков, от степени участия государства во внутренних экономических процессах, в том числе в банковском секторе. Это позволяет получить выгоды от частичной финансовой либерализации.

Таблица 12 – Группировка рассматриваемых развивающихся стран по критериям финансовой открытости, проводимой экономической политики и достигнутых успехов экономического развития в условиях финансовой открытости за 1990–2019 годы

Критерии	Аргентина, Турция	Бразилия, Индия, Индонезия	Китай
Степень финансовой открытости (Индекс КАOPEN; Индекс финансовой интеграции)	Высокий уровень (Индекс КАOPEN – постоянно около 30–40 %, отмечаются лишь кратковременные снижения данного индекса; Индекс финансовой интеграции в Турции постепенно растет от 48 до 103 %, в Аргентине данный индекс на пиках достигает от 110 до 170 %)	Низкий уровень (Индия: Индекс КАOPEN – постоянно 17 %; Индекс финансовой интеграции не более 70 % или постепенно снижается из-за чувствительности к внешним шокам (в Бразилии и Индонезии индекс КАOPEN снизился с 52 до 17 % и со 100 до 42 %; Индекс финансовой интеграции только Индонезии удалось понизить с 129 до 94 %)	Низкий уровень (Индекс КАOPEN – постоянно 17 %; Индекс финансовой интеграции в последние 4 года снизился на 5 до 94 %)
Экономическая политика: - налогово-бюджетная политика во время экономических кризисов; - денежно-кредитная политика касательно обменного курса национальной валюты; - отраслевая направленность ПИИ	Неэффективная экономическая политика: - неэффективность налогово-бюджетной политики и социальных программ (например, Турция сокращала во время экономических кризисов социальные расходы); - ПИИ направлены в сектор добычи полезных ископаемых и сектор услуг; - во время экономических кризисов проводится политика по ужесточению экономии бюджета; - внешнее финансирование направлено на финансирование дефицита бюджета (Аргентина);	Вмешательство государства в экономику в условиях экономических кризисов: - стимулирование притока ПИИ в высокотехнологический сектор (Индия) и сектор обрабатывающей промышленности; - проведение антициклической политики или политики стимулирования спроса преимущественно во время кризисов; - обеспечение стабильности национальной валюты (Индия, Индонезия);	Сильная экономическая политика: - ПИИ в высокотехнологический сектор и сектор обрабатывающей промышленности; - проведение антициклической политики или политики стимулирования спроса; - установлен режим мягкой привязки обменного курса национальной валюты

Критерии	Аргентина, Турция	Бразилия, Индия, Индонезия	Китай
	<ul style="list-style-type: none"> - проведение политики таргетирования инфляции, а не обеспечения стабильности национальной валюты (Турция); - предпринимались попытки по переходу к жесткой привязке (Аргентина) и свободному плавающему курсу (Турция) 	<ul style="list-style-type: none"> - установлен режим управляемого плавления обменного курса национальной валюты 	
<p>Влияние финансовой либерализации на национальные экономики рассматриваемых стран:</p> <ul style="list-style-type: none"> - возникновение в стране финансовых кризисов; - влияние финансовой открытости на потоки капитала; - наращивание международных резервов; - стабильность национальной валюты 	<ul style="list-style-type: none"> - Выявлено возникновение целого ряда финансовых кризисов в условиях финансовой открытости, не только от внешних финансовых шоков, но и от ряда внутренних факторов (например, значительные оттоки капитала или чрезмерный рост внешней задолженности); - наличие резких колебаний в потоках трансграничного капитала (больше $\pm 5\%$ к ВВП – у большинства рассматриваемых стран колебания данного показателя практически не превышают этого значения); - положительная динамика накопления международных резервов; - значительная девальвация национальной валюты (в последние 5 лет девальвация на пиках достигала 35–80 % в год) 	<ul style="list-style-type: none"> - Выявлено возникновение целого ряда финансовых кризисов в условиях финансовой открытости, но последствия от них сглажены антициклической политикой или снижением уровня финансовой открытости (Индонезия, Бразилия); - положительная динамика накопления международных резервов; - значительные притоки долгосрочного и краткосрочного капитала, но без резких колебаний; - девальвация национальной валюты (в последние 5 лет девальвация не превышала 15 % в год) 	<ul style="list-style-type: none"> - Мировые финансовые кризисы не оказывают существенное воздействие на финансовый сектор экономики, а система валютного регулирования с антициклической политикой позволяет нивелировать любые негативные эффекты в экономике; - низкая волатильность трансграничных потоков капитала по сравнению с другими рассматриваемыми странами; - положительная динамика накопления международных резервов; - значительный приток прямых иностранных инвестиций в обрабатывающую промышленность

Критерии	Аргентина, Турция	Бразилия, Индия, Индонезия	Китай
Предоставление доступа на внутренний финансовый рынок для иностранных банков (доля иностранных активов в банковском секторе)	Иностранные банки занимают существенную долю данного рынка (около 30 % всех активов в данных странах принадлежит иностранцам)	Доступ иностранного капитала в банковский сектор разрешен, но доля его активов мала (10–15 % – иностранные активы)	Прямой запрет участия иностранного капитала отсутствует, но доля участия не превышает статистическую погрешность (не более 1,3 %)
Сохранение позиций государства в экономике	Проведена широкомасштабная приватизация, в том числе стратегических секторов экономики: связь, ресурсы, инфраструктура и банковский сектор (государство владеет лишь 30–40 % банковских активов)	У государства ведущая роль на рынке банковских услуг (от 30–80 % государственных активов). Государство сохраняет контроль над ключевыми отраслями экономики (кроме Индии): ресурсы, инфраструктура, оборонный комплекс	Ведущую роль в банковском секторе занимает государство (98 % всех банковских активов). Сохранена плановая экономика (30–40 % ВВП Китая производится за счет государственного капитала)

Источник: составлено автором.

Исходя из данных таблицы 12 сформулировано три варианта комбинации политики финансовой либерализации и фактического состояния трансграничных потоков капитала конкретных стран.

Первый вариант представляет опыт Китая, который сохраняет низкий уровень финансовой открытости и высокий уровень государственного регулирования в экономике (высокая доля продукции государственных предприятий и банков в ВВП, проведение экспансионистской налогово-бюджетной политики, поддержание курса национальной валюты). Как результат, мировые экономические кризисы не оказывают существенного воздействия на финансовый сектор экономики, а система валютного регулирования совместно с антициклической политикой позволяет нивелировать негативные эффекты. Управляемая (частичная) финансовая либерализация оказала сильное положительное влияние в части притока продуктивных прямых иностранных инвестиций, в особенности в высокотехнологичные сектора экономики.

Второй вариант представляют практики Бразилии, Индии и Индонезии, которые имеют относительно низкий уровень финансовой открытости или тренд на ее снижение из-за чувствительности экономики к внешним шокам. При этом Бразилия отличается высоким значением индекса финансовой интеграции. Государственное вмешательство в экономику этих трех стран в целом ниже, чем в Китае. Однако отмечена высокая роль государства в банковской сфере, в проведении антициклической политики, в обеспечении стабильности курса национальной валюты по отношению к доллару США. Выявлено возникновение целого ряда финансовых кризисов, спровоцированных финансовой открытостью, но последствия от них были сглажены антициклической политикой или снижением уровня финансовой открытости. Финансовая либерализация способствовала притоку прямых иностранных инвестиций в промышленность, в том числе в обрабатывающую.

Аргентина и Турция (при всех различиях) представляют третий вариант. Для этих стран характерен высокий уровень финансовой открытости и высокий индекс финансовой интеграции. Уровень государственного участия в финансовом секторе экономики относительно низкий: банковский сектор в основном принадлежит частному сектору, в том числе иностранному капиталу; проводится политика бюджетной консолидации; отмечен отказ от поддержания стабильности национальной валюты; проведена политика широкомасштабной приватизации. В данных странах выявлено возникновение целого ряда финансовых кризисов, которые провоцируются не только внешними финансовыми шоками, но и другими факторами. Прямые иностранные инвестиции направлены преимущественно в добывающую промышленность и сектор услуг.

Важный вклад в развитие финансовой либерализации внесло внедрение цифровых технологий¹⁾ в функционирование международных финансовых рынков. С 90-х годов XX века внедряются новые формы привлечения инвестиций

¹⁾ Цифровые технологии – это технологии, которые используют компьютеры и/или другую современную технику для записи кодовых импульсов и сигналов в определенной последовательности и с определенной частотой [17].

(например, краудфандинг, производные финансовые инструменты и др.), разрабатываются программы по ведению торгов на бирже без участия человека и др. Это привело к увеличению международных краткосрочных потоков и в итоге стало причиной ряда финансово-экономических кризисов. С другой стороны, переход на цифровые технологии позволил повысить качество валютного контроля и усовершенствовал мониторинг операций, связанных с отмыванием денег и финансированием терроризма.

Новым вызовом для стран мира, в том числе развивающихся, стало появление криптовалют¹⁾, которые имеют реальную стоимость при отсутствии долговых обязательств эмитента. Этот финансовый актив создал новый электронный офшор теневой экономики [49]. В ряде развитых стран криптовалюта получила правовой статус (Швейцарии, Германии, США, Японии): организован контроль за данными операциями и установлено налогообложение [44].

На фоне экономических проблем, прежде всего связанных с высоким уровнем инфляции и девальвации национальных валют, в Аргентине, Бразилии, Индии и Турции растет спрос на куплю-продажу криптовалют [135; 288]. Например, Аргентина и Бразилия стали региональными лидерами в Южной Америке по доле населения, имеющих криптовалюту, – 5,18 % и 7,8 % всего населения этих стран соответственно на 2022 год [79; 98; 134].

Процесс легализации криптовалют в рассматриваемых развивающихся странах неоднороден. В Бразилии, Индии и Турции криптовалюта не попадает под валютное регулирование и валютный контроль. В Бразилии есть ряд законопроектов на рассмотрении в Конгрессе Бразилии, направленных на предотвращение мошенничества и отмывание денег с использованием криптовалют [93; 95]. В Индии власти рассматривают возможность законодательного регулирования криптовалют, но в настоящее время по данному вопросу не принята ни одна специализированная инициатива [94]. В Аргентине разрешается использование криптовалют, но они подвергаются валютному

¹⁾ Криптовалюта – это любой вид валюты в цифровой или виртуальной форме, учет которой обеспечивает децентрализованная платежная система без участия внутреннего или внешнего администратора. Криптовалюта существует исключительно в цифровом виде [50; 57].

контролю в части исполнения законодательства по предотвращению отмывания денег и финансирования терроризма [222]. В Индонезии криптовалюту законодательно запрещено использовать как средство платежа, но разрешено торговать ею как товаром. При этом криптовалюта попадает под законодательство по предотвращению отмывания денег и финансирования терроризма [188]. В Китае использование криптовалюты полностью запрещено в 2021 году и признается как незаконная финансовая деятельность [116].

Стоит также отметить, что Резервный Банк Индии продвигает идею по созданию национальной цифровой рупии на основе блокчейна [94], в то время как Китай активно пытается внедрить цифровой юань с 2020 года [140]. Но поставить знак равенства между классической криптовалютой и цифровой национальной валютой нельзя, так как последняя сохраняет централизованное управление и статус национальной валюты.

Однако дальнейшая судьба криптовалюты на сегодняшний день остается под вопросом. Во-первых, криптовалюта является чисто финансовым активом и, в отличие от национальных денег, не уравнивается производством товаров и услуг, то есть формирует «финансовый пузырь» [13]. Во-вторых, совокупная доля криптоактивов в мире не столь значительна – не более 3 % к мировому ВВП на 2021 год (например, доля трансграничных финансовых активов и обязательств в рассматриваемых странах превышает 60 % ВВП), когда их капитализация достигла рекордного максимума (2,9 трлн долларов США). На 2022 год данные активы потеряли треть своей стоимости [53]. Например, в мае 2022 года произошло резкое падение стоимости биткойна на 40 % [91]. В-третьих, прогнозируемый новый финансовый кризис, вызванный накоплением чрезмерной денежной массы в США [194], может привести к схлопыванию «финансовых пузырей», в том числе обнулению стоимости криптоактивов.

На основе изученного опыта корректировки последствий финансовой либерализации можно сделать ряд предложений по улучшению экономической ситуации для развивающихся стран.

1. Формирование национальной стратегии, которая увязывает политику финансовой либерализации с экономическим развитием страны. Политика

финансовой либерализации не может рассматриваться как основной инструмент, что подтверждает целый ряд теоретических и эконометрических исследований, опыт Китая.

2. Для предотвращения оттоков капитала необходимо предпринять следующие действия:

2.1. Установить меры по частичному ограничению оттоков капитала. Разрешить вывоз капитала при условии частичного его вложения во вторичный сектор экономики. Полный запрет может негативно сказаться на инвестиционной привлекательности страны. При этом соотношение между вывозимым капиталом и направляемым на развитие может изменяться в зависимости от определенных макроэкономических условий.

Теоретические концепции (кейнсианство, неокейнсианство, марксизм и др.) и опыт рассматриваемых развивающихся стран (Аргентины, Индонезии, Китая) показал важность механизма регулирования потоков капитала. В частности, опыт Китая в рамках программ QDLP, QDII можно рассматривать как одно из решений по регулированию оттока капитала из страны (параграф 1.2).

2.2. Стимулировать развитие внутреннего потребительского рынка. Постоянное сокращение денежной массы в рамках политики таргетирования инфляции, которая обычно проводится в условиях финансовой открытости, с учетом оттока капитала, сокращает спрос на товары и услуги внутри страны. Следовательно, без растущего национального рынка становится не выгодно вкладывать в развитие национальной экономики, а выгоднее вложить капитал за границей. Поэтому необходимо проводить политику стимулирования спроса (увеличение социальных выплат, зарплат бюджетникам, проведение различных инвестиционных проектов с участием государства, налоговая оптимизация), важность которой возрастает при наступлении экономических кризисов.

2.3. Улучшать условия для привлечения иностранных инвестиций. Как показал опыт развивающихся стран, финансовая либерализация не является ведущим фактором привлечения прямых инвестиций (Китай, Индия, Индонезия). Значима роль наличия благоприятной институциональной среды. Принципиальное значение имеют условия и отраслевая направленность ПИИ.

3. Целесообразно использовать меры по ограничению перемещения спекулятивного капитала. Рентабельность операций на краткосрочном финансовом рынке значительно превышает доходность инвестиций в реальный сектор экономики. Неуправляемый рост спекулятивных сделок является одним из основных факторов глобальных финансовых дисбалансов [42, с. 8]. Поэтому для повышения устойчивости к дисбалансам мировой экономики развивающимся странам необходимо установить ограничения на потоки краткосрочного капитала и использовать механизм поддержания стабильности национального курса.

Ограничения на данные потоки капитала можно установить в виде специализированного налога с прогрессивной ставкой, которая будет зависеть от срока нахождения инвестиций в стране (подобный механизм применялся в Чили и назывался «ensaје»¹⁾ [27]). Для поддержания стабильности национальной валюты используется режим управляемого плавающего курса. Принятие режима с более жесткой привязкой не рекомендуется во избежание дисбалансов в платежном балансе. Для развивающихся стран приемлем механизм точечных валютных интервенций, то есть использование режимов двойного валютного курса.

4. Расширить государственное участие в ключевых отраслях экономики, в том числе в банковской деятельности, используя преимущества долгосрочного и среднесрочного планирования, и отказ от значительных накоплений международных резервов. Это снизит риски распространения токсичных внешних шоков на экономику страны.

5. Внедрить положительный опыт создания регионального механизма по защите финансовых рынков от внешних шоков на примере Чиангмайской инициативы [40]. Данный механизм может обеспечить страну необходимой ликвидностью во время финансового кризиса.

Указанные предложения по улучшению экономической ситуации для развивающихся стран необходимо использовать в зависимости от конкретной экономической обстановки в стране. Например, для Аргентины и Турции прежде

¹⁾ Данный инструмент требовал депонировать на счетах ЦБ 20 % притока капитала без получения процентов со сроком в один год, что делало краткосрочные потоки капитала менее выгодными перед долгосрочными.

всего необходимы меры по сдерживанию оттоков капитала и стабилизации макроэкономической ситуации в данных странах. Для Бразилии, Индии и Индонезии актуальны меры, связанные со сдерживанием краткосрочных потоков капитала и расширением участия государства в экономической политике. Китаю целесообразно сохранить выбранный экономический курс по ограничению финансовой интеграции в мировую финансовую систему.

В ходе работы над третьей главой диссертационного исследования было сделано следующее: детально проанализирован новый финансово-экономический кризис 2020–2021 годов, что позволило выявить его основные признаки и последствия для внешнего финансового сектора экономик развивающихся стран в условиях финансовой открытости; определены основные направления валютного регулирования криптовалют в развивающихся странах; сгруппированы и систематизированы развивающиеся страны по степени финансовой открытости, проводимой экономической политики и достигнутых успехов экономического развития в условиях финансовой открытости; разработаны предложения, направленные на снижение рисков финансовой либерализации и улучшение экономической ситуации в развивающихся странах.

Заключение

В соответствии с поставленной целью исследования проведен количественный и качественный анализ влияния финансовой либерализации на экономики развивающихся стран (Аргентины, Бразилии, Индии, Индонезии, Китая и Турции). Сформулированы предложения по снижению рисков негативных воздействий финансовой открытости на их макроэкономическую стабильность. Это особо актуально на фоне экономического кризиса 2020–2021 годов, обусловленного пандемией COVID-19. Подводя итоги исследования, можно сделать следующие выводы.

1. Анализ теоретических концепций в рамках основных экономических течений показал, что не существует однозначной позиции по поводу необходимости и последствий проведения политики финансовой либерализации. Среди сторонников и противников данной политики существуют различные мнения о степени финансовой открытости, в том числе о либерализации различных типов трансграничных потоков капитала (краткосрочные или долгосрочные), о предъявляемых требованиях к уровню политического или институционального развития. Но это не значит, что изучение теоретических концепций бесполезно. Теоретический аспект исследования показал механизм взаимосвязей и вариативность регуляторов политики финансовой либерализации для разных развивающихся стран.

2. Изучение опыта проведения политики финансовой либерализации в развивающихся странах (параграф 1.2) позволило сделать вывод, что причиной возникновения целого ряда финансовых кризисов в рассматриваемых странах были неэффективные действия правительства. Трансграничные потоки капитала в условиях финансовой открытости стали основным каналом передачи «финансовой инфекции». Только Китай смог смягчить последствия кризисных ситуаций за счет низкой международной финансовой открытости, которая была направлена на привлечение прямых инвестиций и интегрирована в целостную национальную стратегию страны. При этом не была выявлена общая взаимосвязь между

экономическим ростом и финансовой открытостью. Следовательно, либерализация не только не стала фактором устойчивого экономического роста, но привела к финансовой нестабильности и ослабила защиту рассматриваемых стран перед внешними шоками, что противоречит теоретическим исследованиям сторонников политики финансовой либерализации и подтверждает теории противников.

3. Выявлено, что одним из наиболее распространенных подходов к исследованию влияния процесса финансовой либерализации на экономики стран является эконометрический анализ (параграф 1.3). Анализ позволяет определить степень влияния финансовой открытости на экономики стран или выявить причины изменения в данной политике (наложение ограничений на потоки капитала или их дерегулирование).

Анализ эконометрических исследований процессов финансовой либерализации показал, что в зависимости от включаемых в модель показателей или выбора спецификации модели достигаются различные результаты. С другой стороны, данный анализ позволил создать теоретическую базу по методам и статистическим показателям, характеризующим финансовую открытость стран, которые необходимы для дальнейшего проведения статистического исследования и построения эконометрической модели.

4. На основе проведения межстранового сравнительного анализа индекса финансовой открытости (индекс КАOPEN) как показателя государственных мер и индекса финансовой интеграции как индикатора фактического участия страны в международной финансовой системе выявлены страновые расхождения в проведении политики финансовой либерализации, ее гибкость в зависимости от экономической ситуации в стране и общая тенденция на ужесточение мер (кроме Аргентины и Турции).

В 2015–2019 годах наиболее высокий индекс КАOPEN был характерен для Аргентины, что отразилось на высокой волатильности ее внешнего финансового сектора. Выявлено, что во всех изучаемых странах политика по увеличению финансовой открытости сопровождалась ростом трансграничного капитала. Однако его структура существенно различается по странам. Так, в Китае

значителен приток продуктивных прямых иностранных инвестиций, тогда как для Аргентины характерно движение краткосрочного спекулятивного капитала.

Подтверждена прямая зависимость между установленным государством режимом валютного курса национальной валюты и его волатильностью. Выявлены основные отрицательные и положительные эффекты, спровоцированные политикой дерегулирования, во внешнем финансовом секторе изучаемых экономик. Сформулировано три варианта комбинации политики финансовой открытости и фактического состояния трансграничных потоков капитала конкретных стран.

5. При рассмотрении основных направлений экономической политики развивающихся стран в условиях финансовой открытости (параграф 2.2) был сделан вывод, что успешность политики финансовой либерализации сильно зависит от уровня участия государства в экономике. Опыт Китая показал, что возможно снижение негативного влияния процесса финансовой либерализации путем внедрения элементов плановой экономики и обеспечения стабильности национальной валюты. Другие рассматриваемые страны показали необходимость ужесточения государственной политики в кризисные периоды, обусловленного трансграничными финансовыми шоками: национализация предприятий, осуществление валютных интервенций для обеспечения стабильности национальной валюты и увеличение бюджетных расходов.

Отмечается, что большинство рассматриваемых развивающихся стран уменьшило уровень участия государства в экономических процессах вместе с проведением политики финансовой либерализации, что позволило получить некоторые кратковременные положительные эффекты: усиление притока ПИИ за счет приватизации государственных предприятий и банков иностранцами; сокращение расходов на обеспечение стабильности национальной валюты из-за принятия плавающего обменного курса. Но, с другой стороны, эти процессы вызвали угрозы национальной безопасности: усиление влияния на экономику из-за границы, повышение возможности резкого оттока капитала и дестабилизации обменного курса.

6. Проведена оценка макроэкономической устойчивости рассматриваемых развивающихся стран в условиях финансовой либерализации с помощью модели SVAR (параграф 2.3). Эконометрический анализ показал, что усиление финансовой интеграции для большинства рассматриваемых стран ухудшает макроэкономические показатели: отрицательные темпы роста реального валового продукта, падение реального эффективного обменного курса и рост инфляции. Но степень зависимости экономик рассматриваемых стран от финансовой открытости различается, что объясняется разным уровнем развития институциональной среды и проводимой государством экономической политикой.

7. Определены основные признаки и последствия нового экономического кризиса, обусловленного пандемией COVID-19, в рассматриваемых развивающихся странах за 2020–2021 годы. Установлено, что сокращение производства товаров и услуг во время данного кризиса стало самым масштабным за последние 30 лет. Таким образом, это увеличивает дисбаланс между реальным и финансовым секторами (например, снижение объемов ВВП приводит к росту международной финансовой интеграции и повышению долговой нагрузки), что впоследствии отрицательно сказывается на финансовой стабильности рассматриваемых стран (рост волатильности трансграничных потоков капитала, усиление девальвации национальной валюты и др.).

В большей мере ощутили свои потери от данного кризиса Аргентина, Бразилия и Турция, которые из-за внутривнутриполитических и экономических факторов имели перед кризисом макроэкономическую нестабильность. И даже установленные ограничения на потоки капитала не смогли сгладить внешние финансовые шоки. Этот факт доказывает, что финансовая либерализация или меры по ограничению потоков капитала не являются ключевым элементом решения всех проблем в экономике. Наоборот, усиление международной финансовой интеграции требует от стран укрепления макроэкономической стабильности внутри страны и усиления правовых институтов.

Сделано обоснованное предположение, что экономический кризис 2020–2021 годов не закончился в настоящее время и возможно дальнейшее перетекание

данного кризиса в новый глобальный финансовый кризис из-за мировых политических процессов 2022 года.

8. Доказано, что большинство экономик рассматриваемых стран получили отрицательные эффекты от усиления финансовой открытости. В частности, отмечается приток прямых иностранных инвестиций в сектор добычи полезных ископаемых, усиление уязвимости перед глобальными финансовыми шоками, негативное влияние на основные макроэкономические показатели, отток капитала и др. Это подтверждает верность концепций неокейнсианцев и марксистов относительно отрицательных эффектов финансовой открытости.

С другой стороны, доказывается важность участия государства в экономических процессах страны для успешного проведения политики финансовой либерализации. Это подтверждается опытом Китая, эконометрической моделью и использованием кейнсианских мер для стабилизации экономической ситуации после финансовых кризисов в рассматриваемых странах.

Таким образом, делается вывод, что к политике финансовой либерализации нужно подходить последовательно и частично в условиях сильно развитой экономики и высокого уровня участия государства в ней. Исходя из этого, были сделаны предложения для развивающихся стран, направленные на получение устойчивого экономического роста в условиях финансовой открытости.

Суммируя результаты, нужно подчеркнуть, что в настоящей работе были систематизированы теории в области финансовой либерализации и ее влияния на национальную экономику, подтвержденные эконометрическими исследованиями и фактами, полученными в ходе изучения опыта развивающихся стран. Подтверждена гипотеза исследования о том, что проведение полномасштабной политики финансовой либерализации в рассматриваемых развивающихся странах увеличивает риски возникновения финансово-экономических кризисов, оттока капитала, волатильности национальной валюты, роста внешней задолженности и перехода национальной промышленности в собственность иностранных инвесторов.

Доказано, что полномасштабная политика финансовой либерализации развивающимся странам противопоказана. Но в условиях глобализации мировой экономики им приходится проводить данную политику в той или иной мере, так как это объективный процесс на настоящем этапе экономического развития и является следствием современной финансовой архитектуры и международного разделения труда. Для компенсации возникающих рисков в развивающихся странах необходимо проведение политики частичной финансовой либерализации при значительном уровне государственного участия в экономике и соответствующем уровне институционального развития (например, опыт Китая). Дальнейшая конкретизация мер, направленных на смягчение негативных воздействий финансовой либерализации на национальные экономики, индивидуальна для каждой страны и требует дополнительных широкомасштабных исследований с учетом текущей ситуации.

Список литературы

Монографии и книги

1. Ленин, В. И. Империализм как высшая стадия капитализма. (Попул. очерк) / В. И. Ленин. – М. : Политиздат, 1984. – 136 с. – Текст: непосредственный.
2. Маркс, К. Капитал. Критика политической экономии: Книга III. Процесс капиталистического производства, взятый в целом / К. Маркс ; под. ред. Ф. Энгельса; пер. И. И. Степанова-Скворцова. – М. : Политиздат, 1975. – Т. III, Ч. II. I–IV, 509–1084 с. – Текст: непосредственный.
3. Милль, Дж. С. Основы политической экономии (Экономическая мысль Запада) / Дж. С. Милль; под ред. А. Г. Милейковского. – М. : Прогресс. 1980–1981. – Том II. – 479 с. – Текст: непосредственный.
4. Новые подходы к глобальному финансовому регулированию / Л. С. Худякова, В. К. Кулакова, Е. А. Сидорова [и др.]. – Москва : Институт мировой экономики и международных отношений РАН, 2015. – 162 с. – ISBN 978-5-9535-0443-0.
5. Островский, А. В. Мировой финансовый кризис и его влияние на китайскую экономику / А. В. Островский // История Китая с древнейших времен до начала XXI века. Том IX. – Москва : Федеральное государственное унитарное предприятие "Академический научно-издательский, производственно-полиграфический и книгораспространительский центр "Наука", 2016. – С. 672–674.
6. Перспективы развития мировой экономики: в поисках устойчивого роста – краткосрочное восстановление, долгосрочные задачи / Международный Валютный Фонд. – Вашингтон, 2017. – 300 с. – Текст: непосредственный.
7. Руководство по платежному балансу и международной инвестиционной позиции. – 6-е изд. – Вашингтон : Международный Валютный Фонд, 2012. – 463 с. – Текст: непосредственный.
8. Смит, А. Исследование о природе и причинах богатства народов (книги I–III) / А. Смит; под ред. В. С. Баковецкой, Н. А. Григорьевой, И. К. Кокошкиной. – М. : Наука, 1992. – 572 с. – Текст: непосредственный.

9. Хасбулатов, Р. И. Закат рыночного фундаментализма. Теории, политика, конфликты : монография / Р. И. Хасбулатов : В 4 т. – Т. 1. – М. : Русайнс, 2017. – 324 с. – Текст: непосредственный.

10. Хасбулатов, Р. И. Закат рыночного фундаментализма. Теории, политика, конфликты : монография / Р. И. Хасбулатов : В 4 т. – Т. 3. – М. : Русайнс, 2015. – 288 с. – Текст: непосредственный.

Научные публикации

11. Авдокушин, Е. Ф. Формирование и развитие новой экономики: пандемия COVID-19 и активное использование финансовых технологий / Е. Ф. Авдокушин // Наука и искусство управления / Вестник Института экономики, управления и права Российского государственного гуманитарного университета. – 2020. – № 1-2. – С. 163–177. – ISSN 2782-2222.

12. Балюк, И. А. О проблеме роста внешней задолженности в условиях глобализации мировой экономики / И. А. Балюк. – Текст: непосредственный // Финансовый журнал. – 2016. – № 5 (33). – С. 75–81. – ISSN 2075-1990.

13. Жариков, М. В. Новые валюты в международной финансовой архитектуре. Гипотеза валютной единицы стран БРИКС / М. В. Жариков // Экономика. Налоги. Право. – 2018. – Т. 11. – № 6. – С. 39–49. – ISSN 1999-849X.

14. Иванов, Е. И. Валютная либерализация и национальная экономика / Е. И. Иванов, М. В. Ершов. – Текст: непосредственный // Деньги и кредит. – 2003. – № 6. – С. 44–47. – ISSN 0130-3090.

15. Кабир, Л. С. Валютная либерализация в зарубежных странах: накопленный опыт и перспективы / Л. С. Кабир, И. А. Яковлев, С. И. Никулина. – Текст: непосредственный // Финансы и кредит. – 2016. – № 4 (676). – С. 36–47. – ISSN 2071-4688.

16. Красавина, Л. Н. Валютная глобализация: тенденции и перспективы развития / Л. Н. Красавина. – Текст: непосредственный // Век глобализации. – 2012. – № 2 (10). – С. 3–16. – ISSN 1994-9065.

17. Машевская, О. В. Цифровые технологии как основа цифровой трансформации современного общества / О. В. Машевская. – Текст:

непосредственный // Вестник Полесского государственного университета. Серия общественных и гуманитарных наук. – 2020. – № 1. – С. 37–44. – ISSN 2078-1032.

18. Навой, А. В. Концепция валютно-финансового регулирования национальной экономики в условиях нестабильности глобальных финансов / А. В. Навой. – Текст: непосредственный // Финансовый журнал. – 2018. – № 1. – С. 71–86. – ISSN 2075-1990.

19. Раков, И. Д. Анализ финансовой либерализации в Индонезии: подход SVAR / И. Д. Раков. – Текст : непосредственный // Russian Journal of Economics and Law = Российский журнал экономики и права. – 2021. – Т. 15. – № 4. – С. 686–701. – ISSN 2782-2923.

20. Раков, И. Д. Аспекты предоставления государственных гарантий в инфраструктуру: опыт Индонезии / И. Д. Раков. – Текст: непосредственный // Экономические исследования. – 2018. – № 3. – С. 2. – ISSN 2079-9446.

21. Раков, И. Д. Аспекты функционирования банковской системы Китая / И. Д. Раков. – Текст : непосредственный // Китай в мировой экономике и международном бизнесе: сб. науч. ст. – Москва : РЭУ им. Г. В. Плеханова, 2019. – С. 111–116. – ISBN 978-5-7307-1608-7.

22. Раков, И. Д. Валютная либерализация в ЮАР: опыт и последствия / И. Д. Раков. – Текст : непосредственный // Мегатренды глобальной экономики и международного предпринимательства : сборник статей Международной научно-практической конференции. – Москва: РЭУ им. Г. В. Плеханова, 2018. – С. 240–244. – ISBN 978-5-7307-1337-6.

23. Раков, И. Д. Валютная либерализация и ее влияние на экономику России / И. Д. Раков. – Текст : непосредственный // Экономика и предпринимательство. – 2016. – № 10-1 (75-1). – С. 1090–1098. – ISSN 1999-2300.

24. Раков, И. Д. Валютные ограничения в России и их влияние на ЕАЭС / И. Д. Раков. – Текст : непосредственный // Большое Евразийское партнерство: стратегия и тактика : сб. науч. ст. – Москва : РЭУ им. Г. В. Плеханова, 2022. – С. 99–102. – ISBN 978-5-7307-1954-5.

25. Раков, И. Д. Влияние нового экономического кризиса на внешний финансовый сектор экономик развивающихся стран в условиях финансовой открытости / И. Д. Раков. – Текст : непосредственный // Экономика и предпринимательство. – 2022. – № 9 (146). – С. 141–147. – ISSN 1999-2300.

26. Раков, И. Д. Исторические этапы процесса финансовой либерализации и теоретические подходы к ее оценке / Т. Р. Урумов, И. Д. Раков – Текст : непосредственный // Финансы и кредит. – 2016. – № 2 (674). – С. 46–56. – ISSN 2071-4688.

27. Раков, И. Д. Либерализация счета движения капитала в Чили / И. Д. Раков. – Текст : непосредственный // Экономика: теория и практика. – 2022. – № 1 (65). – С. 58–64. – ISSN 2224-042X.

28. Раков, И. Д. Методы многомерной статистики в анализе валютной либерализации // Труды 7-й Международной научно-практической конференции студентов и аспирантов «Статистические методы анализа экономики и общества» (17-20 мая 2016 года). – Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», 2016. – С. 252–253.

29. Раков, И. Д. Механизмы поддержки финансирования «зеленых» проектов: опыт стран / И. Д. Раков. – Текст: непосредственный // Актуальные проблемы экономики и права. – 2017. – Т. 11. – № 2. – С. 67–82. – ISSN 1993-047X.

30. Раков, И. Д. Модель структурной векторной авторегрессии (svar) оценки влияния валютной либерализации на экономику России / О. А. Хохлова, И. Д. Раков. – Текст : непосредственный // Многомерный статистический анализ, эконометрика и моделирование реальных процессов [Текст]: труды X-й Международной школы-семинара. – М.: ЦЭМИ РАН, 2020. – С.145–146. – ISBN 978-5-8211-0786-2.

31. Раков, И. Д. Новый экономический кризис в развивающихся странах: причины и влияние на трансграничное перемещение финансового капитала / И. Д. Раков. – Текст : непосредственный // Большое Евразийское партнерство: стратегия и тактика : сб. науч. ст. – Москва : РЭУ им. Г. В. Плеханова, 2022. – С. 176–179. – ISBN 978-5-7307-1954-5.

32. Раков, И. Д. Основные противоречия политики финансовой либерализации в новых индустриальных странах / И. Д. Раков. – Текст : непосредственный // Азиатский мир в новых реалиях трансграничья : сб. науч. ст. – Москва: РЭУ им. Г. В. Плеханова, 2021. – С. 244–248. – ISBN 978-5-7307-1822-7.

33. Раков, И. Д. Особенности применения эконометрического моделирования при исследовании финансовой либерализации / И. Д. Раков. – Текст : непосредственный // Азимут научных исследований: экономика и управление. – 2019. – Т. 8. – № 4 (29). – С. 325–329. – ISSN 2309-1762.

34. Раков, И. Д. Особенности финансовой либерализации стран «каспийской пятерки» / И. Д. Раков. – Текст : электронный // Экономические отношения. – 2020. – Том 10. – № 4. – С. 1229–1250. – ISSN 2587-8921. – URL: <https://www.elibrary.ru/item.asp?id=44491647> (дата обращения: 31.10.2022). – Режим доступа: Научная электронная библиотека eLIBRARY.RU для зарегистрированных пользователей.

35. Раков, И. Д. Преимущества и угрозы режима плавающего валютного курса / Л. С. Кабир, И. А. Яковлев, С. П. Савинский, С. И. Никулина, И. Д. Раков. – Текст : непосредственный // Национальные интересы: приоритеты и безопасность. – 2015. – № 41 (326). – С. 2–12. – ISSN 2073-2872.

36. Раков, И. Д. Процесс финансовой либерализации в малых открытых экономиках / И. Д. Раков. – Текст : непосредственный // Финансовая аналитика: проблемы и решения. – 2016. – № 4 (286). – С. 2–15. – ISSN 2073-4484.

37. Раков, И. Д. Теоретические концепции финансовой либерализации / И. Д. Раков. – Текст : непосредственный // Финансы и кредит. – 2019. – Т. 25. – № 8(788). – С. 1933–1948. – ISSN 2071-4688.

38. Раков, И. Д. Трансформация экономической политики Исландии и мобильность капитала / И. Д. Раков. – Текст : непосредственный // Вестник Российского экономического университета имени Г. В. Плеханова. Вступление. Путь в науку. – 2018. – № 2 (22). – С. 43–54. – ISSN 2226-6860.

39. Раков, И. Д. Финансовая интеграция в странах АСЕАН: успехи и противоречия / И. Д. Раков. – Текст : непосредственный // Современная экономика:

актуальные вопросы, достижения и инновации : сб. ст. XXXVII Междунар. науч.-практ. конф. – Пенза: Наука и просвещение, 2020. – С. 86–90. – ISBN 978-5-00159-622-6.

40. Раков, И. Д. Финансовая интеграция стран АСЕАН+3 / Т. Р. Урумов, И. Д. Раков – Текст : непосредственный // Экономика и предпринимательство. – 2016. – № 10-3 (75-3). – С. 126–129. – ISSN 1999-2300.

41. Раков, И. Д. Финансовая либерализация в Мексике: этапы, механизмы, последствия / С. В. Иванова, И. Д. Раков. – Текст : непосредственный // Экономика и предпринимательство. – 2021. – № 8 (133). – С. 289–293. – ISSN 1999-2300.

42. Сильвестров, С. Н. Мировой экономический кризис и формирование новой архитектуры глобальной экономики / С. Н. Сильвестров. – Текст: непосредственный // Финансы: теория и практика. – 2009. – № 2. – С. 5–11. – ISSN 1028-9461.

43. Смыслов Д. В. Международная валютная система: тенденции эволюции / Д. В. Смыслов. – Текст: непосредственный // Деньги и кредит. – 2013. – № 10. – С. 46–58. – ISSN 0130-3090.

Электронные ресурсы

44. 2020: Криптовалюты и их регулирование в мире // vc.ru: [сайт]. – 2020. – URL: <https://vc.ru/crypto/182873-2020-kriptovalyuty-i-ih-regulirovanie-v-mire#4-Pravovoy-status-kriptovalyut-i-ih-nalogooblozhenie-v-raznyh-stranah-obzor-TOP-6> (дата обращения: 17.10.2021). – Текст: электронный.

45. Большая двадцатка // Wikipedia: [сайт]. – 2022. – URL: https://ru.wikipedia.org/wiki/Большая_двадцатка (дата обращения: 05.05.2022). – Текст: электронный.

46. Грибова, Н. Финансовая безопасность - один из ключевых приоритетов экономической политики Китая / Н. Грибова // РИСИ: [сайт]. – 2017. – URL: <https://riss.ru/article/4253/> (дата обращения: 28.09.2022). – Текст: электронный.

47. ЕЦБ поднял процентную ставку впервые за 11 лет // РБК: [сайт]. – 2022. – URL: <https://www.rbc.ru/finances/21/07/2022/62d944be9a7947e1b3406382> (дата обращения: 29.07.2022). – Текст: электронный.

48. Катасонов, В. Валютный либерализм ведет Россию к катастрофе / В. Катасонов // Русская народная линия: [сайт]. – Дата обновления: 25.10.2017. – URL: http://ruskline.ru/news_rl/2017/10/25/valyutnyj_liberalizm_vedet_rossiyu_k_katastrofe/ (дата обращения: 19.11.2018). – Текст: электронный.

49. Криптовалюта – последний этап либерализации финансовой сферы? // Центр изучения кризисного общества: [сайт]. – 2015. – URL: <http://old.centero.ru/digest/kriptovalyuta-poslednij-etap-liberalizatsii-finansovoj-sfery> (дата обращения: 19.11.2018). – Текст: электронный.

50. Криптовалюта // Wikipedia: [сайт]. – 2022. – URL: <https://ru.wikipedia.org/wiki/Криптовалюта> (дата обращения: 31.10.2022). – Текст: электронный.

51. Модели векторных авторегрессий или VAR-модели // Белорусский государственный университет: [сайт]. – URL: <http://www.bsu.by/Cache/Page/513313.pdf> (дата обращения: 06.06.2016). – Текст: электронный.

52. Может ли ситуация в Турции спровоцировать очередной глобальный финансовый кризис? // МК-Турция: [сайт]. – Дата обновления: 23.08.2018. – URL: <http://mk-turkey.ru/economics/2018/08/23/globalnyj-finansovyj-krizis.html> (дата обращения: 29.09.2018). – Текст: электронный.

53. Общая рыночная капитализация и объем криптовалют в \$ // TradingView: [сайт]. – 2022. – URL: <https://ru.tradingview.com/markets/cryptocurrencies/global-charts/> (дата обращения: 30.09.2022). – Текст: электронный.

54. ФРС США подняла ставку до 2,25–2,5 % годовых. Как отреагируют рынки // РБК: [сайт]. – 2022. – URL: <https://quote.rbc.ru/news/article/62e10b1d9a794736135ef914> (дата обращения: 29.07.2022). – Текст: электронный.

55. Хасбулатов, Р. И. Трансформации экономических теорий и экономическая политика / Р. И. Хасбулатов // Официальный сайт РЭУ им. Г. В. Плеханова: [сайт]. – URL: <https://www.rea.ru/ru/org/cathedries/mireckaf/Pages/Публикации.aspx> (дата обращения: 07.02.2019). – Текст: электронный.

56. Цели в области устойчивого развития // ООН: [сайт]. – 2015. – URL: <https://www.un.org/sustainabledevelopment/ru/sustainable-development-goals/> (дата обращения: 21.04.2022). – Текст: электронный.

57. Что такое криптовалюта и как она применяется? // Лаборатория Касперского. – URL: <https://www.kaspersky.ru/resource-center/definitions/what-is-cryptocurrency> (дата обращения: 31.10.2022). – Текст: электронный.

Иностранные источники

58. 2018–2022 Turkish currency and debt crisis // Wikipedia: [сайт]. – URL: https://en.m.wikipedia.org/wiki/2018%E2%80%932022_Turkish_currency_and_debt_crisis (дата обращения: 26.01.2022). – Текст: электронный.

59. A Global Financial Guru Who Predicted the Crisis of 2008 Says More Turmoil May Be Coming // TIME USA: [сайт]. – 2014. – URL: <https://time.com/3099587/india-central-bank-raghuram-rajan-global-finance-world-economy/> (дата обращения: 01.03.2022). – Текст: электронный.

60. Aguirre, H. A. The transition to inflation targeting in an emerging economy: selected issues / H. A. Aguirre, M. Alessandro, L. Llach // BIS Paper No. 89e. – 2016. – P. 69–83. – URL: <https://ssrn.com/abstract=2870945> (дата обращения: 10.06.2018). – Текст: электронный.

61. Altinkemer, M. Capital account liberalization: The case of Turkey / M. Altinkemer, N. K. Ekinici. – Текст: непосредственный // New Perspectives on Turkey. – 1992. – Vol. 8. – P. 89–108. DOI: 10.15184/S0896634600000637

62. Altinkemer M., Ekinici N. K. Capital account liberalization: The case of Turkey / M. Altinkemer, N. K. Ekinici. – Текст: непосредственный // New Perspectives on Turkey. – 1992. – Vol. 8. – P. 89–108. DOI: 10.15184/S0896634600000637

63. Analysis: Hasty exit by Argentina's economy minister could deepen market crisis // Reuters. – 2022. – URL: <https://www.reuters.com/markets/us/hasty-exit-by-argentinas-economy-minister-could-deepen-market-crisis-2022-07-03/> (дата обращения: 24.07.2022). – Текст: электронный.

64. Ang, J. B. Innovation and financial liberalization / J. B. Ang. – Текст: непосредственный // *Journal of Banking & Finance*. – 2014. – Vol. 47. – P. 214–229. – DOI: 10.1016/j.eurocorev.2010.09.004

65. Angikand, A. P. Financial Liberalization and Banking Crises: A Cross-Country Analysis / A. P. Angikand, W. Sawangngoenyuan, C. Wihlborg. – Текст: непосредственный // *International Review of Finance*. – 2010. – Vol. 10, N 2. – P. 263–292. DOI: 10.1111/j.1468-2443.2010.01114.x

66. Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions (various years)/ International Monetary Fund. – Washington, D.C. : International Monetary Fund, 1990–2020. – Текст: непосредственный.

67. Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2017 / International Monetary Fund. – Washington, D.C. : International Monetary Fund, 2018. – Текст: непосредственный.

68. Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2020 / International Monetary Fund. – Washington, D.C. : International Monetary Fund, 2020. – Текст: непосредственный.

69. Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2018 / International Monetary Fund. – Washington, D.C. : International Monetary Fund, 2019. – Текст: непосредственный.

70. Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2013 / International Monetary Fund. – Washington, D.C. : International Monetary Fund, 2013. – Текст: непосредственный.

71. Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2014 / International Monetary Fund. Washington, D.C. : International Monetary Fund, 2014. – Текст: непосредственный.

72. Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2015 / International Monetary Fund. – Washington, D.C. : International Monetary Fund, 2015. – Текст: непосредственный.

73. Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2016 / International Monetary Fund. – Washington, D.C. : International Monetary Fund, 2016. – Текст: непосредственный.

74. Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2009 / International Monetary Fund. – Washington, D.C. : International Monetary Fund, 2010. – Текст: непосредственный.

75. Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2010 / International Monetary Fund. – Washington, D.C. : International Monetary Fund, 2011. – Текст: непосредственный.

76. Anuatti-Neto, F. Costs and Benefits of Privatization: Evidence from Brazil / Anuatti-Neto F. et al. // Universidade de São Paulo, Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas (FIPE). – Inter-American Development Bank, Research Department. – 2003. – N R-455. – URL: <https://www.joserobertoafonso.com.br/attachment/6096> (дата обращения: 13.06.2019). – Текст: электронный.

77. Araújo, E. Monetary Institutions and Macroeconomic Performance in Brazil after the Global Financial Crisis of 2007–2008 / E. Araújo ; P. Arestis, C. T. Baltar, D. M. Prates (eds.) – Текст: непосредственный // The Brazilian Economy Since the Great Financial Crisis of 2007/2008. – Springer International Publishing, 2017. – P. 9–39. – DOI: 10.1007/978-3-319-64885-9

78. Arestis, P. Financial liberalization: the experience of developing countries / P. Arestis, P. Demetriades. – Текст: непосредственный // Eastern Economic Journal. – 1999. – Vol. 25, N 4. – P. 441–457.

79. Argentina. Cryptocurrency information about Argentina // TripleA: [сайт]. – 2022. – URL: <https://triple-a.io/crypto-ownership-argentina/> (дата обращения: 10.11.2022). – Текст: электронный.

80. Argentina's Economic Crisis and Default / Congressional Research Service. – 2020. – 3 p. – URL: <https://sgp.fas.org/crs/row/IF10991.pdf> (дата обращения: 17.10.2021). – Текст: электронный.

81. Argentina's perpetual crisis // El Pais. – 2021. – URL: <https://english.elpais.com/usa/2021-03-05/argentinas-perpetual-crisis.html> (дата обращения: 24.07.2022). – Текст: электронный.
82. Argentine economy minister resigns amid peso, diesel woes // NPR. – 2022. – URL: <https://www.npr.org/2022/07/03/1109605023/argentine-economy-minister-resigns-amid-peso-diesel-woes> (дата обращения: 24.07.2022). – Текст: электронный.
83. Arora, D. India's experience during current global crisis: A capital account perspective / D. Arora, F. X. Rathinam, M. Sh. Khan. – Текст: непосредственный // Public Policy Review. – 2010. – Vol. 6. – N 5. – P. 807–836.
84. Ayres, J. The Monetary and Fiscal History of Brazil, 1960-2016 / J. Ayres, M. Garcia, D. A. Guillén, P. J. Kehoe // Federal Reserve Bank of Minneapolis. – 2018. – URL: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w25421/w25421.pdf (дата обращения: 24.07.2022). – Текст: электронный.
85. Baer, W. From privatization to re-nationalization: what went wrong with privatizations in Argentina? / W. Baer, G. Montes-Rojas. – Текст: непосредственный // Oxford Development Studies. – 2008. – Vol. 36. – N 3. – P. 323–337. – DOI:10.1080/13600810802264456
86. Balance of Payments and International Investment Position // IMF. – URL: <http://data.imf.org/> (дата обращения: 24.07.2022). – Текст: электронный.
87. Barth, R. C. Financial Programming and Policy. The Case of Turkey / R. C. Barth, W. L. Hemphill // International Monetary Fund. 2000. – URL: https://www.imf.org/external/pubs/nft/2000/turkey/#P95_31112 (дата обращения: 08.08.2019). – Текст: электронный.
88. Besar, D. S. Indonesian banking development: Financial services liberalization, the regulatory framework, and financial stability / D. S. Besar // Workshop on Trade in Financial Services and Development. – Geneva: 2012. – URL: https://www.wto.org/english/tratop_e/serv_e/wkshop_june12_e/besar_e.pdf (дата обращения: 24.07.2019). – Текст: электронный.
89. BI expects rebound in foreign capital flows later this year // The Jakarta Post: [сайт]. – 2020. – URL: <https://www.thejakartapost.com/news/2020/04/08/bi-expects->

rebound-in-foreign-capital-flows-later-this-year.html (дата обращения: 24.05.2021). – Текст: электронный.

90. BI sees signs of slowing capital outflow as stimulus packages calm markets // The Jakarta Post: [сайт]. – 2020. – URL: <https://www.thejakartapost.com/news/2020/04/01/bi-sees-signs-of-slowing-capital-outflow-as-stimulus-packages-calm-markets.html> (дата обращения: 17.10.2021). – Текст: электронный.

91. Bitcoin Levels Off Above \$30,000 Tuesday. Here's How Investors Should React // NextAdvisor. 2022. – URL: <https://time.com/nextadvisor/investing/cryptocurrency/bitcoin-crash-continues/> (дата обращения: 08.06.2022). – Текст: электронный.

92. Blanchard, O. J. The dynamic effects of aggregate demand and supply disturbances / O. J. Blanchard, D. Quah. – Текст: непосредственный // The American Economic Review. – Vol. 79, N 4. – P. 655–673. – DOI: 10.3386/w2737

93. Blockchain & Cryptocurrency Laws and Regulations 2023. Brazil // GLI: [сайт]. – URL: <https://www.globallegalinsights.com/practice-areas/blockchain-laws-and-regulations/brazil> (дата обращения: 10.11.2022). – Текст: электронный.

94. Blockchain & Cryptocurrency Laws and Regulations 2023. India // GLI: [сайт]. – URL: <https://www.globallegalinsights.com/practice-areas/blockchain-laws-and-regulations/india> (дата обращения: 10.11.2022). – Текст: электронный.

95. Brazil and Cryptocurrency // Freemanlaw: [сайт]. – URL: <https://freemanlaw.com/cryptocurrency/brazil/> (дата обращения: 10.11.2022). – Текст: электронный.

96. Brazil Hedge Funds See Biggest Outflows Since 2017 as Rates Rise // Bloomberg: [сайт]. – 2021. – URL: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-10-06/brazil-hedge-funds-see-biggest-outflows-since-2017-as-rates-rise> (дата обращения: 04.02.2022). – Текст: электронный.

97. Brazil in 2021: The focus is on fiscal policy // ING Bank N.V.: [сайт]. – 2020 – URL: <https://think.ing.com/articles/global-macro-outlook-brazil-latin-america-all-eyes-on-fiscal-policy> (дата обращения: 17.10.2021). – Текст: электронный.

98. Brazil. Cryptocurrency information about Brazil // TripleA: [сайт]. – 2022. – URL: <https://triple-a.io/crypto-ownership-brazil/>
99. Brazil's record outflows underline investors' fears of Bolsonaro // Financial Times: [сайт]. – 2020. – URL: <https://www.ft.com/content/9872c27b-689d-4a8b-a1e7-58a1b0bb50e1> (дата обращения: 24.05.2021). – Текст: электронный.
100. Brazil's record outflows underline investors' fears of Bolsonaro // The Financial Times: [сайт]. – 2020. – URL: <https://www.ft.com/content/9872c27b-689d-4a8b-a1e7-58a1b0bb50e1> (дата обращения: 04.02.2022). – Текст: электронный.
101. Brockmeijer, J. Liberalizing Capital Flows and Managing Outflows. IMF Board Paper / J. Brockmeijer, D. Marston, J. Ostry // International Monetary Fund: Monetary and Capital Markets Department; the Strategy, Policy, and Review Department; the Research Department; Legal Department. – 2012. – 48 с. – URL: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/031312.pdf> (дата обращения: 10.12.2015). – Текст: электронный.
102. Bukharin, N. Imperialism and world economy / N. Bukharin. – London : Longwood Pr Ltd, 1972. – 173 с. – Текст: непосредственный.
103. Burkett, P. Financial "Repression" and Financial "Liberalization" in the Third World: A Contribution to the Critique of Neoclassical Development Theory / P. Burkett. – Текст: непосредственный // Review of Radical Political Economics. – 1987. – Vol. 19, N 1. – P. 1–21. – DOI: 10.1177/048661348701900101
104. Cachanosky, N. The Cost of Populism in Argentina, 2003-2015 / N. Cachanosky. – Текст: непосредственный // MISES: Interdisciplinary Journal of Philosophy Law and Economics. – 2018. – Vol. 6. – P. 621–635. – DOI: 10.30800/mises.2018.v0.965
105. Capital account liberalization in China: the need for a balanced approach / Aramaki K. [et al.]: The Frederick S. Pardee Center for the Study of the Longer-Range Future. – Boston: Boston University, 2014. – 131 с. – URL: <https://hdl.handle.net/2144/22905> (дата обращения: 25.12.2018). – Текст: электронный.

106. Cappiello, L. The sustainability of China's exchange rate policy and capital account liberalisation / L. Cappiello, G. Ferrucci // ECB Occasional paper. – 2008. – N 82. – URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scrops/ecbocp82.pdf> (дата обращения: 25.12.2018). – Текст: электронный.

107. Carvalho, B. S. M. Ineffective controls on capital inflows under sophisticated financial markets: Brazil in the nineties / B. S. M. Carvalho, M. G. P. Garcia. – Текст: электронный // Financial Markets Volatility and Performance in Emerging Markets. – University of Chicago Press, 2008. – P. 29–96. – URL: <http://www.nber.org/chapters/c4774.pdf> (дата обращения: 29.07.2018).

108. Caupin, V. IV/Les pays émergents face aux flux (et reflux) de capitaux / V. Caupin / L'économie mondiale 2015. – Paris: La Découverte, 2014. – Текст: непосредственный.

109. Chamon, M. Capital controls in Brazil: effective? / M. Chamon, M. Garcia. – Текст: непосредственный // Journal of International Money and Finance. – 2016. – Vol. 61. – P. 163–187.

110. Chapter II Capital Account in India-Major Features and Policy Changes. – URL: http://shodhganga.inflibnet.ac.in/bitstream/10603/32347/11/11_chapter%202.pdf (дата обращения: 24.08.2018). – Текст: электронный.

111. Chen W. The effect of financial liberalization on Chinese banking system / W. Chen. – University of Nottingham, 2009. – URL: http://eprints.nottingham.ac.uk/23118/1/Disseration_Wenting_Chen_23_Sep.pdf (дата обращения: 24.12.2018) – Текст: электронный.

112. China – Foreign Exchange Controls // Export.gov: [сайт]. – 2019. – URL: <https://legacy.export.gov/article?id=China-Foreign-Exchange-Controls> (дата обращения: 27.01.2022). – Текст: электронный.

113. China capital outflows hit record S202b in August on yuan weakness // The Straits Times: [сайт]. – 2016. – URL: <https://www.straitstimes.com/business/economy/china-capital-outflows-hit-record-s202b-in-august-on-yuan-weakness> (дата обращения: 26.01.2022). – Текст: электронный.

114. China constricts capital outflows with eye on yuan stability // Reuters: [сайт]. – 2018. – URL: <https://www.reuters.com/article/us-china-markets-soft-landing-analysis-idUSKCN1ML1SW> (дата обращения: 26.01.2022). – Текст: электронный.

115. China Country Commercial Guide. China - 7-State Owned Enterprises // Export.gov: [сайт]. – 2017. – URL: <https://www.export.gov/article?id=China-State-Owned-Enterprises> (дата обращения: 09.10.2018). – Текст: электронный.

116. China declares all crypto-currency transactions illegal // BBC: [сайт]. – 2021. – URL: <https://www.bbc.com/news/technology-58678907> (дата обращения: 10.11.2022). – Текст: электронный.

117. China extends battle lines to manage capital outflows as Beijing doubles down on 'economic security' // Yahoo: [сайт]. – 2021. – URL: <https://finance.yahoo.com/news/china-extends-battle-lines-manage-093000340.html> (дата обращения: 26.01.2022). – Текст: электронный.

118. China is right to maintain & tighten capital controls // Learning from china: [сайт]. – URL: <https://www.learningfromchina.net/china-is-right-to-maintain-tighten-capital-controls/> (дата обращения: 24.05.2021). – Текст: электронный.

119. China: Is it burdening poor countries with unsustainable debt? // BBC. – 2021. – URL: <https://www.bbc.com/news/59585507> (дата обращения: 28.01.2022). – Текст: электронный.

120. China's Epic Battle With Capital Flows Is More Intense Than Ever // Bloomberg: [сайт]. – 2021. – URL: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-04-06/china-s-epic-battle-with-capital-flows-is-more-intense-than-ever> (дата обращения: 26.01.2022). – Текст: электронный.

121. China's caution about loosening cross-border capital flows // Mercator Institute for China Studies: [сайт]. – URL: <https://merics.org/en/report/chinas-caution-about-loosening-cross-border-capital-flows> (дата обращения: 27.01.2022). – Текст: электронный.

122. China's Financial Liberalization: Time to Restart / JINYUE D., LE X. I. A.: BBVA. – 2018. – 8 p. – URL: <https://www.bbvaresearch.com/wp>

content/uploads/2018/05/201805_China-Financial-Liberalization_edited.pdf (дата обращения: 28.01.2022). – Текст: электронный.

123. Chinn, M. D. A new measure of financial openness / M. D. Chinn, H. Ito. – 2007. – URL: http://web.pdx.edu/~ito/kaopen_Chinn-Ito_hi0523.pdf (дата обращения: 15.03.2016). – Текст: электронный.

124. Christensen, L. Milton Friedman on Exchange rate policy #2 / L. Christensen // The Market Monetarist: [сайт]. – Дата обновления: 29.10.2011. – URL: <https://marketmonetarist.com/2011/10/29/milton-friedman-on-exchange-rate-policy-2/> (дата обращения: 07.12.2017). – Текст: электронный.

125. Christensen, L. Milton Friedman on exchange rate policy #3 / L. Christensen // The Market Monetarist: [сайт]. – Дата обновления: 30.10.2011. – URL: <https://marketmonetarist.com/2011/10/30/milton-friedman-on-exchange-rate-policy-3/> (дата обращения: 07.12.2017). – Текст: электронный.

126. Christensen, L. Milton Friedman on exchange rates #4 / L. Christensen // The Market Monetarist: [сайт]. – Дата обновления: 31.10.2011. – URL: <https://marketmonetarist.com/2011/10/31/milton-friedman-on-exchange-rates-4/> (дата обращения: 07.12.2017). – Текст: электронный.

127. Cömert, H. The impacts of the global crisis on the Turkish economy and policy responses / H. Cömert, M. S. Çolak ; Department of Economics, Middle East Technical University. Ankara, TURKEY // ERC Working Papers in Economics 14/17. – 2014. – URL: <http://www.erc.metu.edu.tr/menu/series14/1417.pdf> (дата обращения: 30.09.2018). – Текст: электронный.

128. Commission Staff Working Document Economic Reform Programme of Turkey (2019-2021) Commission Assessment / European Commission. – 2019. – 34 p. – URL: <https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-8101-2021-INIT/en/pdf> (дата обращения: 17.10.2021). – Текст: электронный.

129. Cordero, J. A. Capital controls and monetary policy in developing countries / Cordero J. A., Montecino J. A. ; Center for Economic and Policy Research. – 2010. – 33 p. – URL: <https://core.ac.uk/download/pdf/6482712.pdf> (дата обращения: 29.07.2018). – Текст: электронный.

130. Coronavirus Triggers Large Capital Outflows from India // Madhyam: [сайт]. – 2020. – URL: <https://www.madhyam.org.in/coronavirus-triggers-large-capital-outflows-from-india/> (дата обращения: 24.05.2021). – Текст: электронный.

131. Coronavirus: Indonesia has no plan for capital controls, but will ramp up fiscal stimulus // The Straits Times: [сайт]. – 2020. – URL: <https://www.straitstimes.com/asia/se-asia/coronavirus-indonesia-has-no-plan-for-capital-controls-to-ramp-up-fiscal-stimulus> (дата обращения: 01.03.2022). – Текст: электронный.

132. Country Report Turkey 2020 // Atradius: [сайт]. 2020. – URL: <https://group.atradius.com/publications/country-report-eastern-europe-turkey-2020.html> (дата обращения: 24.05.2021). – Текст: электронный.

133. COVID-19 and the Economic Crisis in Argentina / P. Palacio // E-International Relations: [сайт]. – 2020. – URL: <https://www.e-ir.info/2020/07/21/covid-19-and-the-economic-crisis-in-argentina/> (дата обращения: 17.10.2021). – Текст: электронный.

134. Crypto Is Tumbling, but in Argentina It's Still a Safer Bet // The New York Times: [сайт]. – 2022. – URL: <https://www.nytimes.com/2022/08/20/world/americas/argentina-cryptocurrency-value.html> (дата обращения: 10.11.2022). – Текст: электронный.

135. Cryptocurrency trading, user signups spike in India on stable Bitcoin // mint: [сайт]. – 2022. – URL: <https://www.livemint.com/market/cryptocurrency/cryptocurrency-trading-user-signups-spike-in-india-on-stable-bitcoin-11665078872661.html> (дата обращения: 10.11.2022). – Текст: электронный.

136. Davidson L. The case for regulating international capital flows // Uncertainty, International Money, Employment and Theory / edited by Davidson L. – London: Palgrave Macmillan, 1999. – P. 147–165. – DOI: 10.1007/978-1-349-14991-9– Текст: непосредственный.

137. De Melo Modenesi, A. Capital controls and financial liberalization: removing the ideological bias / A. De Melo Modenesi, R. L. Modenesi. – Текст:

непосредственный // *Journal of Post Keynesian Economics*. – 2008. – Vol. 30, N 4. – P. 561–582. – DOI: 10.2753/PKE0160-3477300404

138. De Paula, L. F. Financial liberalization, exchange rate regime and economic performance in BRICs countries / L. F. De Paula. – Текст: непосредственный // *Financial liberalization and economic performance in emerging countries* / edited by P. Arestis and L. Fernando de Paula. – Palgrave Macmillan, London, 2008. – P. 52–94.

139. De S. Fiscal Policy in India: Trends and Trajectory / S. De. – 2012. – URL: https://dea.gov.in/sites/default/files/FPI_trends_Trajectory.pdf (дата обращения: 19.07.2019). – Текст: электронный.

140. Digital Dynasties: How China's Cryptocurrency Could Unseat the Dollar // *Harvard International Review*: [сайт]. – 2022. – URL: <https://hir.harvard.edu/digital-dynasties-how-chinas-cryptocurrency-could-unseat-the-dollar/> (дата обращения: 10.11.2022). – Текст: электронный.

141. Dinar, G. Financial liberalization and economic growth in Turkey: a reexamination / G. Dinar, B. Dalgıç, P. İyidoğan. – Текст: непосредственный // *Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*. – 2015. – Vol. 33, N 1. – P. 19–43. – DOI: 10.17065/huiibf.75983

142. Do Preemptive Capital Controls Belong In India's Policy Toolkit? // *BloombergQuint*: [сайт]. – 2020. – URL: <https://www.bloombergquint.com/opinion/do-preemptive-capital-controls-belong-in-indias-policy-toolkit> (дата обращения: 01.03.2022). – Текст: электронный.

143. Dominguez, K. M. E. International borrowing and macroeconomic performance in Argentina / K. M. E. Dominguez, L. L. Tesar // *Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies: Policies, Practices and Consequences*. – University of Chicago Press, 2007. – P. 297–348. – URL: <https://www.nber.org/chapters/c0156.pdf> (дата обращения: 21.02.2019). – Текст: электронный.

144. Echeverria? C. Sequencing capital account liberalization: lessons from the experiences in Chile, Indonesia, Korea, and Thailand / C. Echeverria, M. S. M. Darbar, M. R. B. Johnston. – International Monetary Fund, 1997. – N 97–157. – 115 p. – URL:

<https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/wp97157.pdf> (дата обращения: 21.02.2019). – Текст: электронный.

145. Edison, H. J. International financial integration and economic growth / H. Edison, R. Levine, L. Ricci, T. Slok. – Текст: непосредственный // *Journal of international money and finance*. – 2002. – Vol. 21, Issue 6. – P. 749–776. – DOI: 10.1016/S0261-5606(02)00021-9

146. Effects of Monetary Policies on Asset Prices in India // *IOSR Journal of Economics and Finance (IOSR-JEF)*. – P. 1–6. – URL: <http://www.iosrjournals.org/iosr-jef/papers/SIFICO/Version-1/1.%2001-06.pdf> (дата обращения: 19.06.2019). – Текст: электронный.

147. Eichengreen B. et al. Liberalizing Capital Movements: Some Analytical Issues [Электронный ресурс] // *Economic Issues* №. 17. – International Monetary Fund, 1999. – Режим доступа: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/issues/issues17/> (дата обращения: 07.04.2018). – Текст: электронный.

148. Eichengreen, B. Capital account liberalization and the IMF / B. Eichengreen, M. Mussa. – Текст: непосредственный // *Finance and Development*. – 1998. – Vol. 35. – N 4. – P. 16–19.

149. Einzig, P. The history of foreign exchange / P. Einzig. – 2ed edition. – London : Macmillan, 1962. – 362 p. – DOI: 10.1007/978-1-349-00438-6. – Текст: непосредственный.

150. Ersel, H. The timing of capital account liberalization: The Turkish experience / H. Ersel. – Текст: непосредственный // *New Perspectives on Turkey*. – 1996. – Vol. 15. – P. 45–64. – DOI: 10.1017/S089663460000248X

151. Esaka, T. De facto exchange rate regimes and currency crises: Are pegged regimes with capital account liberalization really more prone to speculative attacks? / T. Esaka. – Текст: непосредственный // *Journal of Banking & Finance*. – 2010. – Vol. 34, N 6. – P. 1109–1128. – DOI: 10.1016/j.jbankfin.2009.11.007

152. Esteves, R. Chapter 14 – The Political Economy of Global Financial Liberalization in Historical Perspective / R. Esteves. – Текст: непосредственный //

Handbook of Key Global Financial Markets, Institutions, and Infrastructure, Elsevier. 2013. – P. 133–150. – DOI: 10.1016/B978-0-12-397873-8.00202-4

153. Exchange Rate Management in India // Jagran Prakashan: [сайт]. – 2015. – URL: <https://www.jagranjosh.com/general-knowledge/exchange-rate-management-in-india-1448706656-1> (дата обращения: 17.10.2021). – Текст: электронный.

154. Exchange Rate System in India: Objectives and Reforms / K. K. Ghai // YourArticleLibrary: [сайт]. – URL: <http://www.yourarticlelibrary.com/essay/foreign-trade-essay/exchange-rate-system-in-india-objectives-and-reforms/40406> (дата обращения: 17.10.2021). – Текст: электронный.

155. ExplainSpeaking: In 7 years of Modi govt, did the fundamentals of Indian economy improve? // The Indian Express: [сайт]. – 2021. – URL: https://indianexpress.com/article/explained/india-economy-7-years-narendra-modi-government-bjp-coronavirus-7337481/?_x_tr_sl=en&_x_tr_tl=ru&_x_tr_hl=ru&_x_tr_pto=sc (дата обращения: 02.03.2022). – Текст: электронный.

156. Fairchild, A. J. A general model for testing mediation and moderation effects / A. J. Fairchild, D. P. MacKinnon. – Текст: непосредственный // Prevention Science. – 2009. – Vol. 10, N 2. – P. 87–99.

157. Fernández, V. Systems of Banking and Production in Argentina / V. Fernández, C. Lauxmann, J. Tealdo // Problemas del Desarrollo. 2012. – Vol. 43, N 170. – URL: https://probdes.iiec.unam.mx/en/revistas/v43n170/body/v43n170a3_8.php (дата обращения: 17.10.2021). – Текст: электронный.

158. Ferrari-Filho, F. Exchange rate regime proposal for emerging countries: a Keynesian perspective / F. Ferrari-Filho, L. F. De Paula. – Текст: непосредственный // Journal of post Keynesian economics. – 2008. – Vol. 31, N 2. – P. 227–248. – DOI: 10.2753/PKE0160-3477310203

159. Fischer S. Capital Account Liberalization and the Role of the IMF / S. Fischer // Hong Kong: IMF Seminar Asia and the IMF, 1997. – 12 p. – URL: <https://piie.com/fischer/pdf/Fischer141.pdf> (дата обращения: 04.12.2018). – Текст: электронный.

160. Forbes, K. Capital-flow management measures: What are they good for? / K. Forbes, M. Fratzscher, R. Straub. – Текст: непосредственный // *Journal of International Economics*. – 2015. – Vol. 96. – P. S76–S97. – DOI: 10.1016/j.jinteco.2014.11.004

161. Foreign Exchange Receipts and Payments Data for the First Half of 2020— Press Conference Transcript // State Administration of Foreign Exchange: [сайт]. – 2020. – URL: <https://www.safe.gov.cn/en/2020/0717/1736.html> (дата обращения: 24.05.2021). – Текст: электронный.

162. Förstmann, R. India's Economic Policy and the necessity for a financial model / R. Förstmann, D. Gregosz // Konrad-Adenauer-Stiftung. – P. 25-43. – URL: https://www.kas.de/c/document_library/get_file?uuid=71fc6763-61c4-7dba-fbad-3620fee1a64f&groupId=252038 (дата обращения: 19.07.2019). – Текст: электронный.

163. Francis, S. Fiscal policy evolution and distributional implications: The Indonesian experience / S. Francis ; International Development Economics Associates. – 2012. – URL: <https://pdfs.semanticscholar.org/23b5/4b74084204ba9e5323b6eec26468b961144d.pdf> (дата обращения: 25.07.2019). – Текст: электронный.

164. Frenkel, R. Argentina's monetary and exchange rate policies after the convertibility regime collapse / R. Frenkel, M. Rapetti. – Washington, DC : Center for Economic and Policy Research. Accessed online on April. – 2007. – 42 p. – URL: <http://itf.org.ar/pdf/documentos/36-2007.pdf> (дата обращения: 21.02.2019). – Текст: электронный.

165. Gallagher, K. P. Capital account liberalization in China: A cautionary tale / K. P. Gallagher, J. A. Ocampo, M. Zhang, Yu. Yongding: Pardee School of Global Studies // Global Economic Governance Initiative Policy Brief. – 2014. – N 002. – Режим доступа: <https://hdl.handle.net/2144/23384> (дата обращения: 17.12.2018). – Текст: электронный.

166. Gamra, S. B. Les effets ambigus de la libéralisation financière dans les pays en développement Croissance économique ou instabilité financière? / S. B. Gamra, M. Clévenot. – Centre d'Economie de l'Université Paris Nord (ancienne affiliation)

(CEPN), 2008. – 24 с. – Режим доступа: <https://hal.archives-ouvertes.fr/hal-00323334/> (дата обращения: 04.12.2018). – Текст: электронный.

167. Ghosh, J. The economic and social effects of financial liberalization: a primer for developing countries. DESA Working Paper No. 4. / J. Ghosh // United Nations: Department of Economic and Social Affairs. – New York : UN, 2005. – 18 p. – URL: https://www.un.org/esa/desa/papers/2005/wp4_2005.pdf (дата обращения: 05.12.2018). – Текст: электронный.

168. Glick, R. Capital controls and exchange rate instability in developing economies / R. Glick, M. Hutchison. – Текст: непосредственный // Journal of International Money and Finance. – 2005. – Vol. 24, N 3. – P. 387–412. – DOI: 10.1016/j.jimonfin.2004.11.004

169. Goeltom, M. S. Capital flows in Indonesia: challenges and policy responses / M. S. Goeltom // Participants in the meeting. – 2008. – P. 265–287. – URL: <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispar44n.pdf> (дата обращения: 05.12.2018). – Текст: электронный.

170. Gottschalk, R. The liberalization of capital outflows in Brazil, India and South Africa since the early 1990s / R. Gottschalk, C. A. Sodr . – Текст: непосредственный // Financial Liberalization and Economic Performance in Emerging Countries / edited by Philip Arestis and Luiz Fernando de Paula. – London : Palgrave Macmillan, 2008. – P. 95–120.

171. Gruben, W. C. Banking and currency crisis recovery: Brazil’s turnaround of 1999 / W. C. Gruben, J. H. Welch // Economic and Financial Review. – 2001. – Vol. 12. – P. 12–23. – Текст: непосредственный.

172. Gupta, D. Financial Developments in India: Should India introduce capital account convertibility? / D. Gupta, M. Sathye // ANU Research Publications. – 2004. – URL: <http://hdl.handle.net/1885/42008> (дата обращения: 27.08.2018). – Текст: электронный.

173. Hamdi, H. Financial liberalization, disaggregated capital flows and banking crisis: Evidence from developing countries / H. Hamdi, N. B. Jlassi. – Текст:

непосредственный // *Economic Modelling*. – 2014. – Vol. 41. – P. 124–132. – DOI: 10.1016/j.econmod.2014.05.010

174. Hanke, S. H. What went wrong in Argentina? / S. H. Hanke, K. Schuler. – Текст: электронный // *Central Banking*. – 2002. – Vol. 12, N 3. – P. 43–48. – URL: <http://latlibre.org/wp-content/uploads/2019/02/208Schuler03.pdf> (дата обращения: 17.10.2021).

175. Harcourt, G. C. *The General Theory in an Open Economy* / G. C. Harcourt. – Текст: непосредственный // *Uncertainty, International Money, Employment and Theory* / edited by L. Davidson. – London : Palgrave Macmillan, 1999. – P. 103–118. – DOI: 10.1007/978-1-349-14991-9

176. He, D. How would capital account liberalization affect China's capital flows and the renminbi real exchange rates? / D. He, L. Cheung, W. Zhang, T. Wu. – Текст: непосредственный // *China & World Economy*. – 2012. – Vol. 20, N 6. – P. 29-54. DOI: 10.1111/j.1749-124X.2012.12001.x

177. Hetzel, R. L. The contributions of Milton Friedman to economics / R. L. Hetzel. – Текст: непосредственный // *FRB Richmond Economic Quarterly*. – 2007. – Vol. 93, N 1. – P. 1–30. – Режим доступа: <https://ssrn.com/abstract=2186647> (дата обращения: 06.11.2018). – Текст: электронный.

178. Hiew, L. C. *Financial Liberalization and Money Demand in Indonesia: Implications for Weighted Monetary Aggregates* / L. C. Hiew. – Universiti Malaysia Sarawak, 2010. – URL: <http://www.centerforfinancialstability.org/amfm/studies/2011-04-prHiewLC.pdf> (дата обращения: 15.08.2018). – Текст: электронный.

179. *History of Bank Indonesia: Monetary. Period from 1997–1999* / Special Unit for Bank Indonesia Museum: *History of Bank Indonesia*. – URL: <https://www.bi.go.id/en/tentang-bi/museum/sejarah-bi/bi/Documents/1559ad61c53d4bdea493ed0aea24b85fMicrosoftWordHistoryofMonetaryPeriod19971999.pdf> (дата обращения: 15.08.2018). – Текст: электронный.

180. Holland, M. Fiscal crisis in Brazil: causes and remedy / M. Holland. – Текст: непосредственный // *Brazilian Journal of Political Economy*. – 2019. – Vol. 39. – P. 88–107. DOI: 10.1590/0101-35172019-2918

181. Holland, M. Fiscal policy in Brazil: from counter-cyclical response to crisis / M. Holland. – Текст: электронный // FGV EESP-Escola de Economia de São Paulo, Getulio Vargas Foundation (Brazil), 2015. – N 407. – 46 p. – URL: <https://EconPapers.repec.org/RePEc:fgv:eesptd:407> (дата обращения: 13.06.2019).

182. How effective is capital flow management? The Indonesian experience // Wishnu Mahraddika: Arndt-Corden Department of Economics Crawford School of Public Policy ANU College of Asia and the Pacific. – 2021. – № 2021/15. – 46 с. – Текст: непосредственный.

183. How open is India's capital account? // Ideas for India: [сайт]. – 2021. – URL: <https://www.ideasforindia.in/topics/governance/how-open-is-indias-capital-account.html> (дата обращения: 01.03.2022). – Текст: электронный.

184. Huang, Y. Is currency union a feasible option in East Asia? : A multivariate structural VAR approach / Y. Huang, F. Guo. – Текст: непосредственный // Research in international business and finance. – 2006. – Vol. 20, N 1. – P. 77–94.

185. Huang Y. Financial reform in China: Progresses and challenges / Y. Huang, X. Wang, N. Lin // Peking University: China Macroeconomic Research Center. – 2010. – URL: http://www.paftad.org/files/34/07_HUANG_Fin%20Reform_nofig.pdf (дата обращения: 18.12.2018). – Текст: электронный.

186. India on the brink of its own financial crisis // The Guardian: [сайт]. – 2013. – URL: <https://www.theguardian.com/business/economics-blog/2013/aug/19/india-financial-crisis-rupee-stock-markets> (дата обращения: 01.03.2022). – Текст: электронный.

187. Indonesia // Social Protection. – URL: <http://www.social-protection.org/gimi/RessourcePDF.action;jsessionId=9dABgMDcXGAh-CmIJ1ojqIhDAr7U2uAaEAG5UdyLhHuXkKtc70oZ!-1017928187?id=22540> (дата обращения: 14.08.2018). – Текст: электронный.

188. Indonesia and Cryptocurrency // Freemanlaw: [сайт]. – URL: <https://freemanlaw.com/cryptocurrency/indonesia/> (дата обращения: 10.11.2022). – Текст: электронный.

189. Indonesia in recession for first time in 22 years // BBC: [сайт]. – 2020. – URL: <https://www.bbc.com/news/business-54819898> (дата обращения: 01.03.2022). – Текст: электронный.

190. Indonesia: A country study / edited by W. H. Frederick, R. L. Worden. – Government Printing Office, 2011. – 440 p. – URL: http://www.loc.gov/rr/frd/cs/pdf/CS_Indonesia.pdf (дата обращения: 21.02.2019). – Текст: электронный.

191. Indonesian Economic Report / Bank Indonesia. – 2009. – URL: <https://www.bi.go.id/en/publikasi/laporan-tahunan/perekonomian/Documents/bc444121546e41ec92bae5fc6dfdcc76LPI2008ingg.pdf> (дата обращения: 15.08.2018). – Текст: электронный.

192. International Financial Statistics // IMF. – URL: <http://data.imf.org/> (дата обращения: 18.02.2020). – Текст: электронный.

193. Iriana, R. Indonesia's economic crisis: contagion and fundamentals / R. Iriana, F. Sjöholm – Текст: непосредственный // *The Developing Economies*. – 2002. – Vol. 40, N 2. – P. 135–151.

194. Jamie Dimon says ‘brace yourself’ for an economic hurricane caused by the Fed and Ukraine war // CNBC. 2022. – URL: <https://www.cnbc.com/2022/06/01/jamie-dimon-says-brace-yourself-for-an-economic-hurricane-caused-by-the-fed-and-ukraine-war.html> (дата обращения: 08.06.2022). – Текст: электронный.

195. Kaminsky, G. Short-run pain, long-run gain: the effects of financial liberalization / G. Kaminsky, S. Schmukler // National Bureau of Economic Research. – 2003. – 63 p. – DOI: 10.3386/w9787. – URL: <http://www.nber.org/papers/w9787.pdf> (дата обращения: 03.11.2017). – Текст: электронный.

196. Kandil, M. On capital flows and macroeconomic performance: Evidence before and after the financial crisis in Turkey / M. Kandil, M. Trabelsi. – Текст: непосредственный // *Borsa Istanbul Review*. – 2015. – Vol. 15, N 4. – P. 249–258. DOI: 10.1016/j.bir.2015.09.001

197. KAOPEN (The Chinn-Ito index) // Chinn-Ito website: [сайт]. – 2019. – URL: http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm (дата обращения: 05.10.2021). – Текст: электронный.
198. Karataş, C. Privatization in Turkey: Implementation, politics of privatization and performance results / C. Karataş. – Текст: непосредственный // *Journal of International Development: The Journal of the Development Studies Association*. – 2001. – Vol. 13, N 1. – P. 93–121. – DOI: 10.1002/jid.759
199. Kawai, M. Managing Capital Flows: Lessons from the Recent Experiences of Emerging Asian Economies / M. Kawai, M. B. Lamberte, S. Takagi. – Текст: непосредственный // *Regulating global capital flows for long-run development* / edited by A. Bhattacharya et al. – 2012. – P. 35–46.
200. Kiguel, M. A. The Argentine currency board / M. A. Kiguel // *Universidad del CEMA*, 1999. – N 152. – 44 p. – URL: <https://core.ac.uk/download/pdf/6652458.pdf> (дата обращения: 17.10.2021). – Текст: электронный.
201. Kilian, L. Structural vector autoregressive analysis / L. Kilian, H. Lütkepohl. – Cambridge University Press, 2017. – Текст: непосредственный.
202. Kirshner, J. Keynes, capital mobility and the crisis of embedded liberalism / J. Kirshner. – Текст: непосредственный // *Review of International Political Economy*. – 1999. – Vol. 6, N 3. – P. 313–337. – DOI: 10.1080/096922999347209
203. Klaus Schwab. COVID-19: The Great Reset / K. Schwab, T. Malleret. – Forum Publishing, 2020. – Текст: непосредственный.
204. Kokenyne, A. Effectiveness of capital controls in selected emerging markets in the 2000s / A. Kokenyne, C. Baba // *IMF Working Paper*. – Washington, D.C. : International Monetary Fund, 2011. – 44 p. – URL: <https://ssrn.com/abstract=1971432> (дата обращения: 21.07.2018). – Текст: электронный.
205. Краау, А. In search of the macroeconomic effects of capital account liberalization / А. Краау // *The World Bank Group*. – 1998. – 45 p. – URL: http://siteresources.worldbank.org/DEC/Resources/22237_CALMacroEffects_Manuscript.pdf (дата обращения: 07.03.2019). – Текст: электронный.

206. Kruger, M. What to expect when China liberalizes its capital account. Bank of Canada Staff Discussion Paper / M. Kruger, G. K. Pasricha // International Economic Analysis Department Bank of Canada. – Ottawa: Bank of Canada, 2016. – N 2016-10. – 28 p. – URL: <http://hdl.handle.net/10419/173363> (дата обращения: 08.10.2018). – Текст: электронный.

207. Kunieda, T. Corruption, capital account liberalization, and economic growth: Theory and evidence / T. Kunieda, K. Okada, A. Shibata. – Текст: непосредственный // International Economics. – 2014. – Vol. 139. – P. 80–108. – DOI: 10.1016/j.inteco.2014.03.001

208. Kutlay, M. Turkish economy at a crossroads: Unpacking Turkey's current account challenge / M. Kutlay // TOBB University of Economics and Technology, Ankara. – 2015. – 16 p. – URL: https://www.iaa.it/sites/default/files/gte_wp_10.pdf (дата обращения: 17.10.2021). – Текст: электронный.

209. Lahiri, A. K. Indian financial reforms: National priorities amidst an international crisis / A. K. Lahiri // Purushotamdas Thakurdas Memorial Lecture, ADB. – 2009. – URL: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.394.7439&rep=rep1&type=pdf> (дата обращения: 27.08.2018). – Текст: электронный.

210. Lane, P. R. International financial integration / P. R. Lane, G. M. Milesi-Ferretti – Текст: непосредственный // IMF Staff Papers. – 2003. – Vol. 50, N 1. – P. 82–113. – DOI: 10.2307/4149916

211. Lardy, N. Capital account liberalization and the role of the renminbi / N. Lardy, P. Douglass. – 2011. – URL: <https://www.piiie.com/publications/working-papers/capital-account-liberalization-and-role-renminbi> (дата обращения: 29.10.2018). – Текст: электронный.

212. Laurenceson, J. China's capital account convertibility and financial stability / J. Laurenceson, K. K. Tang. – 2005. – 26 p. – URL: <http://www.uq.edu.au/economics/eaerg/dp/0505.pdf> (дата обращения: 29.10.2018). – Текст: электронный.

213. Le, H.-G. Financial openness and financial integration / H.-G. Le // Asia Pacific School of Economics and Management. – Asia Pacific Press, 2000. – URL:

- <https://core.ac.uk/download/pdf/156615486.pdf> (дата обращения: 08.04.2019). – Текст: электронный
214. Lensink, R. The effect of financial liberalization on capital flight in African economies / R. Lensink, N. Hermes, V. Murinde. – Текст: непосредственный // *World Development*. – 1998. – Vol. 26, N 7. – P. 1349–1368. – DOI: 10.1016/S0305-750X(98)00042-4
215. Lessons for China from financial liberalization in Scandinavia / H. Chen, L. Jonung, O. Unteroberdoerster // European Commission. – Brussels : European Communities, 2009. – 58 p. – URL: http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication15805_en.pdf (дата обращения: 24.12.2018). – Текст: электронный.
216. Li, L. The Effects of the Global Financial Crisis on China's Financial Market and Macroeconomy / L. Li, T. D. Willett, N. Zhang – Текст: непосредственный // *Economics Research International*. – 2012. – Vol. 2012. – DOI: 10.1155/2012/961694
217. Lins, M. A. D. T. State-Owned Banks in Brazil and India: Recent Experiences Compared / M. A. D. T. Lins // University of São Paulo. – San Diego : International Studies Association Annual Convention, 2012. – 23 p. – URL: <http://files.isanet.org/ConferenceArchive/af40e41fc5fb498d8c21a77f07c4c291.pdf> (дата обращения: 10.06.2019). – Текст: электронный.
218. Lopes, F. Notes on the Brazilian Crisis of 1997–99 / F. Lopes. – Текст: непосредственный // *Brazilian Journal of Political Economy*. – 2003. – Vol. 23, N 3 (91). – P. 35–62.
219. Macovei, M. Growth and economic crises in Turkey: leaving behind a turbulent past? / M. Macovei et al // Directorate General Economic and Financial Affairs (DG ECFIN), European Commission, 2009. – N 386. – URL: http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication16004_en.pdf (дата обращения: 11.09.2018). – Текст: электронный.
220. Marshall, A. Money, credit and commerce / A. Marshall. – London : Macmillan and Co., 1923. – 369 с. – Текст: непосредственный.

221. McKinnon, R. I. Financial Repression and the productivity of capital: Empirical findings on interest rates and exchange rates / R. I. McKinnon // Economics Department Stanford University. – 1990. – 26 p. – URL: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.177.3287&rep=rep1&type=pdf> (дата обращения: 18.10.2018). – Текст: электронный.

222. Moreno, J.M.D., Mairal, M.O’F. The Virtual Currency Regulation Review: Argentina / J.M.D. Moreno, M.O’F. Mairal // Law Business Research: [сайт]. – 2022. – URL: <https://thelawreviews.co.uk/title/the-virtual-currency-regulation-review/argentina> (дата обращения: 30.11.2022). – Текст: электронный.

223. Muhyiddin, M. A Year of Covid-19: A Long Road to Recovery and Acceleration of Indonesia's Development / M. Muhyiddin, H. Nugroho. – Текст: непосредственный // Jurnal Perencanaan Pembangunan: The Indonesian Journal of Development Planning. – 2021. – Vol. 5, N 1. – P. 1–19. – DOI: 10.36574/jpp.v5i1

224. Musacchio, A. State-owned enterprises in Brazil: History and lessons / A. Musacchio, S. G. Lazzarini // Workshop on State-Owned Enterprises in the Development Process. – Paris: OECD, April. – 2014. – Vol. 4. – 46 p. – URL: https://www.oecd.org/daf/ca/Workshop_SOEsDevelopmentProcess_Brazil.pdf (дата обращения: 17.10.2021). – Текст: электронный.

225. Nachane, D. M. Capital Account Convertibility In India: Revisiting The Debate. Working Paper No. 24 / D. M. Nachane // ISAS. – 2007. – URL: https://www.isas.nus.edu.sg/wp-content/uploads/media/isas_papers/24_WP.pdf (дата обращения: 01.11.2018). – Текст: электронный.

226. Nahadi, B. Partial privatization and performance of privatized SOES: the evidence from Indonesia / B. Nahadi, Y. Suzuki. – Текст: непосредственный // Journal of Economics and Sustainable Development. – 2012. – Vol. 3, N 14. – P. 98–109.

227. Narendra Modi’s performance on the Indian economy – five key policies assessed // Manchester 1824: [сайт]. – 2019. – URL: <https://www.manchester.ac.uk/discover/news/narendra-modis-performance-on-the-indian-economy--five-key-policies-assessed/> (дата обращения: 02.03.2022). – Текст: электронный.

228. New economic policy of India / VAM group. – URL: https://rlacollege.edu.in/pdf/Eco_Presentations/Economic-Development-and-Policy/New-Economic-Policy-of-India.pdf (дата обращения: 19.07.2019). – Текст: электронный.

229. Numbers of Corporate Enterprises by Region and the Status of Holdings (2016) // China Statistical Yearbook-2017: [сайт]. – 2017. – URL: <http://www.stats.gov.cn/tjsj/ndsj/2017/indexeh.htm> (дата обращения: 09.10.2018). – Текст: электронный.

230. Obstfeld, M. The global capital market: benefactor or menace? / M. Obstfeld. – Текст: непосредственный // Journal of economic perspectives. – 1998. – Vol. 12, N 4. – P. 9–30. – DOI: 10.1257/jep.12.4.9

231. OECD Economic Surveys: Turkey 2021 / OECD 2021. – 119 p. – DOI: 10.1787/2cd09ab1-en. – Текст: непосредственный.

232. Okada, K. The interaction effects of financial openness and institutions on international capital flows / K. Okada. – Текст: непосредственный // Journal of Macroeconomics. – 2013. – Vol. 35. – P. 131–143. – DOI: 10.1016/j.jmacro.2012.11.003

233. Ono, F. H. Conversibilidade da conta de capital, taxa de juros e crescimento econômico: uma avaliação empírica da proposta de plena conversibilidade do real / F. H. Ono, G. J. C. da Silva, J. L. Oreiro, L. F. de Paula. – Текст: непосредственный // Revista de Economia Contemporânea. – 2005. – Vol. 9, N 2. – P. 231–261. – DOI: 10.1590/S1415-98482005000200001

234. Ostry, J. D. Tools for managing financial-stability risks from capital inflows / J. D. Ostry et al. – Текст: непосредственный // Journal of International Economics. – 2012. – Vol. 88, N 2. – P. 407–421. – DOI: 10.1016/j.jinteco.2012.02.002

235. Palley, T. I. Rethinking the economics of capital mobility and capital controls / T. I. Palley. – Текст: непосредственный // Brazilian Journal of Political Economy. – 2009. – Vol. 29, N 3. – P. 15–34. – DOI: 10.1590/S0101-31572009000300002

236. Palma, J. G. The 1999 Brazilian financial crisis: how to create a financial crisis by trying to avoid one / J. G. Palma // CEMACRO – Center of Structuralist

Development Macroeconomics, São Paulo School of Economics Fundação Getulio Vargas, and the Ford Foundation. – 2012. – URL: <http://hdl.handle.net/10438/16274> (дата обращения: 30.07.2018). – Текст: электронный.

237. Park, J. Has financial liberalization improved economic efficiency in the Republic of Korea? Evidence from firm-level and industry-level data / J. Park, Y. C. Park. – Текст: непосредственный // Asian Development Bank Institute. – 2014. – N 480. – 28 p.

238. Pataccini, L. Structural reforms and crises in emerging economies: the cases of Argentina and Russia / L. Pataccini // Revista Ensayos sobre Economía Política y Desarrollo. – P. 15-34. – URL: http://dspace.uces.edu.ar:8180/xmlui/bitstream/handle/123456789/3422/Structural_Pataccini_Kinzhebaeva.pdf?sequence=2 (дата обращения: 21.02.2019). – Текст: электронный.

239. Patnaik, I. Did the Indian capital controls work as a tool of macroeconomic policy? / I. Patnaik, A. Shah. – Текст: непосредственный // IMF Economic Review. – 2012. – Vol. 60, N 3. – P. 439–464.

240. Patton, M. J. The economic policies of Turkey's AKP government: Rabbits from a hat? / M. J. Patton. – Текст: электронный // The Middle East Journal. – 2006. – Vol. 60, N 3. – P. 513–536. – URL: <http://www.jstor.org/stable/4330284> (дата обращения: 17.10.2021).

241. Pepinsky, T. B. Do currency crises cause capital account liberalization? / – Текст: непосредственный / T. B. Pepinsky // International Studies Quarterly. – 2012. – Vol. 56, N 3. – P. 1–17. – DOI: 10.1111/j.1468-2478.2012.00729.x

242. Pesce, M. A. Capital flows, economic performance and economic policy: Argentina's experience during the last decade / M. A. Pesce // BIS Paper No. 44. – 2008. – P. 89–101. – URL: <https://www.bis.org/publ/bppdf/bisrap44e.pdf> (дата обращения: 21.02.2019). – Текст: электронный.

243. Phylaktis, K. Capital controls: The case of Argentina / K. Phylaktis. – Текст: непосредственный // Journal of International Money and Finance. – 1988. – Vol. 7. – Issue 3. – P. 303–320. DOI: [https://doi.org/10.1016/0261-5606\(88\)90033-2](https://doi.org/10.1016/0261-5606(88)90033-2).

244. Policy Responses to COVID-19 // International Monetary Fund: [сайт]. – URL: <https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Policy-Responses-to-COVID-19#T> (дата обращения: 17.10.2021). – Текст: электронный.

245. Prates, D. Beyond capital controls: the regulation of foreign currency derivatives markets in South Korea and Brazil after the global financial crisis / D. Prates, B. Fritz // Techn. Ber. Berlin Working Papers on Money, Finance, Trade und Development, Working Paper. – 2013. – URL: https://finance-and-trade.htw-berlin.de/fileadmin/HTW/Forschung/Money_Finance_Trade_Development/working_paper_series/wp_07_2013_Prates_Fritz_Beyond_Capital_Controls.pdf (дата обращения: 21.07.2018). – Текст: электронный.

246. Prates, D. M. Brazil at Crossroads: A Critical Assessment of Developmentalist Policies / D. M. Prates et al. – Текст: непосредственный // The Brazilian Economy Since the Great Financial Crisis of 2007/2008 / edition by P. Arestis, C. T. Baltar, D. M. Prates/ – Springer International Publishing, 2017. – P. 9–39. – DOI: 10.1007/978-3-319-64885-9

247. Prati, A. Who benefits from capital account liberalization? Evidence from firm-level credit ratings data / A. Prati, M. Schindler, P. Valenzuela. – Текст: непосредственный // Journal of International Money and Finance. – 2012. – Vol. 31, N 6. – P. 1649–1673. – DOI: 10.1016/j.jimonfin.2012.03.005

248. Protest in China over frozen bank accounts ends in violence // Guardian. – 2022. – URL: <https://www.theguardian.com/world/2022/jul/11/china-violent-clashes-at-protest-over-frozen-rural-bank-accounts> (дата обращения: 24.07.2022). – Текст: электронный.

249. QDII issuances this year surpass quotas dished out in 2020 // Fund Selector Asia: [сайт]. – 2021. – URL: <https://fundselectorasia.com/qdii-issuances-this-year-surpass-quotas-dished-out-in-2020/> (дата обращения: 28.01.2022). – Текст: электронный.

250. Qin, X. Capital account openness and early warning system for banking crises in G20 countries / X. Qin, C. Luo. – Текст: непосредственный // Economic Modelling. – 2014. – Vol. 39. – P. 190–194. – DOI: 10.1016/j.econmod.2014.02.037

251. Qualified Domestic Institutional Investor (QDII) // Investopedia: [сайт]. – 2020. – URL: <https://www.investopedia.com/terms/q/qdii.asp> (дата обращения: 28.01.2022). – Текст: электронный.
252. Quinn, D. The correlates of change in international financial regulation / D. Quinn. – Текст: непосредственный // *American Political science review*. – 1997. – Vol. 91, N 3. – P. 531–551.
253. Rajah R. Indonesia's economy: Between growth and stability / R. Rajah // Lowy Institute: [сайт]. – 2018. – URL: <https://www.lowyinstitute.org/publications/indonesia-economy-between-growth-and-stability> (дата обращения: 17.10.2021). – Текст: электронный.
254. Ramey, V. A. Macroeconomic shocks and their propagation / V. A. Ramey. – Текст: непосредственный // *Handbook of macroeconomics*. – 2016. – Vol. 2. – P. 71–162. – DOI: 10.1016/bs.hesmac.2016.03.003
255. RBI hints at moves to ease capital controls // *Deccan Chronicle*. – 2022. – URL: <https://www.deccanchronicle.com/business/market/151021/rbi-hints-at-moves-to-ease-capital-controls.html> (дата обращения: 24.07.2022). – Текст: электронный.
256. Reddy, Y. V. Monetary policy operating procedures in India / Y. V. Reddy. – Текст: электронный // *Monetary policy operating procedures in emerging market economies*. – 1999. – P. 99–109. – URL: <https://www.bis.org/publ/plcy05e.pdf> (дата обращения: 27.12.2018).
257. Regulation: China's limited liberalization // *Euromoney*: [сайт]. – 2018. – URL: <https://www.euromoney.com/article/b18t5cf1kjmyhv/regulation-china39s-limited-liberalization?copyrightInfo=true> (дата обращения: 27.12.2018). – Текст: электронный.
258. Reisen, H. Time-varying estimates on the openness of the capital account in Korea and Taiwan / H. Reisen, H. Yeches. – Текст: непосредственный // *Journal of Development Economics*. – 1993. – Vol. 41, N 2. – P. 285–305.
259. Roy, M. A review of cross-Country experience in capital account liberalisation / M. Roy, R. Misra, S. Misra. – Текст: непосредственный // *Reserve Bank of India Occasional Papers*. – 2006. – Vol. 27, N. 1. – P. 71.

260. Saadi, S. T. Effects of Capital Flow Liberalization-What is the Evidence from Recent Experiences of Emerging Market Economies? / S. T. Saadi, T. Sun // International Monetary Fund, 2012. – 26 p. – URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12275.pdf> (дата обращения: 01.03.2019). – Текст: электронный.

261. Santander : [сайт]. – URL: <https://santandertrade.com/> (дата обращения: 15.05.2021). – Текст: электронный.

262. Saparini, H. Policy response to overcome crisis: A lesson from Indonesian case / H. Saparini // International conference on “Re-regulating global finance in the light of the global crisis”, Beijing, China. Google Scholar. – 2009. – 26 p. – URL: http://www.networkideas.org/ideasact/feb09/Beijing_Conference_09/Hendri_Saparini.pdf (дата обращения: 21.02.2019). – Текст: электронный.

263. Sato, Y. Bank restructuring and financial institution reform in Indonesia / Y. Sato – Текст: непосредственный // The Developing Economies. – 2005. – Vol. 43, N 1. – P. 91–120. – DOI: 10.1111/j.1746-1049.2005.tb00254.x

264. Saxton, J. Argentina’s economic crisis: Causes and cures / Saxton J. // Testimony before the Joint Economic Committee of the United States Congress. – Washington, 2003. – P. 56. – URL: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.535.237&rep=rep1&type=pdf> (дата обращения: 21.02.2019). – Текст: электронный.

265. Schäfer, S. H. Argentina: From Default to Default. Argentina’s financial crisis of 2001 and the recent “technical” default of 2014 - Are capital controls effective? Master’s Thesis in Economics and Business Administration / S. H. Schäfer: Copenhagen Business School, 2015. – 92 p. – URL: <http://hdl.handle.net/10417/5663> (дата обращения: 21.02.2019). – Текст: электронный.

266. Schindler, M. Measuring financial integration: A new data set / M. Schindler – Текст: непосредственный // IMF Staff papers. – 2009. – Vol. 56, N 1. – P. 222–238. – DOI: 10.1057/imfsp.2008.28

267. Sen Gupta, A. Management of capital flows in India / A. Sen Gupta, R. Sengupta // ADB South Asia. – 2013. – N 17. – URL:

<https://www.adb.org/sites/default/files/publication/30234/management-capital-flows-india.pdf> (дата обращения: 21.02.2019). – Текст: электронный.

268. Simorangkir, I. The Openness and Its Impact To Indonesian Economy: A Structural Var Approach / I. Simorangkir. – Текст: непосредственный // *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan*. – 2008. – Vol. 10, N 3. – P. 223–260. – DOI: 10.21098/bemp.v10i3.227

269. Soejono, F. Privatization Method and Firm Performance: A Study of Indonesia's State-owned Enterprises / F. Soejono, F. X. Heriyanto. – Текст: непосредственный // *Jurnal Dinamika Manajemen*. – 2018. – Vol. 9, N 2. – P. 149–158.

270. Soihet, E. Índice de controle de capitais: uma análise da legislação e dos determinantes do fluxo de capital no Brasil no período 1990-2000 / E. Soihet. – URL: <http://hdl.handle.net/10438/145> (дата обращения: 05.03.2019). – Текст: электронный.

271. Sönmez, M. What left to sell after \$54 billion of privatization / M. Sönmez // *Hürriyet Daily News*: [сайт]. – 2013. – URL: <http://www.hurriyetdailynews.com/what-left-to-sell-after-54-billion-of-privatization-51486> (дата обращения: 08.08.2019). – Текст: электронный.

272. Stiglitz, J. E. Capital market liberalization, economic growth, and instability / J. E. Stiglitz. – Текст: непосредственный // *World development*. – 2000. – Vol. 28, N 6. – P. 1075–1086.

273. Stiglitz, J. E. Capital-market liberalization, globalization, and the IMF / J. E. Stiglitz – Текст: непосредственный // *Capital Market Liberalization and Development* / edited by J. A. Ocampo, J. E. Stiglitz. – New York : Oxford University Press, 2008. – P. 76–100.

274. Studart, R. Development Finance / R. Studart. – Текст: непосредственный // *The Elgar Companion to Post Keynesian Economics* / edited by J. E. King. – Edward Elgar Publishing, 2012. – P. 127–131.

275. Sulimierska, M. Capital Account Liberalization and Currency Crisis-The Case of Central Eastern European Countries / M. Sulimierska // *Economic Department, University of Sussex, Brighton BN1-9RH, England*. – 2008. – 125 p. – URL:

<https://www.ukdataservice.ac.uk/media/263089/sulimierska-paper.pdf> (дата обращения: 23.11.2018). – Текст: электронный.

276. Sumanjeet, D. Foreign capital flows into India: Compositions, regulations, issues and policy options / D. Sumanjeet. – Текст: непосредственный // *Journal of Economics and International Finance*. – 2009. – Vol. 1 (1). – P. 014–029.

277. Supit, B. N. Privatization in Indonesia: One Economic Strategy to Accelerate Economic Growth / B. N. Supit. – Naval Postgraduate School Monterey CA, 1996. – 89 p. – URL: <http://hdl.handle.net/10945/32123> (дата обращения: 17.10.2021). – Текст: электронный.

278. Syarifuddin, F. Monetary policy response on exchange rate volatility in Indonesia / F. Syarifuddin, N. A. Achsani, D. B. Hakim, T. Bakhtiar. – Текст: непосредственный // *Journal of Contemporary Economic and Business Issues*. – 2014. – Vol. 1, N 2. – P. 35–54.

279. Tambunan, T. T. H. The Indonesian experience with two big economic crises / T. T. H. Tambunan – Текст: непосредственный // *Modern Economy*. – 2010. – Vol. 1, N 03. – P. 156–167.

280. The Big Push Toward Privatization in Argentina / Nathaniel C. Nash // *The New York Times*: [сайт]. – 1992. – URL: <https://www.nytimes.com/1992/09/06/business/the-big-push-toward-privatization-in-argentina.html> (дата обращения: 17.10.2021). – Текст: электронный.

281. The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View / V. Arora et al.: International Monetary Fund. – 2012. – 48 p. – URL: <http://www.imf.org/external/nr/pp/eng/2012/111412.pdf> (дата обращения: 06.04.2018). – Текст: электронный.

282. The New Brazilian Economic Policies Balanced, Sustainable, Business Friendly (1st Edition) / Easybrasil. – 2017. – 25 с. – URL: <http://www.easy-brasil.com/Media/Cases/8af127d6-dc49-4e07-ae40-3df58a48d8b0.pdf> (дата обращения: 13.06.2019). – Текст: электронный.

283. The OECD Council invites Brazil to adhere to the Codes of Liberalisation // Gov.br. – 2022. – URL: <https://www.bcb.gov.br/en/pressdetail/2438/nota> (дата обращения: 24.07.2022). – Текст: электронный.

284. The Tectonic Shift in India's Economic Policy // BUSINESS TODAY: [сайт]. – 2021 – URL: <https://www.businesstoday.in/magazine/columns/story/the-tectonic-shift-in-indias-economic-policy-304640-2021-08-20> (дата обращения: 17.10.2021). – Текст: электронный.

285. The Turkish 2000-01 banking crisis // Radobank: [сайт]. 2013 – URL: <https://economics.rabobank.com/publications/2013/september/the-turkish-2000-01-banking-crisis/> (дата обращения: 17.10.2021). – Текст: электронный.

286. Tobin, J. A proposal for international monetary reform / J. Tobin. – Текст: непосредственный // Eastern economic journal. – 1978. – Vol. 4, N 3/4. – P. 153–159.

287. Toshniwal, G. Brazil and Russia during the financial crisis: a tale of two commodity exporters / G. Toshniwal. – Текст: непосредственный // Harvard Business Law Review. – 2012. – Vol. 2. – P. 199–234.

288. Turkey. Cryptocurrency information about Turkey // TripleA: [сайт]. – 2022. – URL: <https://triple-a.io/crypto-ownership-turkey/> (дата обращения: 17.10.2021). – Текст: электронный.

289. Turkey: The Banking Sector Needs Profitability-Enhancing Reforms // Economonitor: [сайт]. – 2016. – URL: <http://archive.economonitor.com/blog/2016/04/turkey-the-banking-sector-needs-profitability-enhancing-reforms/> (дата обращения: 07.08.2019). – Текст: электронный.

290. Turkish inflation soars to 36% as financial turmoil continues // France 24: [сайт]. – 2022. – URL: <https://www.france24.com/en/europe/20220104-turkish-inflation-hits-36-nearing-20-year-high-as-lira-crisis-continues> (дата обращения: 26.01.2022). – Текст: электронный.

291. United Nations Monetary and Financial Conference: Bretton Woods, Final act and related documents, New Hampshire, July 1 to July 22, 1944. – Washington : United States Government Printing Office, 1944. – 122 p. – URL:

https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/historical/eccles/036_17_0004.pdf (дата обращения: 05.12.2018). – Текст: электронный.

292. Updates on the QDLP program in China // Simmons & Simmons: [сайт]. – 2021. – URL: <https://www.simmons-simmons.com/en/publications/ckq26viu91qbp0a67iry2cyl0/updates-on-the-qdlp-program-in-china> (дата обращения: 28.01.2022). – Текст: электронный.

293. VanDuyne, K. K. Capital Account Liberalization and the IMF: New Evidence from the Argentina Crisis / K. K. VanDuyne // International Studies Masters. – 2013. – URL: https://fisherpub.sjfc.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1008&context=intlstudies_masters (дата обращения: 08.05.2018). – Текст: электронный.

294. Vasudevan, A. Evolving monetary policy in India: some perspectives / A. Vasudevan // Economic and Political Weekly. – 2002. – Vol. 37, N 11. – P. 1055–1061. – URL: <https://www.jstor.org/stable/4411878> (дата обращения: 17.10.2021). – Текст: электронный.

295. Von Hagen, J. Financial development, international capital flows, and aggregate output / J. Von Hagen, H. Zhang. – Текст: непосредственный // Journal of Development Economics. – 2014. – Vol. 106. – P. 66–77. – DOI: 10.1016/j.jdeveco.2013.08.010

296. Weisbrot, M. The Argentine success story and its implications / M. Weisbrot, R. Ray, J. A. Montecino, S. Kozameh // Center for Economic and Policy Research (CEPR). – 2011. – 21 p. – URL: <http://cepr.net/documents/publications/argentina-success-2011-10.pdf> (дата обращения: 10.06.2018). – Текст: электронный.

297. Why has Argentina imposed capital controls – and will they work? // Financial Times: [сайт]. – 2019. – URL: <https://www.ft.com/content/46856ab4-cd6b-11e9-b018-ca4456540ea6> (дата обращения: 24.05.2021). – Текст: электронный.

298. Williams, R. Interaction effects between continuous variables (Optional). 2015 / R. Williams. – URL: <https://www3.nd.edu/~rwilliam/stats2/155.pdf> (дата обращения: 21.03.2017). – Текст: электронный.

299. Williamson, J. What Washington means by policy reform / J. Williamson – Текст: непосредственный // Latin American adjustment: How much has happened. – 1990. – Vol. 1. – P. 90–120.

300. World Development Indicators // World Bank Open Data: [сайт]. – URL: <https://data.worldbank.org/indicator> (дата обращения: 05.05.2022). – Текст: электронный.

301. Yao, S. Financial liberalization and cross-border market integration: Evidence from China's stock market / S. Yao, H. He, Sh. Chen, J. Ou/ – Текст: непосредственный // International Review of Economics & Finance. – 2018. – Vol. 58. – P. 220–245. – DOI: 10.1016/j.iref.2018.03.023

302. Yao, Z. SOEs as intermediation: Leakage effect under financial repression / Z. Yao, D. Gu, W. Cao. – Текст: непосредственный // Pacific-Basin Finance Journal. – 2019. – Vol. 53. – P. 349–361. – DOI: 10.1016/j.pacfin.2018.12.001

303. Yoo, T. H. Indian banking sector reforms: review and prospects / T. H. Yoo – Текст: непосредственный // International Area Review. – 2005. – Vol. 8, N 2. – P. 167–189. – DOI: 10.1177/223386590500800209

304. Yörükoğlu, M. Capital flows to Turkey: financial implications and policy responses / M. Yörükoğlu, A. Çufadar. – Текст: непосредственный // Participants in the meeting. – 2008. – P. 467–484. – DOI: 10.2139/ssrn.1339922

305. Yu, Yongding. The Evolution of Capital Controls in China / Yongding Yu: Chinese Academy of Social Sciences. 2014. – 11 p. – URL: https://lesrencontreseconomiques.fr/2014/wp-content/uploads/sites/2/2014/07/you_y_theevolutionofcapitalcontrolsinchina.pdf (дата обращения: 08.10.2018). – Текст: электронный.

306. Yüksek, Lisans Tezi. Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Ödemeler Bilançosu Üzerindeki Etkileri ve Türkiye Örneği / Lisans Tezi Yüksek // T.C. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı İktisat Teorisi Bilim Dalı. – 2010. – URL: <http://acikerisim.istanbul.edu.tr/bitstream/handle/123456789/30409/47005.pdf?sequence=1&isAllowed=y> (дата обращения: 22.02.2019). – Текст: электронный.

307. Zhang, L. China's policy responses to the global financial crisis: efficacy and risks / L. Zhang // Conference for Global Financial Governance: Challenges and Regional Responses. – 2009. – 6 p. – URL: https://www.die-gdi.de/fileadmin/_migrated/content_uploads/Berlin_workshop_090831.pdf (дата обращения: 23.12.2018). – Текст: электронный.

Таблица А.1 – Перечень эконометрических исследований и их характеристики

Источники	Методы, период и страны	Показатели, характеризующие экономическое состояние стран	Показатели, характеризующие финансовую либерализацию	Результаты
Ahmed A. D. Effects of financial liberalization on financial market development and economic performance of the SSA region: An empirical assessment // <i>Economic Modelling</i> . – 2013. – Vol. 30. – P. 261–273. DOI: 10.1016/j.econmod.2012.09.019	Обобщенный метод моментов (21 страна региона Тропической Африки (Sub-Saharan Africa), 1981–2009 годы)	Реальный рост ВВП на душу населения; ликвидные обязательства финансовых посредников; внутренний кредит банковского сектора; кредит частного сектора	Индекс де-юре финансовой открытости (The Chinn-Ito Index) и два расчетных индекса, характеризующих продвижение к более сильной либеральной финансовой среде	Финансовая либерализация положительно влияет на углубление финансовой системы и мобилизацию ресурсов в странах Тропической Африки. Улучшение институциональной основы, увеличение открытости торговли, а с более высоким уровнем развития человеческого капитала принесет больший эффект от данного процесса (с. 271)
Ang J. B. Innovation and financial liberalization // <i>Journal of Banking & Finance</i> . – 2014. – Vol. 47. – P. 214–229. DOI: 10.1016/j.eurocorev.2010.09.004	Метод наименьших квадратов (Индия, 1963–2005 годы)	Человеческий капитал; производительность факторов производства; количество заявленных национальных патентов и др.	Ограничение процентной ставки; меры по резервным требованиям и требованиям ликвидности; меры по управлению программами кредитования (расчетные показатели)	Финансовая либерализация поощряет технологическую инновацию (с. 228)

Источники	Методы, период и страны	Показатели, характеризующие экономическое состояние стран	Показатели, характеризующие финансовую либерализацию	Результаты
<p>Angikand A. P., Sawangngoenyuan W., Wihlborg C. Financial Liberalization and Banking Crises: A Cross-Country Analysis // International Review of Finance. – 2010. – Vol. 10, N 2. – P. 263–292. DOI: 10.1111/j.1468-2443.2010.01114.x</p>	<p>Логит-модель, 48 стран (21 – развитая, 27 – развивающихся), 1973–2005 годы</p>	<p>Зависимая переменная: возникновение банковского кризиса (1 – кризис, 0 – нет кризиса). Другие независимые переменные: рост ВВП, рост движения капитала к ВВП, инфляция и др.</p>	<p>Авторы самостоятельно строят индекс финансовой либерализации</p>	<p>Финансовая либерализация снижает вероятность возникновения банковских кризисов, кроме стран, имеющих слабый контроль и регулирование потоков капитала. Для стран с сильным регулированием и контролем потоков капитала либерализация уменьшает вероятность возникновения банковских кризисов и способствует экономическому росту (с. 286)</p>
<p>Baba C. et al. Effectiveness of capital controls in selected emerging markets in the 2000s. – International Monetary Fund, 2011. – N 11/281. – 45 p. – URL: https://www.imf.org/~media/Websites/IMF/imported-full-text-pdf/external/pubs/ft/wp/2011/_wp11281.ashx (дата обращения: 09.03.2019)</p>	<p>Бразилия, 2000–2008 годы (квартальные), VAR</p>	<p>Чистые потоки капитала к ВВП, реальный обменный курс по отношению к эталонной стране (США), разница в процентных ставках между Бразилией и эталонной страной (США)</p>	<p>Индекс контроля потоков капитала (отдельно по притоку и оттоку капитала) строится по отчетам МВФ (AREAER)</p>	<p>Налог на обменный курс и другие меры по управлению притоком капитала в Бразилии показали свою неэффективность. Однако либерализация оттока капитала смогла уменьшить чистые потоки капитала в Таиланде (с. 20–21)</p>
<p>Dinar G., Dalgıç B., İyidoğan P. Financial liberalization and economic growth in Turkey: a reexamination // Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi. – 2015. – Vol. 33, N 1. – P. 19-43. DOI: 10.17065/huiibf.75983</p>	<p>Модель VAR, Тест на причинность Тода-Ямамото; Турция, 1998–2012 годы (квартальные данные)</p>	<p>ВВП на душу населения</p>	<p>Кредиты, предоставленные частному сектору, МЗ, объем торгов на турецкой фондовой бирже в Стамбуле</p>	<p>Экономический рост является фактором, обуславливающим проведение финансовой либерализации. Но доказать влияние либерализации на экономический рост не удалось (с. 36–37)</p>

Источники	Методы, период и страны	Показатели, характеризующие экономическое состояние стран	Показатели, характеризующие финансовую либерализацию	Результаты
Edison H. J. et al. International financial integration and economic growth // Journal of international money and finance. – 2002. – Vol. 21, N 6. – P. 749–776. DOI: 10.1016/S0261-5606(02)00021-9	Метод наименьших квадратов, двухшаговый МНК, ОММ (панельные данные) (57 стран, 1980–2000 годы)	Реальный рост ВВП на душу населения	Мера Куинна; мера МВФ; показатель международной финансовой интеграции (Financial Integration Lane Milesi-Ferretti, 2007); потоки капитала к ВВП (Kraay, 1998)	Процесс финансовой интеграции не сильно связан с экономическим ростом, и больше зависит от экономических, финансовых, институциональных и макроэкономических особенностей (с. 772)
Esaka T. De facto exchange rate regimes and currency crises: Are pegged regimes with capital account liberalization really more prone to speculative attacks? // Journal of Banking & Finance. – 2010. – Vol. 34, N 6. – P. 1109–1128. DOI: 10.1016/j.jbankfin.2009.11.007	84 страны, 1980–2001 годы (пробит-модель)	Рост реального ВВП, текущий счет к ВВП, М2 к счету операций с капиталом, наличие валютного кризиса (зависимая переменная)	Данные по контролю за потоками капитала (Glick and Hutchison, 2005)	Либерализация счета операций с капиталом и режим фиксированного обменного курса менее подвержены спекулятивным атакам (с. 1125)
Glick R., Hutchison M. Capital controls and exchange rate instability in developing economies // Journal of International Money and Finance. – 2005. – Vol. 24, N 3. – P. 387–412. DOI: 10.1016/j.jimonfin.2004.11.004	Пробит-модель, 69 развивающихся стран, период 1975–1997 годы	Зависимая переменная «возникновение валютного кризиса» определяется на основе ежемесячных изменений валютного курса	Мера МВФ	Меры по управлению потоками капитала увеличивают вероятность кризиса обменного курса. Но в работе не удалось установить взаимосвязь между отсутствием этих ограничений и подверженностью спекулятивным атакам (с. 406)

Источники	Методы, период и страны	Показатели, характеризующие экономическое состояние стран	Показатели, характеризующие финансовую либерализацию	Результаты
<p>Forbes K. J., Warnock F. E. Capital flow waves: Surges, stops, flight, and retrenchment //Journal of International Economics. – 2012. – Vol. 88, N 2. – P. 235–251. DOI: 10.1016/j.jinteco.2012.03.006</p>	<p>Пробит-модель, 58 стран, 1985–2009 годы</p>	<p>Зависимые переменные: резкий скачок – резкое увеличение валового притока капитала; остановка – резкое снижение валового притока капитала; бегство капитала – резкое увеличение валового оттока капитала; сокращение – резкое снижение валового оттока капитала. Независимые переменные: индекс волатильности, долг к ВВП, ВВП на душу населения, шок экономического роста, глобальный рост экономики и др.</p>	<p>Независимая переменная: Индекс де-юре финансовой открытости (The Chinn-Ito Index)</p>	<p>Результаты показывают, что глобальный риск является проявлением резких движений потоков капитала. Авторы предполагают, что правительства стран должны фокусироваться на защите от волатильности потоков капитала, а не пытаться непосредственно сократить эту волатильность, внедряя меры по управлению потоками капитала. Так как параметры связанных с волатильностью потоков капитала (глобальный риск, глобальный рост и другие внешние шоки) не зависят от внутренней политики большинства стран. Для анализа движения капитала важно разделять потоки капитала на вызванные отечественными и иностранными инвесторами (с. 248–249)</p>

Источники	Методы, период и страны	Показатели, характеризующие экономическое состояние стран	Показатели, характеризующие финансовую либерализацию	Результаты
<p>Forbes K., Fratzscher M., Straub R. Capital-flow management measures: What are they good for? // Journal of International Economics. – 2015. – Vol. 96. – P. S76–S97. DOI: 10.1016/j.jinteco.2014.11.004</p>	<p>Логит-модель (60 стран, 2009–2011 годы) используется для выявления ситуации, которая приведет к изменению в политике по управлению движением капитала. Влияние мер по управлению потоками капитала (включая макропруденциальные меры) на экономические показатели находятся с помощью среднего эффекта воздействия (average treatment effect on the treated)</p>	<p>ВВП на душу населения, международные резервы к ВВП, валютный курс, наличие режима плавающего курса, портфельные потоки, РЭОК</p>	<p>Индекс де-юре финансовой открытости (The Chinn-Ito Index); индексы изменения в мерах по регулированию счета операций с капиталом, составленные авторами</p>	<p>Макропруденциальные меры с большей вероятностью устанавливаются при инфляционных ожиданиях, росте частного кредита, при плавающем обменном курсе и открытом счете капитала. При ревальвации валюты страны увеличивают контроль за притоками капитала и снижают контроль за оттоками. Страны снизят контроль над оттоками капитала в случае открытости счета капитала (с. S83). Меры по управлению потоками капитала могут помочь в достижении сокращения уязвимостей в финансовом секторе – ограничить ревальвацию национальной валюты и чистых притоков капитала, но они неэффективны при достижении других экономических целей (волатильность валютного курса, колебание финансового рынка, инфляция и др.) (с. S92)</p>

Источники	Методы, период и страны	Показатели, характеризующие экономическое состояние стран	Показатели, характеризующие финансовую либерализацию	Результаты
<p>Gamra S. B., Clévenot M. Les effets ambigus de la libéralisation financière dans les pays en développement Croissance économique ou instabilité financière? – 2008. – 24 p. – URL: https://hal.archives-ouvertes.fr/hal-00323334 (дата обращения: 01.03.2019)</p>	<p>Обобщенный метод моментов (по 22 развивающимся странам за 1980–2002 годы)</p>	<p>Логарифм реального ВВП на душу населения</p>	<p>Индекс финансовой либерализации (Gamra et al., 2008), строится авторами</p>	<p>Финансовая либерализация оказывает двойственное воздействие на экономический рост. С одной стороны, частичная либерализация дает положительный эффект для роста. Но, с другой стороны, финансовая либерализация в условиях финансового кризиса приводит к значительному снижению экономического роста в развивающихся странах (с. 14–18)</p>
<p>Hamdi H., Jlassi N. B. Financial liberalization, disaggregated capital flows and banking crisis: Evidence from developing countries // Economic Modelling. – 2014. – Vol. 41. – P. 124–132. DOI: 10.1016/j.econmod.2014.05.010</p>	<p>Логит-регрессия с панельными данными (58 развивающихся стран, 1984–2007 годы)</p>	<p>Вероятность банковского кризиса (зависимая переменная); показатели, характеризующие банковский сектор и другие макроэкономические переменные</p>	<p>Индекс де-юре финансовой открытости (The Chinn-Ito Index); де-факто открытость (накопление валовых прямых иностранных активов + валовое накопление обязательств по прямым иностранным инвестициям) / ВВП (Lane and Milesi-Ferretti (2007))</p>	<p>Финансовая либерализация не является причиной банковских кризисов (с. 130)</p>

Источники	Методы, период и страны	Показатели, характеризующие экономическое состояние стран	Показатели, характеризующие финансовую либерализацию	Результаты
<p>He D. et al. How would capital account liberalization affect China's capital flows and the renminbi real exchange rates? //China & World Economy. – 2012. – Vol. 20, N 6. – P. 29–54. DOI: 10.1111/j.1749-124X.2012.12001.x</p>	<p>Регрессионный анализ с панельными данными (по 25 странам за 1997–2009 годы)</p>	<p>Реальный обменный курс, притоки и оттоки ПИИ, притоки и оттоки портфельных инвестиций</p>	<p>Индекс открытости счета операций с капиталом, составленный автором</p>	<p>Анализ показал, что достижение открытости счета капитала увеличивает отток ПИИ Китая. Это поможет внутренним корпорациям осуществить международные слияния и поглощения. Внешние оттоки портфельных инвестиций увеличились, позволив национальным инвесторам диверсифицировать свои риски на внешнем рынке. Исследование также показало, что китайская национальная валюта не сильно чувствительна к процессу валютной либерализации и данный процесс вызовет небольшую ревальвацию данной валюты (с. 51–52)</p>
<p>Kraay A. In search of the macroeconomic effects of capital account liberalization / The World Bank Group. – 1998. – 45 p. – URL: http://siteresources.worldbank.org/DEC/Resources/22237_CALMacroEffects_Manuscript.pdf (дата обращения: 07.03.2019)</p>	<p>Метод наименьших квадратов (панельные данные: 41 страна, 1975–1984 годы)</p>	<p>Реальный рост ВВП на душу населения; рост ВНП на душу населения; валовые национальные инвестиции, как доля ВВП; среднегодовой уровень инфляции</p>	<p>Индексы де-юре финансовой открытости (IMF, Quinn и др.); де-факто финансовая открытость: потоки трансграничного капитала к ВВП</p>	<p>Либерализация счета капитала не оказывает значимого воздействия на ключевые макроэкономические показатели (рост инвестиций, инфляции, экономический рост) (с. 25)</p>

Источники	Методы, период и страны	Показатели, характеризующие экономическое состояние стран	Показатели, характеризующие финансовую либерализацию	Результаты
<p>Huang Y., Wang X., Lin N. Financial reform in China: Progresses and challenges / Huang Y., Wang X., Lin N.: China Macroeconomic Research Center, Peking University. – 2013. – URL: http://workspace.unpan.org/sites/Internet/Documents/UNPAN94527.pdf (дата обращения: 24.10.2018)</p>	<p>Метод главных компонент; модель VAR (Китай, 1979–2008 годы)</p>	<p>Переменные для модели VAR: реальный ВВП на душу населения; индекс финансовой репрессии; доля инвестиций в ВВП; доля торговли в ВВП; доля студентов, обучающихся университете к численности населения; доля государственных расходов в ВВП; доля государственного сектора в ВВП</p>	<p>Переменные для построения индекса финансовой репрессии с помощью метода главных компонент: контроль по счету операций с капиталом (на основе методов, изложенных в работах Jin, 2004; Xiao and Kimball, 2006); контроль за процентной ставкой; доля государственного сектора в общем объеме непогашенных депозитов; доля государственного сектора в общем объеме непогашенных займов; реальная процентная ставка по депозитам</p>	<p>Анализ показал, что финансовая репрессия негативно влияет на экономический рост Китая. В частности, негативно влияет государственный сектор, который подавляет частные инвестиции и экономическую активность (с. 73-74)</p>

Источники	Методы, период и страны	Показатели, характеризующие экономическое состояние стран	Показатели, характеризующие финансовую либерализацию	Результаты
<p>Kandil M., Trabelsi M. On capital flows and macroeconomic performance: Evidence before and after the financial crisis in Turkey // <i>Borsa Istanbul Review</i>. – 2015. – Vol. 15, N 4. – P. 249–258. DOI: 10.1016/j.bir.2015.09.001</p>	<p>Модель VAR за 1989–2001 и 2001–2009 годы (по квартальные данные), Турция</p>	<p>Реальная процентная ставка; реальный эффективный обменный курс; денежная масса; реальный объем производства; индекс потребительских цен</p>	<p>Международные резервы Центрального Банка</p>	<p>Влияние потоков капиталов на макроэкономические показатели Турции являются существенными. При этом в кризисный период ситуация усугубляется: потеря доверия инвесторов и отток капитала. Авторы статьи делают вывод, что меры по контролю за потоками капитала необходимы, особенно без сильной финансовой системы (перераспределение ресурсов в частный сектор, сдерживание инфляционного давления) и строгой денежно-кредитной политики (сокращение риска ревальвации национальной валюты, эффективное управление ликвидностью) (с. 256–258)</p>
<p>Kunieda T., Okada K., Shibata A. Corruption, capital account liberalization, and economic growth: Theory and evidence // <i>International Economics</i>. – 2014. – Vol. 139. – P. 80–108. DOI: 10.1016/j.inteco.2014.03.001</p>	<p>Панельные данные (109 стран, 1985–2009 годы). Метод ОММ</p>	<p>Рост реального ВВП на душу населения</p>	<p>Индекс де-юре финансовой открытости (The Chinn-Ito Index); де-факто открытость = (сумма активов + сумма пассивов) / ВВП (Lane and Milesi-Ferretti, 2007)</p>	<p>Выгода от либерализации счета капитала проявляется в менее коррумпированных странах (с. 99)</p>

Источники	Методы, период и страны	Показатели, характеризующие экономическое состояние стран	Показатели, характеризующие финансовую либерализацию	Результаты
<p>Laurenceson J., Tang K. K. China's capital account convertibility and financial stability. – 2005. – Discussion Paper, N. 5. – 26 p. – URL: http://www.uq.edu.au/economics/eaerg/dp/0505.pdf (дата обращения: 29.10.2018).</p>	<p>Регрессионный анализ с панельными данными (91 страна, 1999–2003 годы)</p>	<p>Фактические потоки портфельных и прочих инвестиций к ВВП (включенные данные в ПБ по данным статьям + остатки по ПБ). Дополнительные переменные: ВВП, темп роста ВВП на душу населения, торговая открытость, ПИИ, индекс государственного управления и др.</p>	<p>Индекс открытости счета операций с капиталом, составленный авторами</p>	<p>Эконометрический анализ показывает, что при снятии всех ограничений на потоки капитала увеличиваются притоки прочих и портфельных инвестиций на 55 %. Но предсказанный объем притоков мал по сравнению с международными резервами Китая и с международными потоками капитала, что подвергает сомнению гипотезу о нарушении стабильности финансового сектора Китая (с. 24)</p>
<p>Lensink R., Hermes N., Murinde V. The effect of financial liberalization on capital flight in African economies // World Development. – 1998. – Vol. 26, N 7. – P. 1349–1368. DOI: 10.1016/S0305-750X(98)00042-4</p>	<p>Внешне не связанные уравнения (SUR) (9 африканских стран, 1970–1991 годы) (система уравнений)</p>	<p>Доход; внутренний кредит; внешний государственный долг; международные резервы и др.</p>	<p>Показатели финансовой репрессии: номинальная ставка по депозитам; реальная ставка по депозитам; уровень инфляции; бегство капитала</p>	<p>Финансовая либерализация (дерегулирование процентной ставки, сокращение резервных требований и изменение политики валютного курса) сокращает бегство капитала (с. 1363)</p>

Источники	Методы, период и страны	Показатели, характеризующие экономическое состояние стран	Показатели, характеризующие финансовую либерализацию	Результаты
<p>McKinnon R.I. Financial Repression and the productivity of capital: Empirical findings on interest rates and exchange rates / McKinnon R.I.: Economics Department Stanford University. – 1990. – 26 p. – URL: http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.177.3287&rep=rep1&type=pdf (дата обращения: 18.10.2018)</p>	<p>Без соглашения между промышленно развитыми странами по поддержанию стабильного обменного курса между собой другие страны будут испытывать трудности в стабилизации своих обменных курсов и внутренних цен (с. 16). На основе рассмотренных автором эмпирических исследований (Gelb, Alan, 1989; Shaw, Edward et al., 1973) делается вывод, что, проведя политику финансовой либерализации, сохраняя управление кредитно-денежной сферой, страны получают выгоды для экономического развития и даже при мировой финансовой нестабильности</p>			
<p>Montecino J. A. Capital controls and the real exchange rate: Do controls promote disequilibria? //Journal of International Economics. – 2018. – Vol. 114. – P. 80–95. DOI: 10.1016/j.jinteco.2018.05.005</p>	<p>77 стран, 1980–2011 годы (модель исправления ошибок)</p>	<p>Реальный эффективный обменный курс (зависимая переменная). ВВП на душу населения, чистые иностранные активы к импорту</p>	<p>Индекс Шиндлера (Schindler, 2009)</p>	<p>В работе было доказано, что средства управления потоками капитала замедляют достижение равновесия на валютном рынке для управляемого и фиксированного обменного курса, а плавающий курс – ускоряет, что подтверждает действенность трилеммы открытой экономики (с. 89)</p>
<p>Mouley S. Les enjeux de la libéralisation des comptes de capital dans les pays du sud de la Méditerranée // MEDPRO Technical Report N. 11/March 2012. – 2012. – URL: http://aei.pitt.edu/59177/1/MEDPRO_TR_No_11_Mouley_Les_enjeux_de_la_liberalisation_des_comptes_de_capital2.pdf (дата обращения: 22.10.2018)</p>	<p>ОММ (Тунис, Алжир, Марокко, Египет и Иордания, за 1995–2006 годы)</p>	<p>Темп роста ВВП</p>	<p>Степень либерализации определяется индексом КАOPEN</p>	<p>После проведенных реформ, принятых для заключения соглашения о взаимодействии с Европейским союзом, либерализация счета операций с капиталом, связанная с качеством институциональной среды и стабильностью в правительстве, будет способствовать экономическому росту в этих странах (с. 25–27)</p>

Источники	Методы, период и страны	Показатели, характеризующие экономическое состояние стран	Показатели, характеризующие финансовую либерализацию	Результаты
Okada K. The interaction effects of financial openness and institutions on international capital flows // Journal of Macroeconomics. – 2013. – Vol. 35. – P. 131-143. DOI: 10.1016/j.jmacro.2012.11.003	Обобщенный метод моментов (панельные данные). Данные берутся по 112 странам с 1985 по 2009 год	Прямые иностранные инвестиции на душу населения (зависимая переменная). В модель включаются также институциональное качество (основанное на политическом риске), ВВП на душу населения, торговая открытость, инфляция, правительственные расходы	Индекс де-юре финансовой открытости (The Chinn-Ito Index)	Финансовая открытость усиливает приток иностранного капитала в странах с более высоким институциональным качеством (с. 140)
Ono F. H. et al. Conversibilidade da conta de capital, taxa de juros e crescimento econômico: uma avaliação empírica da proposta de plena conversibilidade do real // Revista de Economia Contemporânea. – 2005. – Vol. 9, N 2. – P. 231–261. DOI: 10.1590/S1415-98482005000200001	VAR (Бразилия, 1990–2000 годы)	Обменный курс, процентная ставка	Индекс ограничения притока и оттока капитала (Cardoso e Goldfajn, 1997)	Меры по управлению капиталом могут снизить волатильность валютного курса и понизить процентную ставку (с. 256)

Источники	Методы, период и страны	Показатели, характеризующие экономическое состояние стран	Показатели, характеризующие финансовую либерализацию	Результаты
<p>Ostry J. D. et al. Tools for managing financial-stability risks from capital inflows // Journal of International Economics. – 2012. – Vol. 88, N 2. – P. 407–421. DOI: 10.1016/j.jinteco.2012.02.002</p>	<p>51 развивающаяся экономика, 1995–2008 годы</p>	<p>Показатели финансового счета платежного баланса</p>	<p>Авторы строят 3 новых де-юре показателя на основе AREAER: контроль за движением капитала, относящейся к финансовому сектору; пруденциальные меры, относящиеся к иностранной валюте; другие пруденциальные меры. Меры по управлению капиталом – индекс Schindler (2009) (с. 409)</p>	<p>Пруденциальное регулирование и меры по контролю за потоками капитала могут снизить структурный риск по внешним обязательствам и степень рискованного иностранного кредитования, что повысит для страны экономическую устойчивость во время спада и смягчит финансовые бумы (с. 420)</p>
<p>Pepinsky T. B. Do currency crises cause capital account liberalization? // International Studies Quarterly. – 2012. – Vol. 56, N 3. – P. 1–17. DOI: 10.1111/j.1468-2478.2012.00729.x</p>	<p>МНК с фиксированным эффектом (103 развивающихся страны, 1971–1995 годы)</p>	<p>Текущие валютные кризисы (Berg and Pattillo, 1999); прирост ВВП, частные кредиты, баланс текущего счета и др.</p>	<p>Индекс де-юре финансовой открытости (The Chinn-Ito Index)</p>	<p>Валютные кризисы приводят к закрытию счета операций с капиталом (с. 13)</p>

Источники	Методы, период и страны	Показатели, характеризующие экономическое состояние стран	Показатели, характеризующие финансовую либерализацию	Результаты
Prati A., Schindler M., Valenzuela P. Who benefits from capital account liberalization? Evidence from firm-level credit ratings data // Journal of International Money and Finance. – 2012. – Vol. 31, N 6. – P. 1649–1673. DOI: 10.1016/j.jimonfin.2012.03.005	Использование метода наименьших квадратов. Регрессия с панельными данными: 1995–2004 годы, 492 фирмы	Зависимая переменная: частный кредитный рейтинг	Показатели финансовой интеграции (Schindler, 2009); индекс де-юре финансовой открытости (The Chinn-Ito Index, KAOPEN); мера Куинна; мера МВФ	Либерализация счета предприятия улучшает кредитные рейтинги стран, что может привести к более высоким инвестициям и экономическому росту (с. 1671)
Qin X., Luo C. Capital account openness and early warning system for banking crises in G20 countries // Economic Modelling. – 2014. – Vol. 39. – P. 190–194. DOI: 10.1016/j.econmod.2014.02.037	Логит-регрессия (Страны G20, 1989–2010 годы)	Реальный рост ВВП; инфляция; реальная процентная ставка; РЭОК; М2/все резервы; прямые иностранные инвестиции; рыночная капитализация	Индекс де-юре финансовой открытости (The Chinn-Ito Index)	Либерализация счета капитала увеличивает вероятность банковских кризисов, особенно это связано с уровнем экономического развития: для стран с низким доходом – вероятность больше (с. 194)
Simorangkir I. The Openness And Its Impact To Indonesian Economy: A Structural Var Approach // Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan. – 2008. – Vol. 10, N 3. – P. 223–260. DOI: 10.21098/bemp.v10i3.227	Модель VECM за 1980–2005 годы, Индонезия	ВВП, процентная ставка, индекс потребительских цен, валютный курс к доллару США, количество рабочей силы	Совокупный приток прямых и портфельных иностранных инвестиций, деленных на ВВП	Возникновение шока финансовой открытости приводит к росту обменного курса и инфляции, к увеличению количества рабочей силы. Выявлено при декомпозиции дисперсии, что финансовая открытость достаточно значимо влияет на процентную ставку, обменный курс, инфляцию, производство продукции

Источники	Методы, период и страны	Показатели, характеризующие экономическое состояние стран	Показатели, характеризующие финансовую либерализацию	Результаты
<p>Saadi Sedik T., Sun T. Effects of Capital Flow Liberalization-What is the Evidence from Recent Experiences of Emerging Market Economies? – International Monetary Fund, 2012. – 26 p. – URL: https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12275.pdf (дата обращения: 01.03.2019)</p>	<p>Обобщенный метод моментов (панельные данные с фиксированным эффектом по 37 стран за 1995–2010 годы)</p>	<p>Притоки и оттоки капитала, чистый поток капитала, инфляция, прирост реального ВВП на душу населения, доходность акционерного капитала, и коэффициенты достаточности капитала банка (зависимые переменные)</p>	<p>Индекс либерализации потоков капитала (МВФ)</p>	<p>Либерализация потоков капитала увеличивает притоки и оттоки капитала, ВВП на душу населения, доходность собственного капитала и снижает инфляцию. Также авторы определяют, что страны с высоким уровнем финансового и институционального развития получают больше выгод от данного процесса, в то время как для других стран либерализация будет неэффективна (с. 10–11)</p>
<p>Von Hagen J., Zhang H. Financial development, international capital flows, and aggregate output // Journal of Development Economics. – 2014. – Vol. 106. – P. 66–77. DOI: 10.1016/j.jdeveco.2013.08.010</p>	<p>Регрессионная модель с панельными данными (страны Центральной Восточной Европы и АСЕАН +5)</p>	<p>Зависимая переменная: отношение частного финансового капитала к ВВП. Независимые переменные: - внутренние заимствования частного сектора; - реальный рост ВВП на душу населения; - наличие Азиатского финансового кризиса</p>	<p>Либерализация счета капитала в краткосрочном периоде позволяет стране быстро привлечь капитал, но в долгосрочной перспективе для получения преимуществ от данного процесса страна должна увеличить свой уровень развития (с. 76)</p>	

Источники	Методы, период и страны	Показатели, характеризующие экономическое состояние стран	Показатели, характеризующие финансовую либерализацию	Результаты
<p>Hwa T., Raghavan M., Huey T. Macro-Financial Effects of Portfolio Flows: Malaysia's Experience. CAMA Working Paper N 35/2017. – 2017. – 37 p. – URL: https://papers.ssrn.com/Sol3/papers.cfm?abstract_id=2962154 (дата обращения: 13.09.2021).</p>	<p>Модель SVAR (краткосрочные ограничения) за 2000–2015 годы (по месячным данным), Малайзия</p>	<p>Индекс потребительских цен, мировой индекс промышленного производства, глобальная ликвидность, процентная ставка, индекс промышленного производства, номинальный эффективный обменный курс и др.</p>	<p>Потоки портфельного капитала (платежный баланс)</p>	<p>Приток портфельного капитала имеет существенный вклад в экономический рост Малайзии. Однако портфельные потоки несут риски для экономики во время оттока капитала, но из-за редкости возникновения подобной ситуации данный риск нивелируется</p>

Источник: составлено автором.

**Особенности экономической политики, оказывающие влияние на
последствия проведения финансовой либерализации развивающихся
стран**

Таблица Б.1 – Основные характеристики экономических политик развивающихся стран

Страна	Банковский сектор	Изменения в режиме валютного курса	Участие государства в экономике	Налогово-бюджетная политика	Денежно-кредитная политика
Аргентина	Предоставление доступа на внутренний финансовый рынок для иностранных банков. Темпы роста вклада финансовых операций в ВВП превышают рост обрабатывающей промышленности. Больше 1/3 всех активов банков принадлежит государству	Установка валютного совета, а после кризиса 2001 года принятие двойного обменного курса с последующим переходом на плавающий обменный курс	Приватизация ключевых отраслей (нефтедобыча, телекоммуникации и др.) и разрешение по осуществлению прямых иностранных инвестиций в них. После кризиса 2001 года произошла частичная их национализация	Политика усиления фискальной дисциплины (увеличение ставок по налогам, сокращение государственных расходов), но после рецессии стимулирование внутреннего спроса и повышение благосостояния граждан	До кризиса 2001 года ЦБ Аргентины не мог проводить автономную денежно-кредитную политику. После дефолта 2001 года целью данной политики стала стабильность национальной валюты
Бразилия	Приватизация почти всех государственных региональных банков. Но федеральное правительство контролирует 40 % всех банковских активов и проводит антициклическую политику во время кризиса 2008–2009 годов	От валютного коридора к попытке установить режим свободного плавающего курса, но из-за кризиса 2008–2009 годов ЦБ приходится его корректировать	Частичная приватизация государственных предприятий в стратегических отраслях экономики при сохранении контрольного пакета акций. Высокая доля инвестиций поступает из-за рубежа. В инфраструктуре широко используются концессионные соглашения	Финансирование и регулирование государством крупных национальных компаний, вложение средств в поиск новых месторождений. В последние годы наблюдается сокращение расходов бюджета и упрощение налоговой системы	Переход от цели поддержания стабильности обменного курса к таргетированию инфляции. Политика высоких процентных ставок

Страна	Банковский сектор	Изменения в режиме валютного курса	Участие государства в экономике	Налогово-бюджетная политика	Денежно-кредитная политика
Индия	Частичная приватизация банковского сектора, разрешение участия в национальном рынке иностранным банкам. Государство сохраняет ведущую роль на банковском рынке. Произошло только частичное дерегулирование процентных ставок	Установлен режим управляемого плавающего курса	Широкомасштабная приватизация государственных предприятий, сохранение трех стратегических отраслей экономики. Приватизация увеличила прямые инвестиции из-за рубежа. Полученные доходы от приватизации направлены на погашение дефицита бюджета	Сдерживание бюджетного дефицита и упрощение налоговой системы. В кризисное время наблюдается антициклическая политика (снижение налоговой нагрузки, государственные инвестиции)	Установлена цель поддержания стабильности обменного курса и проведение политики таргетирования инфляции. Накопление международных резервов
Индонезия	Несмотря на проводимую политику финансовой либерализации (снят контроль за процентными ставками и разрешен доступ для частных банков, в том числе иностранным), больше 40 % всей банковской системы остается под контролем государства	С 1997 года установлен режим свободного плавающего обменного курса, но де-факто – режим управляемого плавающего обменного курса	Конституционно установлен запрет на приватизацию предприятий в ключевых секторах экономики. Несмотря на частичную приватизацию, государство сохраняет контроль более чем над половиной экономики	Проводится политика фискальной консолидации в связи с кризисом 1997–1998 годов и необходимостью получить финансирование от МВФ (одно из важнейших условий). Во время глобальной финансовой нестабильности 2008–2009 годов фискальная политика принимает экспансионистский характер	Основной целью денежной кредитной политики является обеспечение стабильности внутренних цен. Однако наблюдается вмешательство ЦБ в регулирование обменного курса с целью обеспечения его стабильности

Китай	Все банки являются государственными; ставка по депозитам для банков регулируется Народным банком Китая; доля иностранных банков около 1 %	Де-факто привязан к доллару США	Вклад государственных предприятий – от 30 % до 40 % в ВВП. Запрещены инвестиции в ключевые отрасли экономики	Политика стимулирования внутреннего спроса	Недооцененность национальной валюты с накоплением международных резервов, сокращение процентных ставок
Турция	Банковский сектор Турции равномерно разделен между государственными, частными и иностранными банками. В последнее время отмечается значительный рост иностранных активов в банковском секторе	В Турции установлен режим плавающего курса с осуществлением валютных интервенций с целью поддержки стабильности национальной валюты. До кризиса 1999 года был установлен режим скользящей привязки к доллару США	Проведена широкомасштабная приватизация, в том числе стратегических секторов экономики	Сокращение дефицита бюджета путем увеличения налоговой нагрузки и сокращения государственных расходов	Целью денежно-кредитной политики является поддержание низкого уровня инфляции и стабилизации валюты. В кризисное время осуществляется внешнее финансирование

Источник: составлено автором.

Приложение В
(обязательное)

Используемые статистические данные для модели SVAR

Таблица Б.1 – Используемые статистические данные для модели SVAR

Показатель (единицы измерения)	Источники данных
Статистические показатели международной инвестиционной позиции и платежного баланса по кварталам	Balance of Payments and International Investment Position // IMF. URL: http://data.imf.org/ (дата обращения: 18.02.2020)
Валовой внутренний продукт (квартальные данные)	National Accounts, Expenditure, Gross Domestic Product, Nominal, Domestic Currency // IMF. URL: http://data.imf.org/ (дата обращения: 23.05.2021). Обменный курс для пересчета в долларах США: Exchange Rates, Domestic Currency per U.S. Dollar, Period Average, Rate // IMF. URL: http://data.imf.org/ (дата обращения: 23.05.2021)
Реальный эффективный обменный курс	Бразилия, Россия: Exchange Rates, Real Effective Exchange Rate based on Consumer Price Index, Index // IMF. URL: http://data.imf.org/ (дата обращения: 18.02.2020) Аргентина, Индия, Индонезия, Турция: BIS effective exchange rates monthly // BIS statistics. URL: https://stats.bis.org/ (дата обращения: 23.05.2021)
Индекс потребительских цен (базовый год = 2010)	Все страны, кроме Аргентины: Prices, Consumer Price Index, All items, Index // IMF. URL: http://data.imf.org/ (дата обращения: 23.05.2021) Аргентина: BIS long consumer price index // BIS statistics. URL: https://stats.bis.org/ (дата обращения: 23.05.2021)
Реальный валовой внутренний продукт (базовый год = 2010)	Gross domestic product – expenditure approach (VPVOBARSA: US dollars, volume estimates, fixed PPPs, OECD reference year, annual levels, seasonally adjusted) // OECD Statistics. URL: https://stats.oecd.org/ (дата обращения: 12.12.2021)
Мировой реальный валовой региональный продукт (базовый год = 2010)	GDP, constant 2010 US\$, millions, seas. adj., [NYGDPMKTPSAKD] – World [WLT] // The World Bank Group. URL: https://databank.worldbank.org/ (дата обращения: 23.05.2021)

Источник: составлено автором.

Приложение Г
(обязательное)

Алгоритм заполнения пробелов в статистических данных международной инвестиционной позиции на основе данных счета операций с капиталом платежного баланса

Международная инвестиционная позиция (далее – МИП) представляет собой статистический отчет о состоянии внешних финансовых активов и обязательств на конец определенного периода. В то же время на счете операций с капиталом отражаются изменения в финансовых активах и обязательствах за данный период времени. Следовательно, имея статистические данные по платежному балансу, мы можем заполнить пробелы в данных МИП¹.

Но следует учесть, что происходящие изменения в МИП не всегда совпадают с данными, представленными в платежном балансе. Такие расхождения объясняются рядом причин: переоценкой стоимости активов в результате изменения цен; изменением стоимости активов и обязательств из-за переклассификации или стихийных бедствий².

В таблице Г.1 представлены доступные данные ($c_1, \dots, c_6; q_1, q_2$) и данные, которые необходимо вычислить (x_1, x_2, x_3).

В настоящей работе будут использованы две методики нахождения данных в зависимости от следующих ситуаций.

1) Пропущены квартальные и годовые данные в МИП. В этом случае из последнего раннего доступного значения МИП (q_2) вычитается значение чистого приобретения финансовых активов/обязательств за данный период времени, например, $x_3 = q_2 - c_6; x_2 = x_3 - c_5; x_1 = x_2 - c_4$.

¹ Руководство по платежному балансу и международной инвестиционной позиции. – 6-е изд. (РПБ6). – Вашингтон : Международный Валютный Фонд, 2012. – 463 с.

² Методологический комментарий к финансовому счету и балансам активов и обязательств системы национальных счетов Российской Федерации / Центральный банк Российской Федерации. – URL: https://www.cbr.ru/statistics/fafbs/m_komm.pdf (дата обращения: 13.12.2019).

Таблица Г.1 – Условные обозначения статистических показателей из МИП и платежного баланса

Период	Данные из платежного баланса	Данные из МИП
Квартал 4	c_1	q_1
Год 1	$c_2 = c_3 + c_4 + c_5 + c_6$	q_2
Квартал 1	c_3	x_1
Квартал 2	c_4	x_2
Квартал 3	c_5	x_3
Квартал 4	c_6	q_2

Источник: составлено автором.

2) Пропущены квартальные данные в МИП, но представлена их годовая динамика. Мы можем предположить, что квартальные данные МИП вычисляются по следующим формулам: $x_3 = q_2 - c_6$; $x_2 = x_3 - c_5$; $x_1 = x_2 - c_4$. Но сумма годовых изменений по платежному балансу не равна МИП ($c_3 + c_4 + c_5 + c_6 \neq q_2 - q_1$ или $c_2 \neq q_2 - q_1$). Следовательно, вычислим возникающее приращение значения в текущем году в МИП ($q_2 - q_1 = \Delta$). Далее определим коэффициент k , который покажет, сколько дополнительных единиц из МИП приходится на одну единицу платежного баланса в текущем году ($k = \Delta / c_2$). Таким образом, через коэффициент k можно выразить квартальные данные: $x_3 = q_2 - c_6 * k$; $x_2 = x_3 - c_5 * k$; $x_1 = x_2 - c_4 * k$. Примечание: если рассчитанный коэффициент равен 0, то коэффициент k принимается за 1.

Приложение Д
(обязательное)
Расчеты по моделям SVAR (EViews)

Аргентина

	ФЛ	РВВП	РЭОК	ИПЦ	МРВВП
ФЛ	1,00	-0,38	-0,75	0,36	-0,03
РВВП	-0,38	1,00	0,17	-0,11	0,48
РЭОК	-0,75	0,17	1,00	-0,53	-0,08
ИПЦ	0,36	-0,11	-0,53	1,00	0,00
МРВВП	-0,03	0,48	-0,08	0,00	1,00

Рисунок Д.1 – Коэффициенты парной корреляции по Аргентине

Источник: составлено и рассчитано автором в программе EViews.

Endogenous variables: ФЛ РВВП РЭОК ИПЦ

Exogenous variables: С МРВВП

Sample: 1994Q1 2018Q4

Included observations: 91

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	615.6690	NA	1.86e-11	-13.35536	-13.13463	-13.26631
1	716.7279	188.7912	2.87e-12	-15.22479	-14.56258	-14.95763
2	757.1167	71.90102	1.69e-12*	-15.76081*	-14.65713*	-15.31554*
3	768.3937	19.08409	1.88e-12	-15.65700	-14.11186	-15.03363
4	775.7749	11.84242	2.30e-12	-15.46758	-13.48097	-14.66611
5	785.3115	14.46211	2.70e-12	-15.32553	-12.89744	-14.34595
6	801.2608	22.78475	2.77e-12	-15.32441	-12.45486	-14.16673
7	824.0062	30.49382*	2.48e-12	-15.47266	-12.16164	-14.13687
8	833.4125	11.78372	3.02e-12	-15.32775	-11.57525	-13.81385

* indicates lag order selected by the criterion

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5 % level)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

Рисунок Д.2 – Критерии выбора предпочтительной длины лага в VAR-модели по Аргентине

Источник: составлено и рассчитано автором в программе EViews.

Sample (adjusted): 1994Q4 2018Q4
 Included observations: 97 after adjustments
 Standard errors in () & t-statistics in []

	ФЛ	РВВП	РЭОК	ИПЦ
ФЛ(-1)	0.330659 (0.13014) [2.54079]	0.027866 (0.01975) [1.41114]	-0.363194 (0.06572) [-5.52605]	0.088732 (0.01487) [5.96844]
ФЛ(-2)	-0.515648 (0.14544) [-3.54542]	0.019374 (0.02207) [0.87792]	0.345254 (0.07345) [4.70046]	-0.070893 (0.01661) [-4.26687]
РВВП(-1)	-2.405095 (0.69928) [-3.43940]	0.381086 (0.10610) [3.59159]	0.933639 (0.35315) [2.64372]	-0.119384 (0.07988) [-1.49447]
РВВП(-2)	-1.158772 (0.72699) [-1.59394]	0.107765 (0.11031) [0.97693]	0.454091 (0.36715) [1.23681]	0.019550 (0.08305) [0.23540]
РЭОК(-1)	0.053561 (0.29012) [0.18462]	0.049106 (0.04402) [1.11548]	-0.078806 (0.14652) [-0.53786]	-0.029139 (0.03314) [-0.87919]
РЭОК(-2)	-0.541586 (0.23225) [-2.33186]	-0.001311 (0.03524) [-0.03721]	0.175196 (0.11729) [1.49364]	0.073622 (0.02653) [2.77481]
ИПЦ(-1)	1.182217 (0.93763) [1.26086]	-0.058419 (0.14227) [-0.41062]	-0.735567 (0.47353) [-1.55338]	0.869526 (0.10711) [8.11788]
ИПЦ(-2)	-1.907065 (0.83876) [-2.27367]	0.075090 (0.12727) [0.59001]	0.830697 (0.42359) [1.96107]	0.080602 (0.09582) [0.84120]
С	0.018796 (0.02561) [0.73385]	-0.009472 (0.00389) [-2.43722]	-0.003002 (0.01293) [-0.23207]	0.002345 (0.00293) [0.80150]
МРВВП	2.320101 (2.69489) [0.86093]	1.684055 (0.40891) [4.11841]	-2.636902 (1.36099) [-1.93749]	0.130902 (0.30786) [0.42521]
R-squared	0.471047	0.403776	0.597462	0.839439
Adj. R-squared	0.416327	0.342098	0.555820	0.822830
Sum sq. resids	1.143126	0.026319	0.291555	0.014918
S.E. equation	0.114627	0.017393	0.057890	0.013095
F-statistic	8.608414	6.546486	14.34764	50.53902
Log likelihood	77.74876	260.6538	144.0140	288.1880
Akaike AIC	-1.396882	-5.168120	-2.763175	-5.735835
Schwarz SC	-1.131448	-4.902685	-2.497741	-5.470401
Mean dependent	0.008019	0.004763	-0.015458	0.026040
S.D. dependent	0.150039	0.021443	0.086860	0.031110
Determinant resid covariance (dof adj.)		9.90E-13		
Determinant resid covariance		6.41E-13		
Log likelihood		811.1594		
Akaike information criterion		-15.90019		
Schwarz criterion		-14.83846		
Number of coefficients		40		

Рисунок Д.3 – Результаты оценивания VAR-модели по Аргентине

Источник: составлено и рассчитано автором в программе EViews.

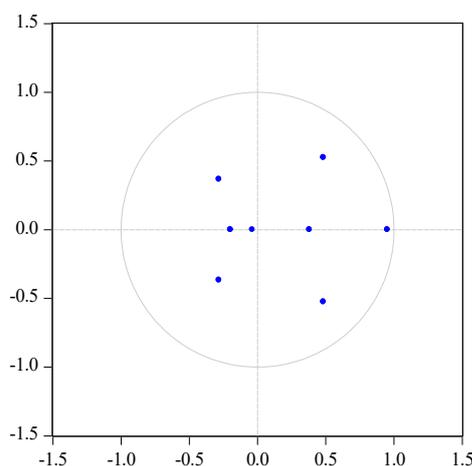


Рисунок Д.4 – Тест на стационарность VAR-модели с помощью характеристического AR-полинома (Аргентина)

Источник: составлено и рассчитано автором в программе EViews.

Sample (adjusted): 1994Q4 2018Q4
 Included observations: 97 after adjustments
 Estimation method: Maximum likelihood via Newton-Raphson (analytic derivatives)
 Convergence achieved after 14 iterations
 Structural VAR is just-identified

Model: $e = \Phi \cdot F_u$ where $E[uu'] = I$

F =

	C(1)	0	0	0
	C(2)	C(5)	0	0
	C(3)	C(6)	C(8)	0
	C(4)	C(7)	C(9)	C(10)
	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C(1)	0.159872	0.011478	13.92839	0.0000
C(2)	-0.012800	0.002715	-4.714895	0.0000
C(3)	-0.038905	0.006619	-5.877817	0.0000
C(4)	-0.105341	0.021826	-4.826440	0.0000
C(5)	0.025160	0.001806	13.92839	0.0000
C(6)	0.026300	0.005696	4.617340	0.0000
C(7)	-0.123808	0.018443	-6.712950	0.0000
C(8)	0.052926	0.003800	13.92839	0.0000
C(9)	-0.089468	0.014828	-6.033596	0.0000
C(10)	0.131628	0.009450	13.92839	0.0000
Log likelihood	790.0517			
Estimated S matrix:				
	0.048485	0.012759	-0.039021	0.095410
	-0.010480	0.013668	-0.001038	-0.002194
	-0.004503	0.000628	0.056336	-0.012522
	-0.007653	-0.004833	-0.006816	0.006564
Estimated F matrix:				
	0.159872	0.000000	0.000000	0.000000
	-0.012800	0.025160	0.000000	0.000000
	-0.038905	0.026300	0.052926	0.000000
	-0.105341	-0.123808	-0.089468	0.131628

Рисунок Д.5 – Результаты оценивания SVAR-модели по Аргентине

Источник: составлено и рассчитано автором в программе EViews.

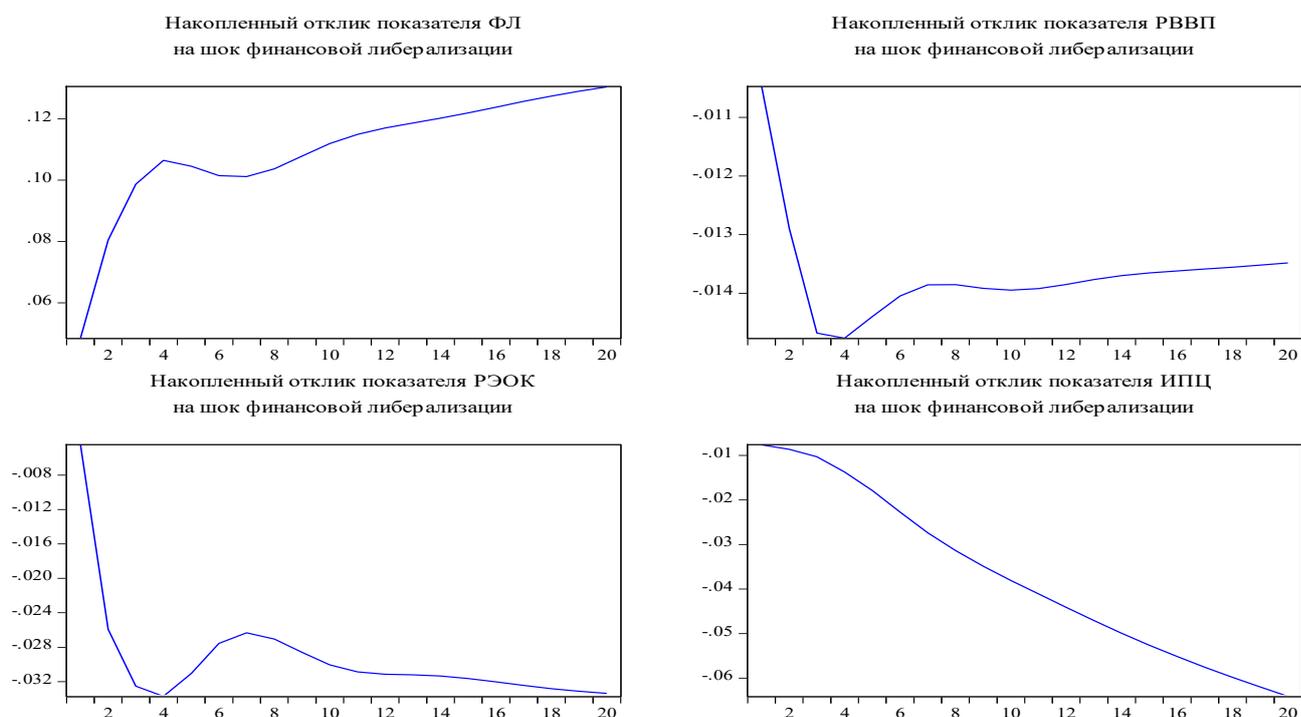


Рисунок Д.6 – Накопленные отклики эндогенных переменных на шок финансовой интеграции модели SVAR по Аргентине за 5 лет

Источник: составлено и рассчитано автором в программе EViews.

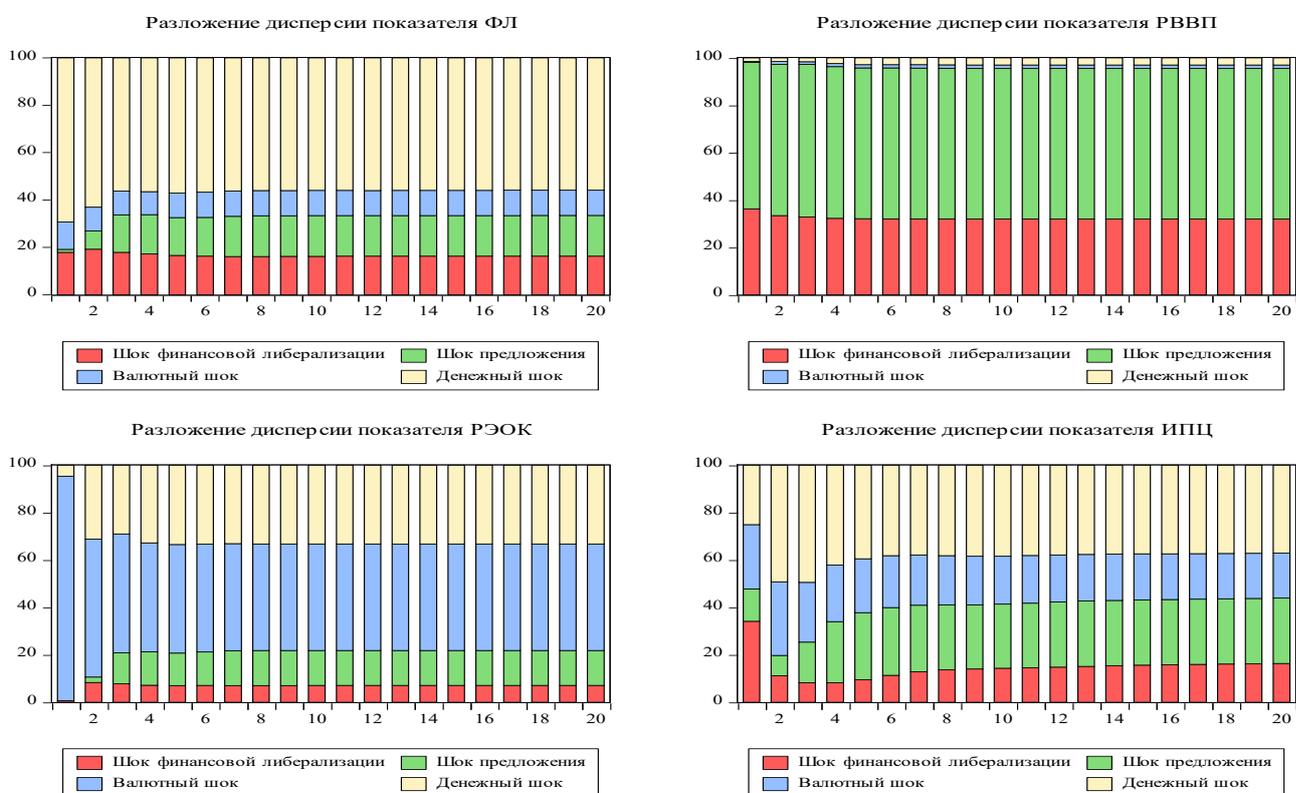


Рисунок Д.7 – Результаты декомпозиции дисперсии по влиянию структурного шока на эндогенные переменные модели SVAR по Аргентине за 5 лет

Источник: составлено и рассчитано автором в программе EViews.

Бразилия

	ФЛ	РВВП	РЭОК	ИПЦ	МРВВП
ФЛ	1,00	-0,21	-0,86	0,03	-0,16
РВВП	-0,21	1,00	0,23	-0,05	0,44
РЭОК	-0,86	0,23	1,00	0,00	0,24
ИПЦ	0,03	-0,05	0,00	1,00	-0,10
МРВВП	-0,16	0,44	0,24	-0,10	1,00

Рисунок Д.8 – Коэффициенты парной корреляции по Бразилии

Источник: составлено и рассчитано автором в программе EViews.

Endogenous variables: ФЛ РВВП РЭОК ИПЦ
 Exogenous variables: С МРВВП
 Sample: 1996Q1 2018Q4
 Included observations: 83

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	815.0803	NA	4.21e-14	-19.44772	-19.21458	-19.35405
1	854.1791	72.54475	2.41e-14*	-20.00432*	-19.30489*	-19.72333*
2	861.1415	12.24707	3.01e-14	-19.78654	-18.62084	-19.31823
3	873.6271	20.75917	3.31e-14	-19.70186	-18.06987	-19.04622
4	891.5504	28.07276*	3.20e-14	-19.74820	-17.64993	-18.90524
5	904.2053	18.60111	3.56e-14	-19.66760	-17.10304	-18.63730
6	921.6428	23.95026	3.56e-14	-19.70224	-16.67140	-18.48461
7	933.9463	15.71293	4.09e-14	-19.61316	-16.11604	-18.20822
8	943.3248	11.07340	5.13e-14	-19.45361	-15.49021	-17.86134

* indicates lag order selected by the criterion

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

Рисунок Д.9 – Критерии выбора предпочтительной длины лага в VAR-модели по Бразилии

Источник: составлено и рассчитано автором в программе EViews.

Sample (adjusted): 1996Q3 2018Q4
 Included observations: 90 after adjustments
 Standard errors in () & t-statistics in []

	ФЛ	РВВП	РЭОК	ИПЦ
ФЛ(-1)	0.097797 (0.19964) [0.48987]	0.015184 (0.04473) [0.33947]	-0.049738 (0.28567) [-0.17411]	0.030254 (0.02867) [1.05508]
РВВП(-1)	-0.105037 (0.45484) [-0.23093]	0.077531 (0.10190) [0.76084]	0.190663 (0.65084) [0.29295]	0.029318 (0.06533) [0.44878]
РЭОК(-1)	-0.006581 (0.14132) [-0.04657]	0.023150 (0.03166) [0.73114]	0.059063 (0.20223) [0.29207]	-0.029039 (0.02030) [-1.43057]
ИПЦ(-1)	-1.785736 (0.58258) [-3.06522]	-0.213345 (0.13052) [-1.63457]	2.340274 (0.83364) [2.80730]	0.503598 (0.08368) [6.01831]
C	0.046983 (0.01369) [3.43172]	0.001735 (0.00307) [0.56572]	-0.063727 (0.01959) [-3.25294]	0.006296 (0.00197) [3.20157]
MPBВП	-1.407773 (1.20278) [-1.17043]	0.965684 (0.26947) [3.58364]	3.245490 (1.72111) [1.88569]	0.060405 (0.17276) [0.34965]
R-squared	0.132497	0.231615	0.145544	0.403854
Adj. R-squared	0.080860	0.185877	0.094684	0.368369
Sum sq. resids	0.208795	0.010480	0.427526	0.004308
S.E. equation	0.049856	0.011170	0.071341	0.007161
F-statistic	2.565927	5.064025	2.861639	11.38100
Log likelihood	145.2752	279.9093	113.0253	319.9197
Akaike AIC	-3.095004	-6.086874	-2.378339	-6.975994
Schwarz SC	-2.928350	-5.920220	-2.211685	-6.809340
Mean dependent	0.010088	0.005755	-0.004630	0.015099
S.D. dependent	0.052003	0.012379	0.074979	0.009010
Determinant resid covariance (dof adj.)		2.06E-14		
Determinant resid covariance		1.56E-14		
Log likelihood		919.6561		
Akaike information criterion		-19.90347		
Schwarz criterion		-19.23685		
Number of coefficients		24		

Рисунок Д.10 – Результаты оценивания VAR-модели по Бразилии

Источник: составлено и рассчитано автором в программе EViews.

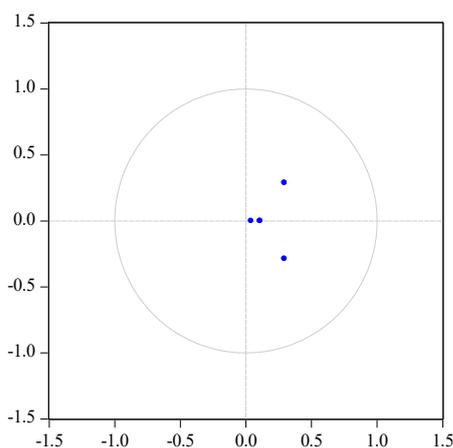


Рисунок Д.11 – Тест на стационарность VAR-модели с помощью характеристического AR-полинома (Бразилия)

Источник: составлено и рассчитано автором в программе EViews.

Sample (adjusted): 1996Q3 2018Q4
 Included observations: 90 after adjustments
 Estimation method: Maximum likelihood via Newton-Raphson (analytic derivatives)
 Convergence achieved after 16 iterations
 Structural VAR is just-identified

Model: $e = \Phi \cdot F_u$ where $E[uu'] = I$

F =

	C(1)	0	0	0
	C(2)	C(5)	0	0
	C(3)	C(6)	C(8)	0
	C(4)	C(7)	C(9)	C(10)
	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C(1)	0.046737	0.003484	13.41641	0.0000
C(2)	-0.004990	0.001279	-3.901657	0.0001
C(3)	-0.054279	0.005881	-9.229656	0.0000
C(4)	0.001372	0.001427	0.960964	0.3366
C(5)	0.011608	0.000865	13.41641	0.0000
C(6)	0.005742	0.004247	1.352048	0.1764
C(7)	-0.002317	0.001413	-1.639328	0.1011
C(8)	0.040083	0.002988	13.41641	0.0000
C(9)	-0.000121	0.001403	-0.086508	0.9311
C(10)	0.013307	0.000992	13.41641	0.0000
Log likelihood	907.2374			
Estimated S matrix:				
	0.043735	-0.002880	4.71E-05	0.023762
	-0.003763	0.010081	-0.000954	0.002839
	-0.051007	0.008611	0.037999	-0.031141
	-0.002163	-0.001324	0.001104	0.006605
Estimated F matrix:				
	0.046737	0.000000	0.000000	0.000000
	-0.004990	0.011608	0.000000	0.000000
	-0.054279	0.005742	0.040083	0.000000
	0.001372	-0.002317	-0.000121	0.013307

Рисунок Д.12 – Результаты оценивания SVAR-модели по Бразилии

Источник: составлено и рассчитано автором в программе EViews.

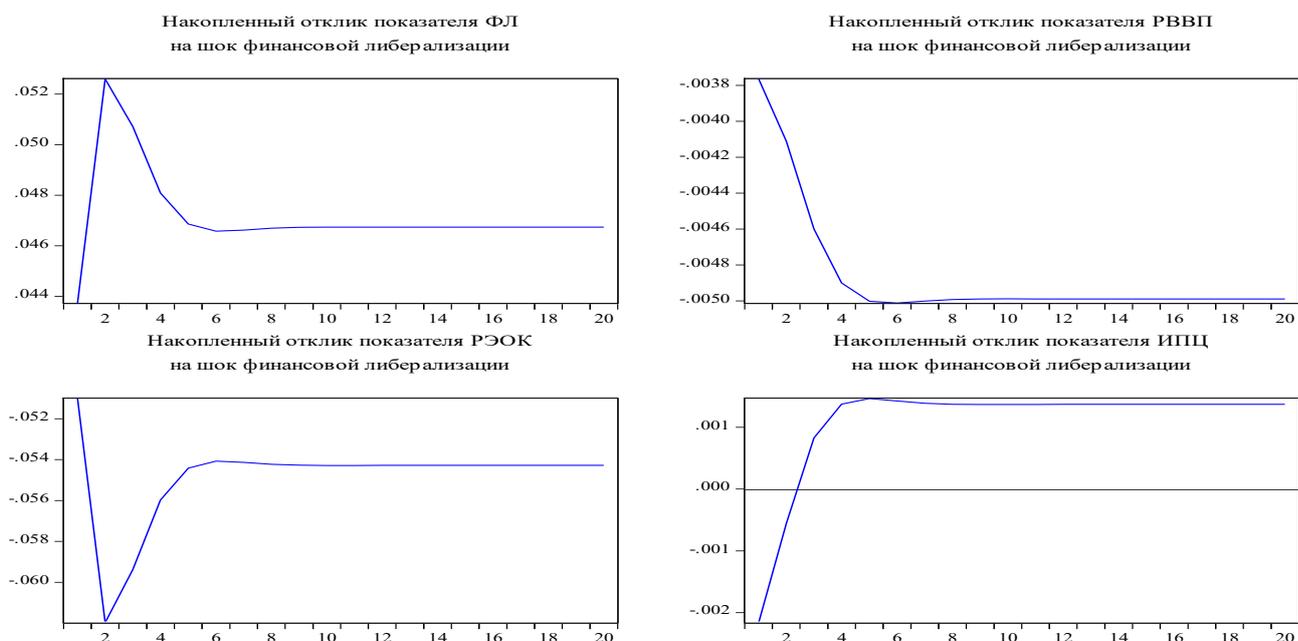


Рисунок Д.13 – Накопленные отклики эндогенных переменных на шок финансовой интеграции модели SVAR по Бразилии за 5 лет

Источник: составлено и рассчитано автором в программе EViews.

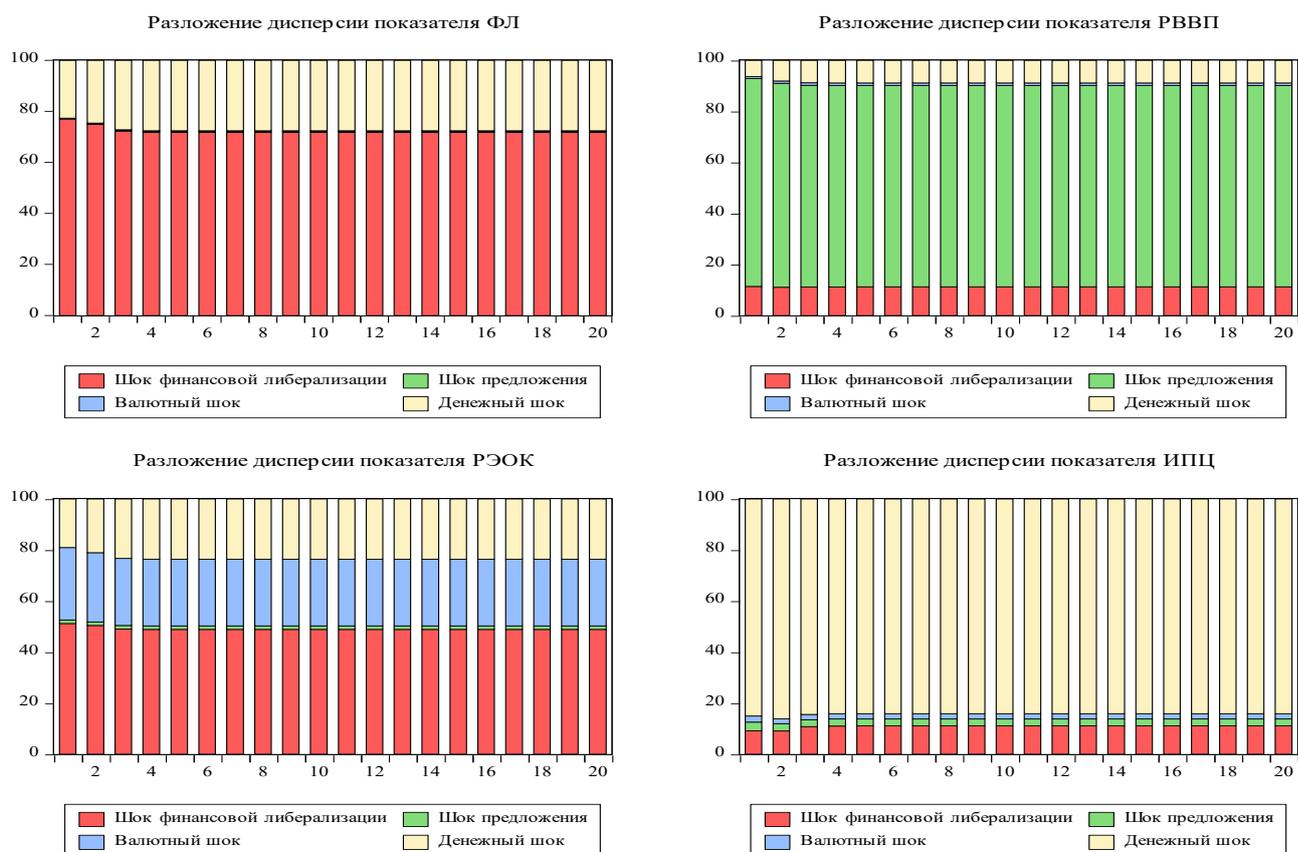


Рисунок Д.14 – Результаты декомпозиции дисперсии по влиянию структурного шока на эндогенные переменные модели SVAR по Бразилии за 5 лет

Источник: составлено и рассчитано автором в программе EViews.

Индонезия

	ФЛ	РВВП	РЭОК	ИПЦ	МРВВП
ФЛ	1,00	-0,27	-0,91	0,37	-0,15
РВВП	-0,27	1,00	0,21	-0,62	0,11
РЭОК	-0,91	0,21	1,00	-0,27	0,16
ИПЦ	0,37	-0,62	-0,27	1,00	-0,10
МРВВП	-0,15	0,11	0,16	-0,10	1,00

Рисунок Д.15 – Коэффициенты парной корреляции по Индонезии

Источник: составлено и рассчитано автором в программе EViews.

Endogenous variables: ФЛ РВВП РЭОК ИПЦ
 Exogenous variables: С МРВВП
 Sample: 1994Q1 2018Q4
 Included observations: 91

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	685.5278	NA	4.01e-12	-14.89072	-14.66999	-14.80167
1	788.9150	193.1409	5.88e-13	-16.81132	-16.14911*	-16.54416*
2	810.5702	38.55104	5.21e-13	-16.93561	-15.83193	-16.49034
3	824.1392	22.96298	5.53e-13	-16.88218	-15.33704	-16.25881
4	856.4696	51.87064	3.90e-13	-17.24109	-15.25448	-16.43961
5	873.5004	25.82698	3.89e-13*	-17.26374*	-14.83566	-16.28416
6	883.9458	14.92196	4.51e-13	-17.14167	-14.27211	-15.98398
7	897.0692	17.59404	4.98e-13	-17.07844	-13.76742	-15.74265
8	920.9698	29.94148*	4.40e-13	-17.25208	-13.49959	-15.73819

* indicates lag order selected by the criterion

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

Рисунок Д.16 – Критерии выбора предпочтительной длины лага в VAR-модели по Индонезии

Источник: составлено и рассчитано автором в программе EViews.

Sample (adjusted): 1995Q3 2018Q4
 Included observations: 94 after adjustments
 Standard errors in () & t-statistics in []

	ФЛ	РВВП	РЭОК	ИПЦ		ФЛ	РВВП	РЭОК	ИПЦ
ФЛ(-1)	0.399436 (0.30351) [1.31604]	-0.020711 (0.02923) [-0.70854]	0.059492 (0.23064) [0.25795]	-0.087894 (0.05945) [-1.47839]	РЭОК(-4)	0.535420 (0.38956) [1.37442]	-0.043079 (0.03752) [-1.14825]	-0.601289 (0.29603) [-2.03120]	0.123134 (0.07631) [1.61365]
ФЛ(-2)	-0.157409 (0.30746) [-0.51197]	-0.032402 (0.02961) [-1.09429]	-0.098609 (0.23364) [-0.42206]	0.023506 (0.06023) [0.39029]	РЭОК(-5)	-0.343650 (0.35955) [-0.95577]	-0.001067 (0.03463) [-0.03081]	0.233069 (0.27322) [0.85304]	-0.091686 (0.07043) [-1.30181]
ФЛ(-3)	-0.199937 (0.30797) [-0.64920]	0.018325 (0.02966) [0.61784]	0.104130 (0.23403) [0.44495]	-0.054836 (0.06033) [-0.90900]	ИПЦ(-1)	-1.611205 (0.80885) [-1.99196]	-0.136485 (0.07790) [-1.75210]	1.045350 (0.61464) [1.70074]	0.184841 (0.15844) [1.16664]
ФЛ(-4)	0.477972 (0.27199) [1.75729]	-0.011319 (0.02619) [-0.43212]	-0.335317 (0.20669) [-1.62235]	0.089714 (0.05328) [1.68387]	ИПЦ(-2)	-0.397988 (0.87635) [-0.45414]	0.041872 (0.08440) [0.49612]	0.334293 (0.66593) [0.50199]	0.077207 (0.17166) [0.44977]
ФЛ(-5)	-0.335612 (0.23938) [-1.40199]	0.001876 (0.02305) [0.08139]	0.227500 (0.18191) [1.25064]	-0.060197 (0.04689) [-1.28378]	ИПЦ(-3)	-0.504118 (0.84858) [-0.59407]	0.012544 (0.08172) [0.15349]	0.094121 (0.64483) [0.14596]	0.009762 (0.16622) [0.05873]
РВВП(-1)	-1.561801 (1.41591) [-1.10304]	-0.079409 (0.13636) [-0.58234]	0.927465 (1.07594) [0.86200]	-0.612741 (0.27735) [-2.20927]	ИПЦ(-4)	0.521016 (0.78870) [0.66061]	-0.107740 (0.07596) [-1.41844]	0.095147 (0.59933) [0.15876]	0.178632 (0.15449) [1.15627]
РВВП(-2)	-0.353106 (1.16163) [-0.30398]	-0.098794 (0.11187) [-0.88310]	0.029085 (0.88272) [0.03295]	-0.223232 (0.22754) [-0.98106]	ИПЦ(-5)	-0.002599 (0.69530) [-0.00374]	-0.080540 (0.06696) [-1.20278]	-0.099198 (0.52835) [-0.18775]	-0.075247 (0.13620) [-0.55250]
РВВП(-3)	-0.461888 (1.17279) [-0.39384]	0.143417 (0.11295) [1.26977]	1.054198 (0.89120) [1.18290]	0.251507 (0.22973) [1.09481]	C	0.097000 (0.06418) [1.51140]	0.014618 (0.00618) [2.36497]	-0.082967 (0.04877) [-1.70122]	0.013355 (0.01257) [1.06235]
РВВП(-4)	-3.209828 (1.20641) [-2.66065]	0.149448 (0.11619) [1.28629]	2.318981 (0.91674) [2.52959]	-0.050473 (0.23631) [-0.21359]	MPBВП	-4.670127 (2.85475) [-1.63592]	0.335638 (0.27493) [1.22080]	4.160314 (2.16931) [1.91780]	0.459758 (0.55919) [0.82218]
РВВП(-5)	3.737495 (1.06636) [3.50491]	-0.138104 (0.10270) [-1.34475]	-2.414928 (0.81032) [-2.98020]	0.284069 (0.20888) [1.35996]	R-squared	0.532928	0.723028	0.465167	0.699408
РЭОК(-1)	0.019375 (0.36266) [0.05343]	0.093229 (0.03493) [2.66925]	0.317221 (0.27559) [1.15108]	-0.229836 (0.07104) [-3.23537]	Adj. R-squared	0.396699	0.642244	0.309174	0.611735
РЭОК(-2)	-0.517620 (0.39334) [-1.31595]	-0.000101 (0.03788) [-0.00266]	0.154381 (0.29890) [0.51650]	-0.046573 (0.07705) [-0.60447]	Sum sq. resids	0.744757	0.006908	0.430054	0.028576
РЭОК(-3)	0.234822 (0.39228) [0.59861]	0.055403 (0.03778) [1.46651]	-0.166034 (0.29809) [-0.55699]	-0.076509 (0.07684) [-0.99570]	S.E. equation	0.101705	0.009795	0.077285	0.019922
					F-statistic	3.911999	8.950194	2.981978	7.977495
					Log likelihood	94.00539	313.9856	119.8153	247.2485
					Akaike AIC	-1.532030	-6.212459	-2.081177	-4.792522
					Schwarz SC	-0.936790	-5.617220	-1.485937	-4.197283
					Mean dependent	0.001767	0.010485	-0.001219	0.021660
					S.D. dependent	0.130941	0.016376	0.092985	0.031972
					Determinant resid covariance (dof adj.)	1.73E-13			
					Determinant resid covariance	5.96E-14			
					Log likelihood	897.6931			
					Akaike information criterion	-17.22751			
					Schwarz criterion	-14.84655			
					Number of coefficients	88			

Рисунок Д.17 – Результаты оценивания VAR-модели по Индонезии

Источник: составлено и рассчитано автором в программе EViews.

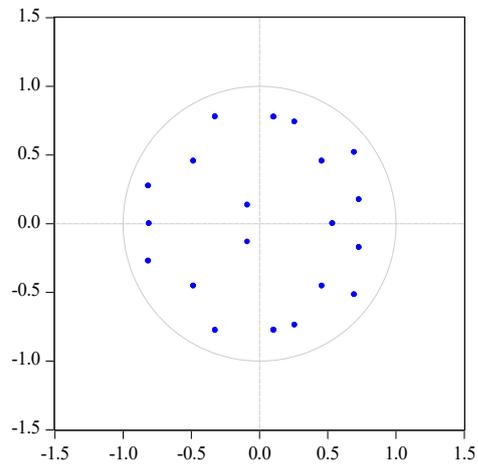


Рисунок Д.18 – Тест на стационарность VAR-модели с помощью характеристического AR-полинома (Индонезия)

Источник: составлено и рассчитано автором в программе EViews.

Sample (adjusted): 1995Q3 2018Q4
 Included observations: 94 after adjustments
 Estimation method: Maximum likelihood via Newton-Raphson (analytic derivatives)
 Convergence achieved after 19 iterations
 Structural VAR is just-identified

Model: $e = \Phi * Fu$ where $E[uu'] = I$
 F =

	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C(1)	0.079041	0.005765	13.71131	0.0000
C(2)	-0.018783	0.002611	-7.193060	0.0000
C(3)	-0.043318	0.004873	-8.889590	0.0000
C(4)	0.028748	0.005312	5.412334	0.0000
C(5)	0.021554	0.001572	13.71131	0.0000
C(6)	0.022302	0.003334	6.688195	0.0000
C(7)	-0.044471	0.003647	-12.19522	0.0000
C(8)	0.028222	0.002058	13.71131	0.0000
C(9)	0.001911	0.001661	1.150593	0.2499
C(10)	0.016046	0.001170	13.71131	0.0000
Log likelihood	847.5669			
Estimated S matrix:				
	0.083974	-0.047260	0.005834	0.032011
	-0.003434	0.007709	-0.002429	0.004338
	-0.048934	0.047786	0.027181	-0.023584
	0.004536	-0.013053	0.010267	0.010026
Estimated F matrix:				
	0.079041	0.000000	0.000000	0.000000
	-0.018783	0.021554	0.000000	0.000000
	-0.043318	0.022302	0.028222	0.000000
	0.028748	-0.044471	0.001911	0.016046

Рисунок Д. 19 – Результаты оценивания SVAR-модели по Индонезии

Источник: составлено и рассчитано автором в программе EViews.

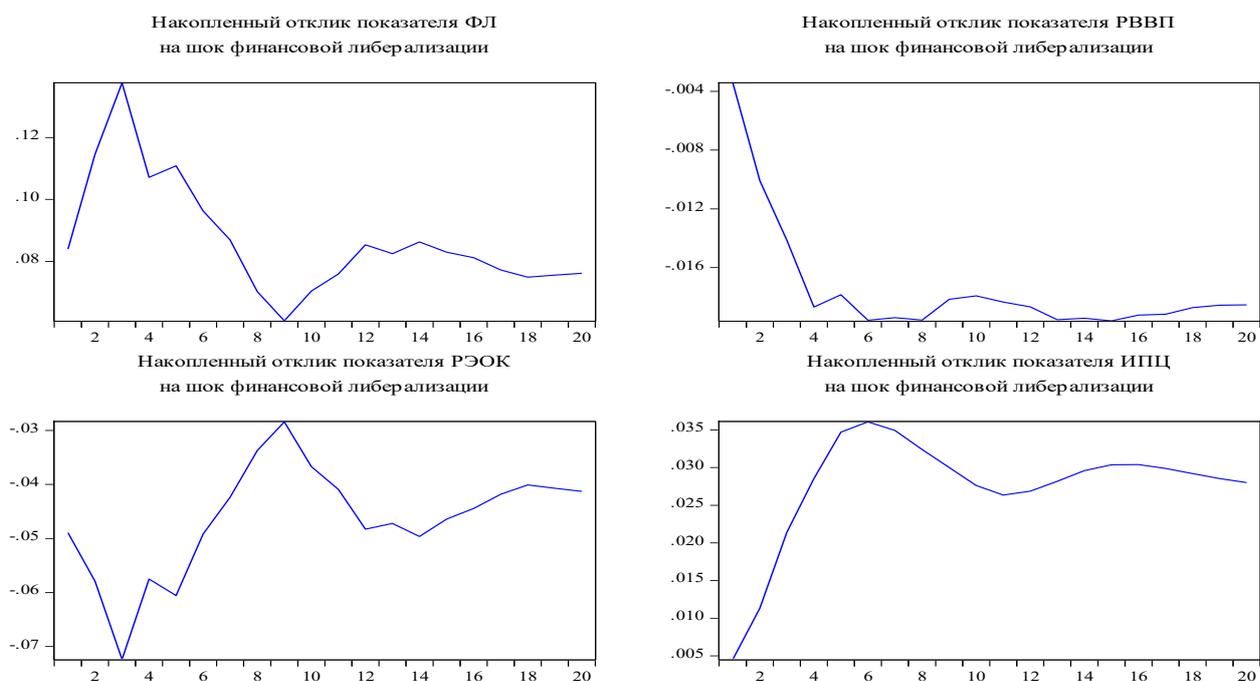


Рисунок Д.20 – Накопленные отклики эндогенных переменных на шок финансовой интеграции модели SVAR по Индонезии за 5 лет

Источник: составлено и рассчитано автором в программе EViews.

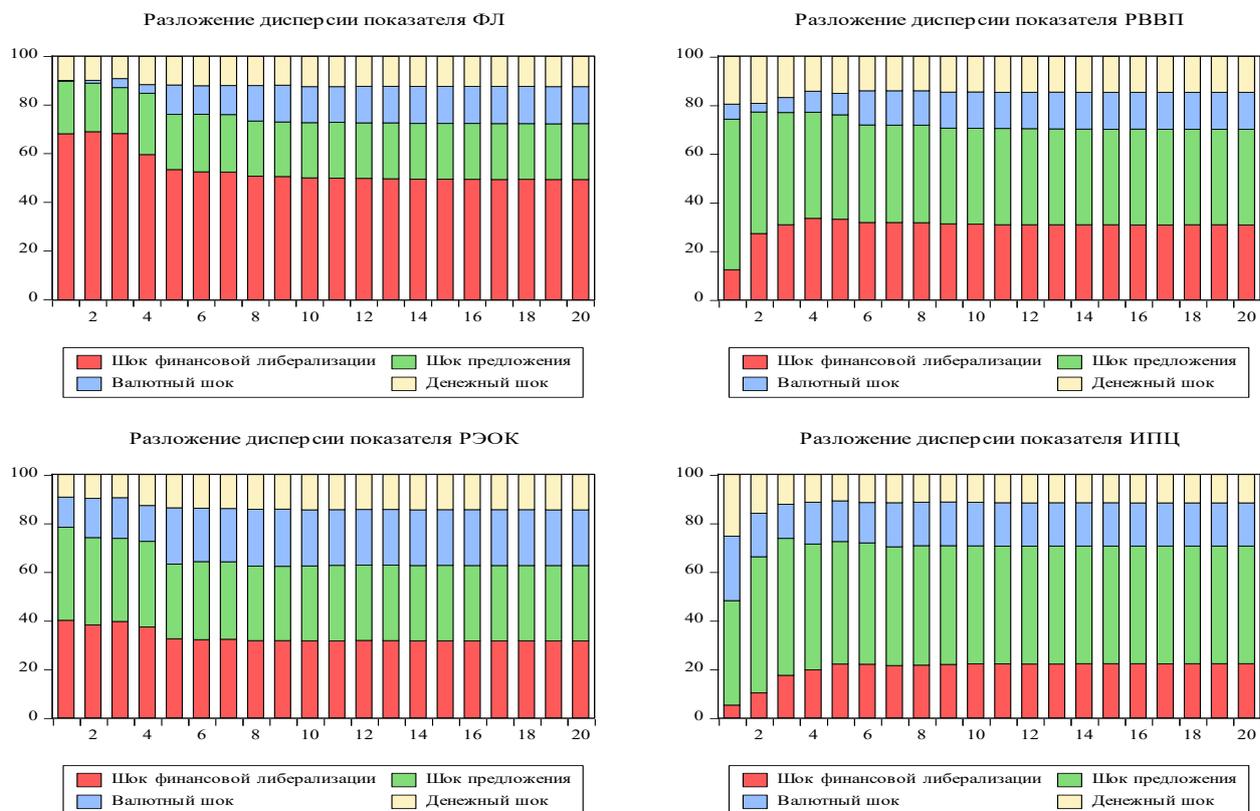


Рисунок Д.21 – Результаты декомпозиции дисперсии по влиянию структурного шока на эндогенные переменные модели SVAR по Индонезии за 5 лет

Источник: составлено и рассчитано автором в программе EViews.

Индия

	ФЛ	РВВП	РЭОК	ИПЦ	МРВВП
ФЛ	1,00	-0,40	-0,53	0,02	-0,30
РВВП	-0,40	1,00	0,21	0,05	0,44
РЭОК	-0,53	0,21	1,00	-0,15	0,34
ИПЦ	0,02	0,05	-0,15	1,00	-0,02
МРВВП	-0,30	0,44	0,34	-0,02	1,00

Рисунок Д.22 – Коэффициенты парной корреляции по Индии

Источник: составлено и рассчитано автором в программе EViews.

Endogenous variables: ФЛ РВВП РЭОК ИПЦ

Exogenous variables: С МРВВП

Sample: 1996Q2 2018Q4

Included observations: 83

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	956.8857	NA	1.38e-15*	-22.86472*	-22.63157*	-22.77105*
1	970.9373	26.07170	1.45e-15	-22.81777	-22.11834	-22.53678
2	981.1339	17.93622	1.67e-15	-22.67793	-21.51222	-22.20961
3	987.6671	10.86241	2.12e-15	-22.44981	-20.81782	-21.79417
4	1006.811	29.98454*	1.99e-15	-22.52557	-20.42730	-21.68260
5	1020.331	19.87282	2.17e-15	-22.46581	-19.90126	-21.43552
6	1033.730	18.40387	2.39e-15	-22.40314	-19.37231	-21.18552
7	1044.756	14.08080	2.83e-15	-22.28328	-18.78616	-20.87833

* indicates lag order selected by the criterion

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

Рисунок Д.23 – Критерии выбора предпочтительной длины лага в VAR-модели по Индии

Источник: составлено и рассчитано автором в программе EViews.

Sample (adjusted): 1997Q3 2018Q4
 Included observations: 86 after adjustments
 Standard errors in () & t-statistics in []

	ФЛ	РВПИ	РЭОК	ИПЦ		ФЛ	РВПИ	РЭОК	ИПЦ
ФЛ(-1)	0.106286 (0.14681) [0.72395]	0.027828 (0.09102) [0.30574]	-0.123105 (0.23075) [-0.53351]	-0.067107 (0.15177) [-0.44217]	РЭОК(-4)	0.107522 (0.08733) [1.23126]	0.090904 (0.05414) [1.67909]	-0.215292 (0.13725) [-1.56861]	0.089098 (0.09027) [0.98698]
ФЛ(-2)	0.132404 (0.14483) [0.91418]	0.023105 (0.08979) [0.25732]	-0.118204 (0.22763) [-0.51927]	0.010615 (0.14972) [0.07090]	ИПЦ(-1)	-0.034589 (0.11119) [-0.31109]	0.041576 (0.06893) [0.60315]	-0.326908 (0.17475) [-1.87070]	0.160021 (0.11494) [1.39223]
ФЛ(-3)	0.049026 (0.15033) [0.32613]	0.062027 (0.09320) [0.66555]	0.206067 (0.23627) [0.87217]	0.073239 (0.15540) [0.47130]	ИПЦ(-2)	0.036430 (0.11528) [0.31600]	0.020468 (0.07147) [0.28638]	0.242271 (0.18119) [1.33712]	-0.270350 (0.11917) [-2.26856]
ФЛ(-4)	-0.078334 (0.14798) [-0.52936]	0.122024 (0.09174) [1.33011]	0.190956 (0.23257) [0.82105]	0.175952 (0.15297) [1.15024]	ИПЦ(-3)	-0.030162 (0.11572) [-0.26065]	0.081460 (0.07174) [1.13547]	-0.116334 (0.18187) [-0.63964]	0.175905 (0.11962) [1.47049]
РВПИ(-1)	0.212602 (0.18802) [1.13073]	-0.088655 (0.11656) [-0.76056]	0.301859 (0.29551) [1.02149]	0.338337 (0.19436) [1.74075]	ИПЦ(-4)	0.090991 (0.11077) [0.82143]	0.021291 (0.06867) [0.31003]	0.033084 (0.17410) [0.19003]	0.368777 (0.11451) [3.22053]
РВПИ(-2)	0.167722 (0.19255) [0.87104]	-0.018676 (0.11938) [-0.15644]	0.075037 (0.30263) [0.24795]	-0.113467 (0.19905) [-0.57004]	С	0.002896 (0.00672) [0.43095]	0.009477 (0.00417) [2.27440]	-0.017763 (0.01056) [-1.68160]	0.010067 (0.00695) [1.44905]
РВПИ(-3)	-0.116001 (0.18990) [-0.61087]	0.020129 (0.11773) [0.17098]	0.418021 (0.29846) [1.40061]	-0.062441 (0.19630) [-0.31809]	MPBBI	-1.135800 (0.42386) [-2.67965]	1.187581 (0.26278) [4.51938]	1.276401 (0.66618) [1.91601]	-0.152700 (0.43816) [-0.34850]
РВПИ(-4)	0.070274 (0.18739) [0.37501]	-0.161849 (0.11617) [-1.39316]	-0.079200 (0.29452) [-0.26891]	-0.215800 (0.19371) [-1.11403]	R-squared	0.272226	0.339892	0.312615	0.352918
РЭОК(-1)	0.178862 (0.08759) [2.04207]	0.048190 (0.05430) [0.88746]	-0.031001 (0.13766) [-0.22520]	-0.028318 (0.09054) [-0.31276]	Adj. R-squared	0.090283	0.174865	0.140769	0.191148
РЭОК(-2)	-0.069887 (0.08885) [-0.78655]	0.006826 (0.05508) [0.12392]	0.147402 (0.13965) [1.05552]	-0.051278 (0.09185) [-0.55828]	Sum sq. resids	0.013100	0.005035	0.032360	0.013999
РЭОК(-3)	0.045857 (0.08801) [0.52104]	-0.020103 (0.05456) [-0.36844]	-0.046868 (0.13832) [-0.33883]	0.055929 (0.09098) [0.61474]	S.E. equation	0.013880	0.008605	0.021815	0.014348
					F-statistic	1.496213	2.059618	1.819158	2.181600
					Log likelihood	255.9192	297.0363	217.0345	253.0661
					Akaike AIC	-5.533005	-6.489217	-4.628709	-5.466653
					Schwarz SC	-5.019305	-5.975516	-4.115008	-4.952953
					Mean dependent	0.002510	0.016980	0.000571	0.015930
					S.D. dependent	0.014552	0.009473	0.023534	0.015953
					Determinant resid covariance (dof adj.)	8.69E-16			
					Determinant resid covariance	3.40E-16			
					Log likelihood	1043.470			
					Akaike information criterion	-22.59232			
					Schwarz criterion	-20.53752			
					Number of coefficients	72			

Рисунок Д.24 – Результаты оценивания VAR-модели по Индии

Источник: составлено и рассчитано автором в программе EViews.

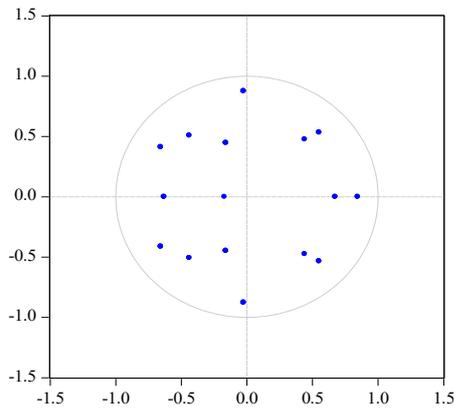


Рисунок Д.25 – Тест на стационарность VAR-модели с помощью характеристического AR-полинома (Индия)

Источник: составлено и рассчитано автором в программе EViews.

Sample (adjusted): 1997Q3 2018Q4
 Included observations: 86 after adjustments
 Estimation method: Maximum likelihood via Newton-Raphson (analytic derivatives)
 Convergence achieved after 16 iterations
 Structural VAR is just-identified

Model: $e = \Phi \cdot F_u$ where $E[uu'] = I$

F =

C(1)	0	0	0
C(2)	C(5)	0	0
C(3)	C(6)	C(8)	0
C(4)	C(7)	C(9)	C(10)

	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C(1)	0.018180	0.001386	13.11487	0.0000
C(2)	0.004630	0.000991	4.671825	0.0000
C(3)	0.002696	0.002311	1.166577	0.2434
C(4)	0.008798	0.002732	3.220979	0.0013
C(5)	0.008588	0.000655	13.11487	0.0000
C(6)	0.009879	0.002175	4.542674	0.0000
C(7)	0.010164	0.002532	4.014214	0.0001
C(8)	0.018920	0.001443	13.11488	0.0000
C(9)	-0.007960	0.002333	-3.412258	0.0006
C(10)	0.020888	0.001593	13.11488	0.0000

Log likelihood 1003.077

Estimated S matrix:

0.011566	-0.006102	-0.004465	-0.001309
-0.000278	0.007809	-0.001069	-0.003442
-0.001579	0.006879	0.020341	0.003507
0.001544	0.005561	-0.005740	0.011815

Estimated F matrix:

0.018180	0.000000	0.000000	0.000000
0.004630	0.008588	0.000000	0.000000
0.002696	0.009879	0.018920	0.000000
0.008798	0.010164	-0.007960	0.020888

Рисунок Д.26 – Результаты оценивания SVAR-модели по Индии

Источник: составлено и рассчитано автором в программе EViews.

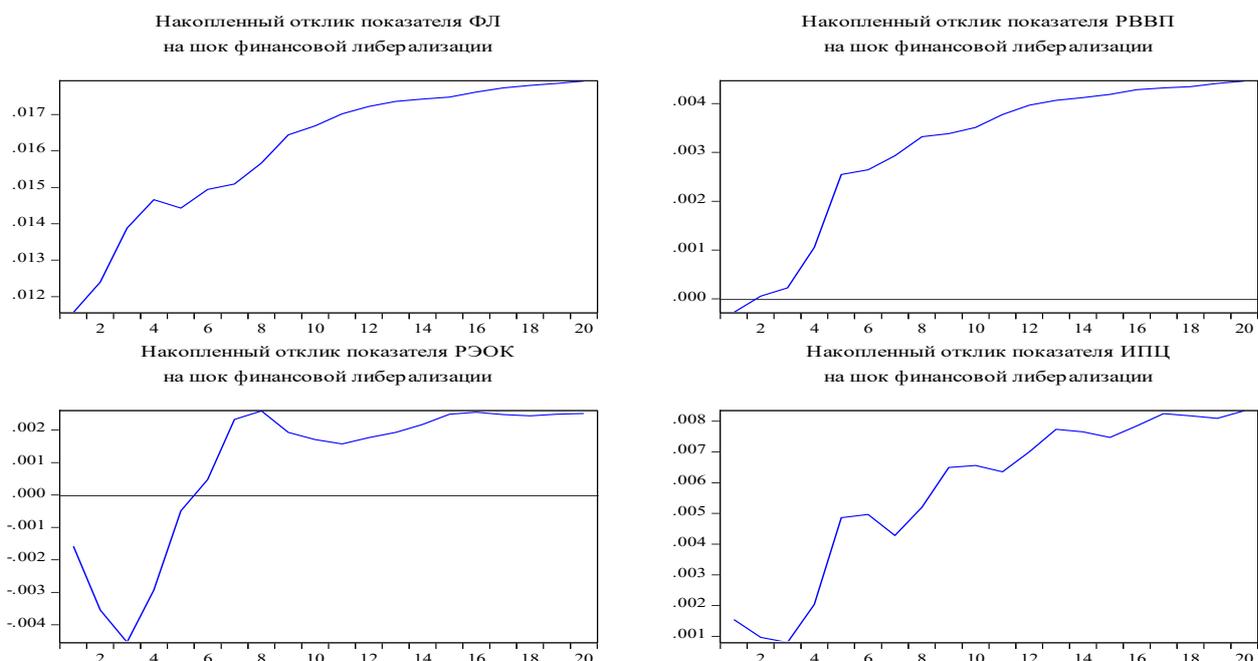


Рисунок Д.27 – Накопленные отклики эндогенных переменных на шок финансовой интеграции модели SVAR по Индии за 5 лет

Источник: составлено и рассчитано автором в программе EViews.

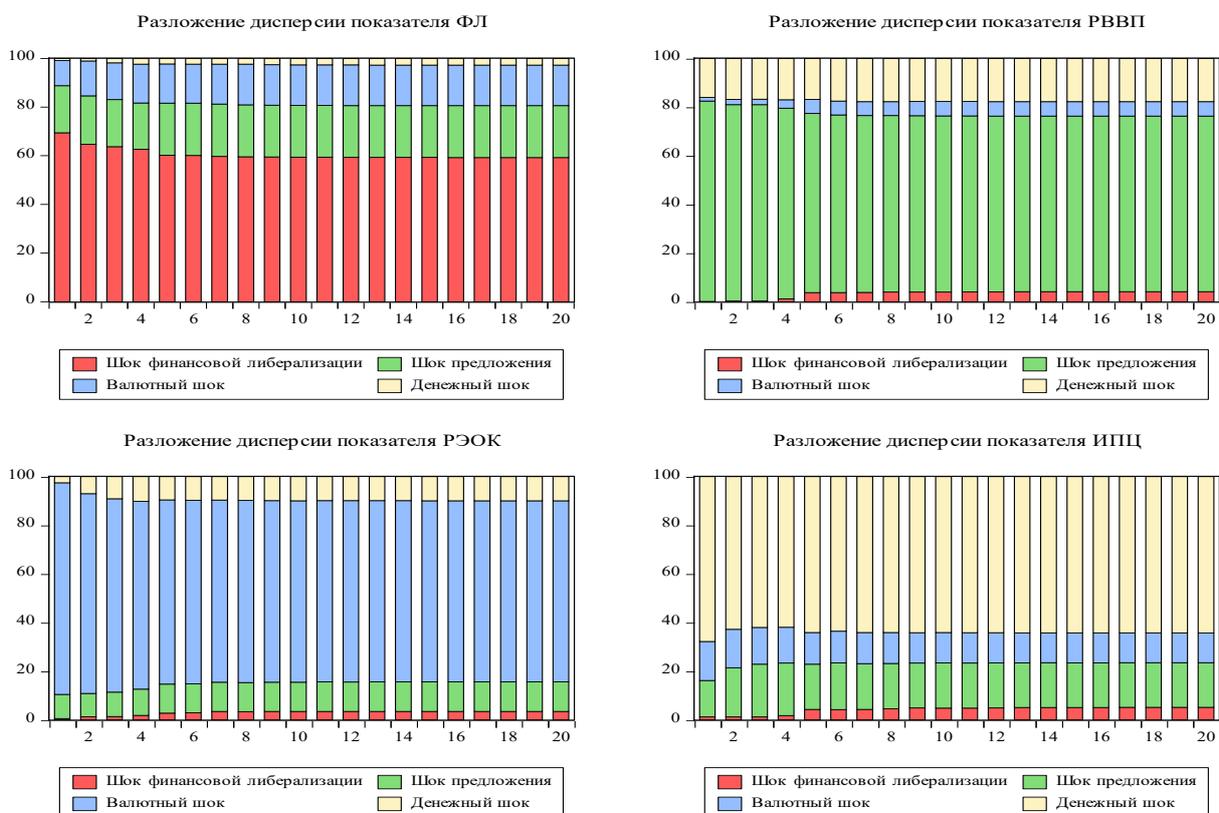


Рисунок Д.28 – Результаты декомпозиции дисперсии по влиянию структурного шока на эндогенные переменные модели SVAR по Индии

Источник: составлено и рассчитано автором в программе EViews.

Китай

	ФЛ	РВВП	РЭОК	ИПЦ	МРВВП
ФЛ	1,00	0,08	0,08	-0,36	-0,10
РВВП	0,08	1,00	0,10	0,48	0,38
РЭОК	0,08	0,10	1,00	-0,15	-0,06
ИПЦ	-0,36	0,48	-0,15	1,00	0,05
МРВВП	-0,10	0,38	-0,06	0,05	1,00

Рисунок Д.29 – Коэффициенты парной корреляции по Китаю

Источник: составлено и рассчитано автором в программе EViews.

Endogenous variables: ФЛ РВВП РЭОК ИПЦ

Exogenous variables: С МРВВП

Sample: 1990 2020

Included observations: 28

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	213.6582	NA	4.91e-12	-14.68987	-14.30924	-14.57351
1	262.3706	76.54810	4.87e-13	-17.02647	-15.88458*	-16.67739
2	288.2860	33.31983*	2.66e-13*	-17.73472*	-15.83157	-17.15291*
3	300.9218	12.63580	4.40e-13	-17.49442	-14.83001	-16.67988

* indicates lag order selected by the criterion

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

Рисунок Д.30 – Критерии выбора предпочтительной длины лага в VAR-модели по Китаю

Источник: составлено и рассчитано автором в программе EViews.

Sample (adjusted): 1992 2020
 Included observations: 29 after adjustments
 Standard errors in () & t-statistics in []

	ФЛ	РВВП	РЭОК	ИПЦ
ФЛ(-1)	0.195281 (0.25966) [0.75207]	0.003328 (0.09305) [0.03577]	-0.524661 (0.48667) [-1.07807]	0.127101 (0.14899) [0.85307]
ФЛ(-2)	-0.021798 (0.23607) [-0.09234]	-0.020294 (0.08459) [-0.23991]	0.841802 (0.44245) [1.90258]	-0.488021 (0.13546) [-3.60276]
РВВП(-1)	-0.374720 (0.67440) [-0.55564]	0.884231 (0.24167) [3.65891]	0.550656 (1.26400) [0.43565]	1.644837 (0.38697) [4.25051]
РВВП(-2)	1.404295 (0.74086) [1.89550]	0.131540 (0.26548) [0.49548]	-0.232600 (1.38856) [-0.16751]	-1.057364 (0.42511) [-2.48727]
РЭОК(-1)	-0.191027 (0.14089) [-1.35585]	-0.069653 (0.05049) [-1.37961]	-0.423505 (0.26407) [-1.60378]	0.182519 (0.08084) [2.25766]
РЭОК(-2)	-0.051838 (0.09647) [-0.53736]	-0.088609 (0.03457) [-2.56328]	0.151997 (0.18081) [0.84066]	0.021684 (0.05535) [0.39173]
ИПЦ(-1)	-0.898161 (0.41258) [-2.17693]	-0.217300 (0.14785) [-1.46977]	-1.209265 (0.77329) [-1.56380]	1.229705 (0.23674) [5.19426]
ИПЦ(-2)	0.568027 (0.29329) [1.93676]	0.069820 (0.10510) [0.66434]	1.670426 (0.54970) [3.03881]	-0.681408 (0.16829) [-4.04900]
С	-0.044951 (0.04777) [-0.94101]	-0.006409 (0.01712) [-0.37439]	-0.004991 (0.08953) [-0.05574]	-0.040538 (0.02741) [-1.47891]
МРВВП	-0.726025 (0.44655) [-1.62584]	0.341984 (0.16002) [2.13714]	-1.243161 (0.83696) [-1.48533]	0.329989 (0.25624) [1.28783]
R-squared	0.432725	0.827208	0.386655	0.897713
Adj. R-squared	0.164016	0.745358	0.096123	0.849261
Sum sq. resids	0.022988	0.002952	0.080754	0.007569
S.E. equation	0.034784	0.012464	0.065194	0.019959
F-statistic	1.610384	10.10650	1.330853	18.52796
Log likelihood	62.38179	92.14349	44.16353	78.49012
Akaike AIC	-3.612538	-5.665069	-2.356105	-4.723456
Schwarz SC	-3.141056	-5.193587	-1.884624	-4.251975
Mean dependent	0.017738	0.088522	0.011551	0.038556
S.D. dependent	0.038043	0.024701	0.068573	0.051408
Determinant resid covariance (dof adj.)		1.42E-13		
Determinant resid covariance		2.63E-14		
Log likelihood		288.8330		
Akaike information criterion		-17.16090		
Schwarz criterion		-15.27497		
Number of coefficients		40		

Рисунок Д.31 – Результаты оценивания VAR-модели по Китаю

Источник: составлено и рассчитано автором в программе EViews.

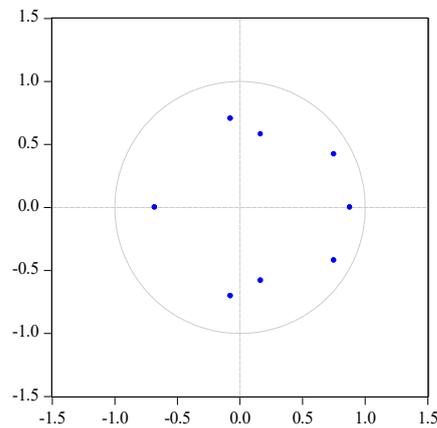


Рисунок Д.32 – Тест на стационарность VAR-модели с помощью характеристического AR-полинома (Китай)

Источник: составлено и рассчитано автором в программе EViews.

Sample (adjusted): 1992 2020
 Included observations: 29 after adjustments
 Estimation method: Maximum likelihood via Newton-Raphson (analytic derivatives)
 Convergence achieved after 15 iterations
 Structural VAR is just-identified

Model: $e = \Phi \cdot F_u$ where $E[uu'] = I$
 $F =$

	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C(1)	0	0	0	
C(2)	C(5)	0	0	
C(3)	C(6)	C(8)	0	
C(4)	C(7)	C(9)	C(10)	
C(1)	0.128874	0.016922	7.615760	0.0000
C(2)	0.084259	0.012730	6.618854	0.0000
C(3)	0.031124	0.007334	4.243603	0.0000
C(4)	0.005640	0.012381	0.455509	0.6487
C(5)	0.033909	0.004453	7.615771	0.0000
C(6)	0.004250	0.006065	0.700813	0.4834
C(7)	0.057588	0.009776	5.891047	0.0000
C(8)	0.032520	0.004270	7.615773	0.0000
C(9)	-0.008950	0.006083	-1.471385	0.1412
C(10)	0.032140	0.004220	7.615772	0.0000
Log likelihood	264.3073			
Estimated S matrix:				
0.029186	-0.014868	0.004943	0.010611	
0.006615	0.008631	0.003827	0.004740	
-0.030697	-0.031939	0.045477	-0.014822	
-0.006795	0.005224	-0.010684	0.014518	
Estimated F matrix:				
0.128874	0.000000	0.000000	0.000000	
0.084259	0.033909	0.000000	0.000000	
0.031124	0.004250	0.032520	0.000000	
0.005640	0.057588	-0.008950	0.032140	

Рисунок Д.33 – Результаты оценивания SVAR-модели по Китаю

Источник: составлено и рассчитано автором в программе EViews.

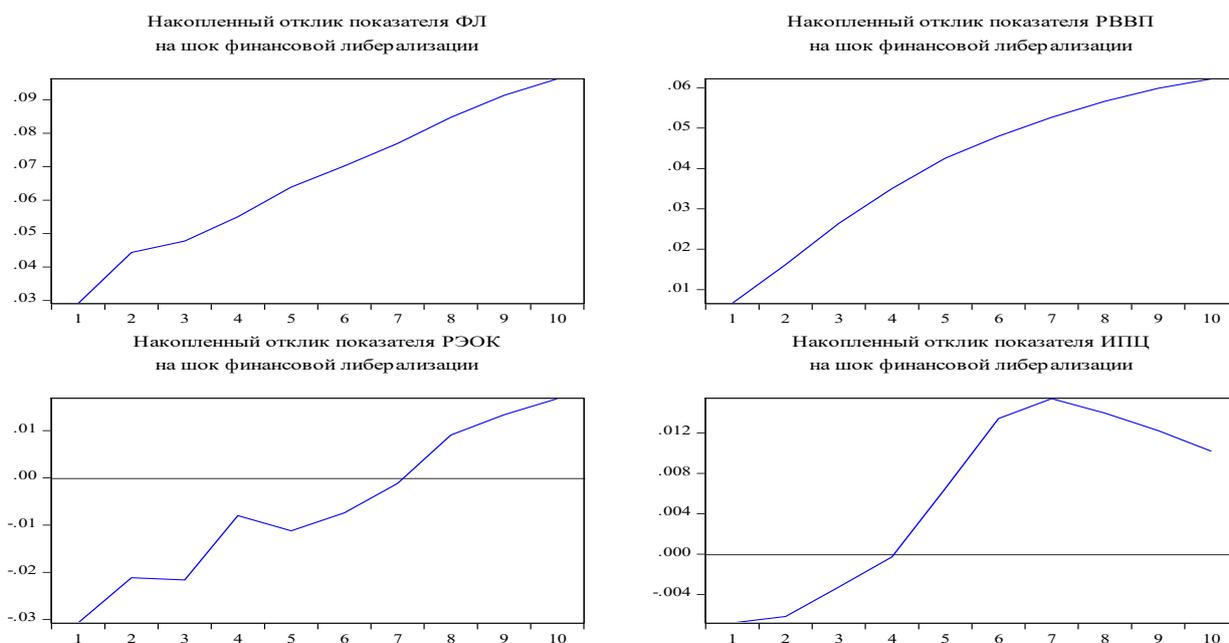


Рисунок Д.34 – Накопленные отклики эндогенных переменных на шок финансовой интеграции модели SVAR по Китаю за 10 лет

Источник: составлено и рассчитано автором в программе EViews.

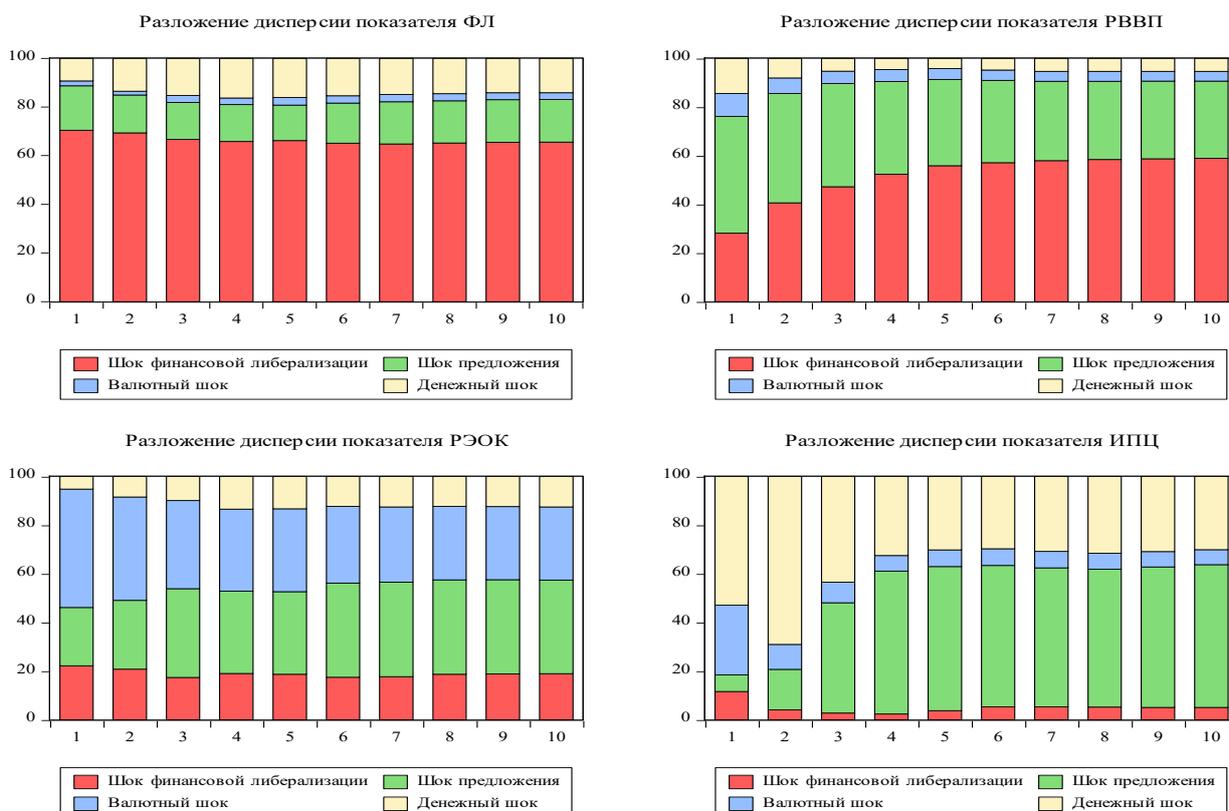


Рисунок Д.35 – Результаты декомпозиции дисперсии по влиянию структурного шока на эндогенные переменные модели SVAR по Китаю за 10 лет

Источник: составлено и рассчитано автором в программе EViews.

Турция

	ФЛ	РВВП	РЭОК	ИПЦ	МРВВП
ФЛ	1,00	-0,46	-0,68	0,16	-0,18
РВВП	-0,46	1,00	0,43	-0,29	0,44
РЭОК	-0,68	0,43	1,00	-0,07	0,17
ИПЦ	0,16	-0,29	-0,07	1,00	0,06
МРВВП	-0,18	0,44	0,17	0,06	1,00

Рисунок Д.36 – Коэффициенты парной корреляции по Турции

Источник: составлено и рассчитано автором в программе EViews.

Endogenous variables: ФЛ РВВП РЭОК ИПЦ

Exogenous variables: С МРВВП

Sample: 1994Q1 2018Q4

Included observations: 91

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	678.5796	NA	4.67e-12	-14.73801	-14.51728	-14.64896
1	746.8054	127.4547	1.48e-12	-15.88583	-15.22363*	-15.61867*
2	758.9389	21.60039	1.62e-12	-15.80086	-14.69718	-15.35559
3	779.5766	34.92528	1.47e-12	-15.90278	-14.35764	-15.27941
4	800.7993	34.04963	1.33e-12	-16.01757	-14.03095	-15.21609
5	820.1124	29.28804	1.26e-12*	-16.09038*	-13.66230	-15.11080
6	827.1548	10.06052	1.57e-12	-15.89351	-13.02396	-14.73583
7	840.7825	18.27020	1.72e-12	-15.84137	-12.53035	-14.50558
8	863.7158	28.72962*	1.55e-12	-15.99375	-12.24126	-14.47986

* indicates lag order selected by the criterion

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

Рисунок Д.37 – Критерии выбора предпочтительной длины лага в VAR-модели по Турции

Источник: составлено и рассчитано автором в программе EViews.

Sample (adjusted): 1995Q3 2018Q4
 Included observations: 94 after adjustments
 Standard errors in () & t-statistics in []

	ФЛ	РВВП	РЭОК	ИПЦ		ФЛ	РВВП	РЭОК	ИПЦ
ФЛ(-1)	0.034258 (0.16270) [0.21056]	-0.016544 (0.05810) [-0.28477]	0.018187 (0.19262) [0.09442]	-0.019883 (0.07212) [-0.27570]	РЭОК(-5)	0.027073 (0.11850) [0.22846]	-0.074599 (0.04231) [-1.76297]	-0.121335 (0.14029) [-0.86487]	0.045091 (0.05253) [0.85844]
ФЛ(-2)	-0.121276 (0.15806) [-0.76730]	-0.007546 (0.05644) [-0.13371]	0.094371 (0.18712) [0.50433]	0.046061 (0.07006) [0.65745]	ИПЦ(-1)	0.303487 (0.27350) [1.10964]	0.070737 (0.09766) [0.72431]	-0.154115 (0.32380) [-0.47596]	0.444784 (0.12123) [3.66888]
ФЛ(-3)	-0.130403 (0.15330) [-0.85063]	0.045062 (0.05474) [0.82320]	-0.350853 (0.18149) [-1.93317]	-0.163690 (0.06795) [-2.40892]	ИПЦ(-2)	0.393679 (0.26557) [1.48239]	-0.090700 (0.09483) [-0.95645]	-0.356845 (0.31441) [-1.13498]	0.098173 (0.11772) [0.83398]
ФЛ(-4)	0.177828 (0.16184) [1.09880]	-0.082369 (0.05779) [-1.42536]	-0.045025 (0.19160) [-0.23500]	0.060329 (0.07174) [0.84099]	ИПЦ(-3)	-0.384654 (0.24468) [-1.57208]	0.040220 (0.08737) [0.46035]	0.912340 (0.28967) [3.14955]	0.076067 (0.10846) [0.70136]
ФЛ(-5)	0.220601 (0.14663) [1.50450]	-0.108969 (0.05236) [-2.08126]	-0.358700 (0.17359) [-2.06634]	0.068181 (0.06499) [1.04904]	ИПЦ(-4)	-0.212394 (0.23149) [-0.91749]	0.126270 (0.08266) [1.52756]	0.182041 (0.27406) [0.66423]	0.308677 (0.10261) [3.00821]
РВВП(-1)	0.061124 (0.30131) [0.20286]	0.000299 (0.10759) [0.00278]	-0.265783 (0.35672) [-0.74508]	-0.165024 (0.13356) [-1.23560]	ИПЦ(-5)	-0.110335 (0.20090) [-0.54920]	-0.176852 (0.07174) [-2.46525]	-0.340733 (0.23785) [-1.43257]	0.007367 (0.08905) [0.08273]
РВВП(-2)	-0.658724 (0.30636) [-2.15019]	0.096540 (0.10939) [0.88250]	0.450384 (0.36269) [1.24178]	0.005381 (0.13579) [0.03962]	С	0.019069 (0.01342) [1.42074]	0.002664 (0.00479) [0.55592]	-0.022379 (0.01589) [-1.40835]	-0.005868 (0.00595) [-0.98633]
РВВП(-3)	0.064738 (0.30632) [0.21134]	-0.029431 (0.10938) [-0.26907]	-0.332590 (0.36265) [-0.91712]	-0.127404 (0.13578) [-0.93833]	МРВВП	-1.851764 (1.24959) [-1.48189]	2.009310 (0.44620) [4.50314]	3.359694 (1.47938) [2.27101]	1.023955 (0.55389) [1.84865]
РВВП(-4)	0.646017 (0.29867) [2.16295]	-0.091816 (0.10665) [-0.86091]	-0.258219 (0.35360) [-0.73026]	0.205814 (0.13239) [1.55461]	R-squared	0.342577	0.464402	0.369184	0.876682
РВВП(-5)	0.038294 (0.27757) [0.13796]	-0.148666 (0.09911) [-1.49997]	-0.333281 (0.32861) [-1.01422]	0.064947 (0.12303) [0.52788]	Adj. R-squared	0.150828	0.308187	0.185196	0.840714
РЭОК(-1)	0.084429 (0.12119) [0.69666]	0.048906 (0.04327) [1.13014]	-0.021891 (0.14348) [-0.15258]	-0.136052 (0.05372) [-2.53269]	Sum sq. resids	0.173332	0.022101	0.242943	0.034056
РЭОК(-2)	0.237416 (0.12603) [1.88382]	-0.017019 (0.04500) [-0.37819]	-0.240788 (0.14920) [-1.61381]	0.018910 (0.05586) [0.33850]	S.E. equation	0.049065	0.017520	0.058088	0.021749
РЭОК(-3)	0.182335 (0.12385) [1.47218]	0.038584 (0.04423) [0.87243]	-0.427641 (0.14663) [-2.91646]	-0.138560 (0.05490) [-2.52390]	F-statistic	1.786594	2.972824	2.006569	24.37407
РЭОК(-4)	0.222941 (0.13152) [1.69509]	-0.027137 (0.04696) [-0.57783]	-0.031372 (0.15571) [-0.20148]	0.136273 (0.05830) [2.33752]	Log likelihood	162.5242	259.3256	146.6562	239.0029
					Akaike AIC	-2.989876	-5.049480	-2.652260	-4.617082
					Schwarz SC	-2.394637	-4.454241	-2.057021	-4.021843
					Mean dependent	0.008758	0.011200	0.000512	0.055487
					S.D. dependent	0.053245	0.021064	0.064352	0.054493
					Determinant resid covariance (dof adj.)	5.17E-13			
					Determinant resid covariance	1.78E-13			
					Log likelihood	846.2495			
					Akaike information criterion	-16.13297			
					Schwarz criterion	-13.75201			
					Number of coefficients	88			

Рисунок Д.38 – Результаты оценивания VAR-модели по Турции

Источник: составлено и рассчитано автором в программе EViews.

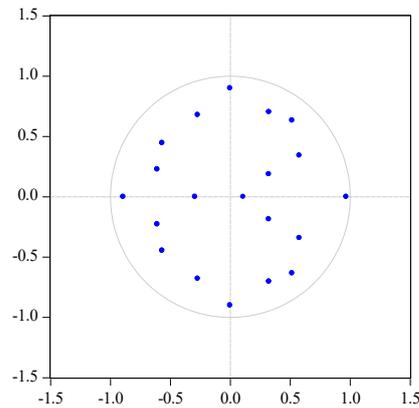


Рисунок Д.39 – Тест на стационарность VAR-модели с помощью характеристического AR-полинома (Турция)

Источник: составлено и рассчитано автором в программе EViews.

Sample (adjusted): 1995Q3 2018Q4
 Included observations: 94 after adjustments
 Estimation method: Maximum likelihood via Newton-Raphson (analytic derivatives)
 Convergence achieved after 14 iterations
 Structural VAR is just-identified

Model: $e = \Phi \cdot F_u$ where $E[uu'] = I$

F =

C(1)	0	0	0
C(2)	C(5)	0	0
C(3)	C(6)	C(8)	0
C(4)	C(7)	C(9)	C(10)

	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C(1)	0.053217	0.003881	13.71131	0.0000
C(2)	-0.019755	0.002029	-9.735518	0.0000
C(3)	0.011495	0.004162	2.761927	0.0057
C(4)	0.231262	0.026373	8.768814	0.0000
C(5)	0.013853	0.001010	13.71131	0.0000
C(6)	-0.012465	0.003974	-3.136685	0.0017
C(7)	-0.036449	0.020100	-1.813420	0.0698
C(8)	0.037508	0.002736	13.71131	0.0000
C(9)	0.114856	0.018077	6.353840	0.0000
C(10)	0.155306	0.011327	13.71131	0.0000

Log likelihood 796.1234

Estimated S matrix:

0.040269	0.006931	-0.027115	0.001587
-0.006735	0.014756	0.004656	0.004709
-0.015381	-0.003884	0.041255	-0.037691
0.016028	-0.003068	0.010246	0.010084

Estimated F matrix:

0.053217	0.000000	0.000000	0.000000
-0.019755	0.013853	0.000000	0.000000
0.011495	-0.012465	0.037508	0.000000
0.231262	-0.036449	0.114856	0.155306

Рисунок Д.40 – Результаты оценивания SVAR-модели по Турции

Источник: составлено и рассчитано автором в программе EViews.

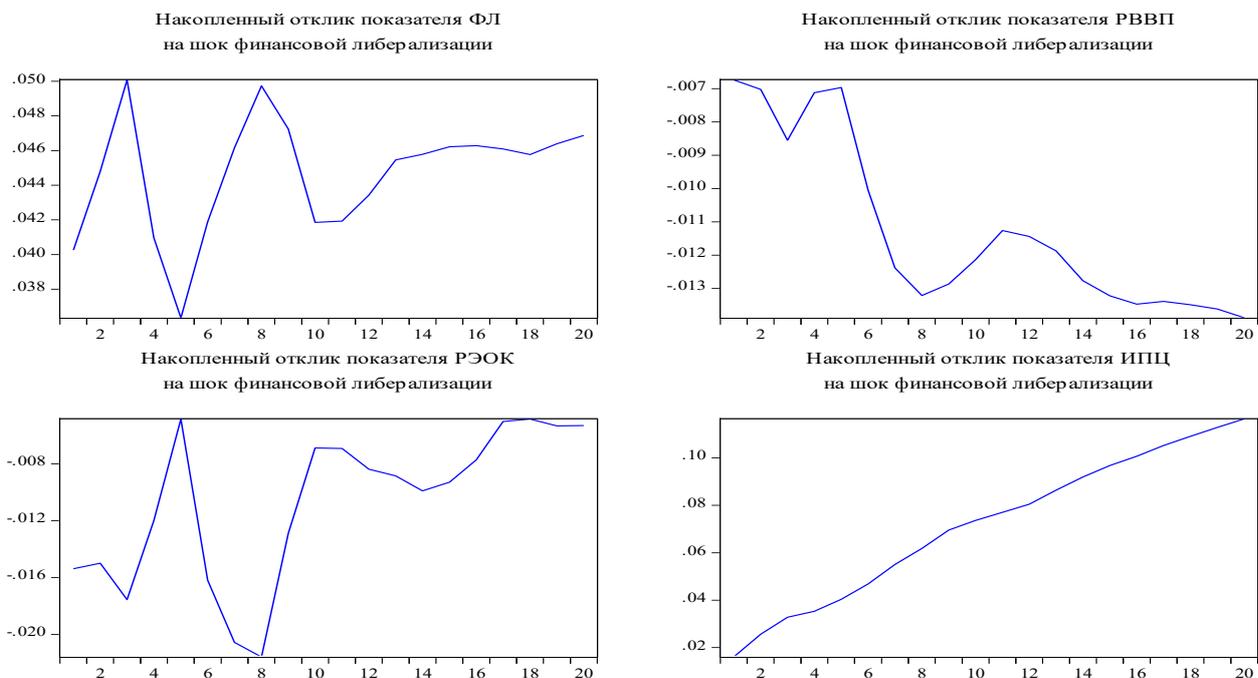


Рисунок Д.41 – Накопленные отклики эндогенных переменных на шок финансовой интеграции модели SVAR по Турции за 5 лет
 Источник: составлено и рассчитано автором в программе EViews.

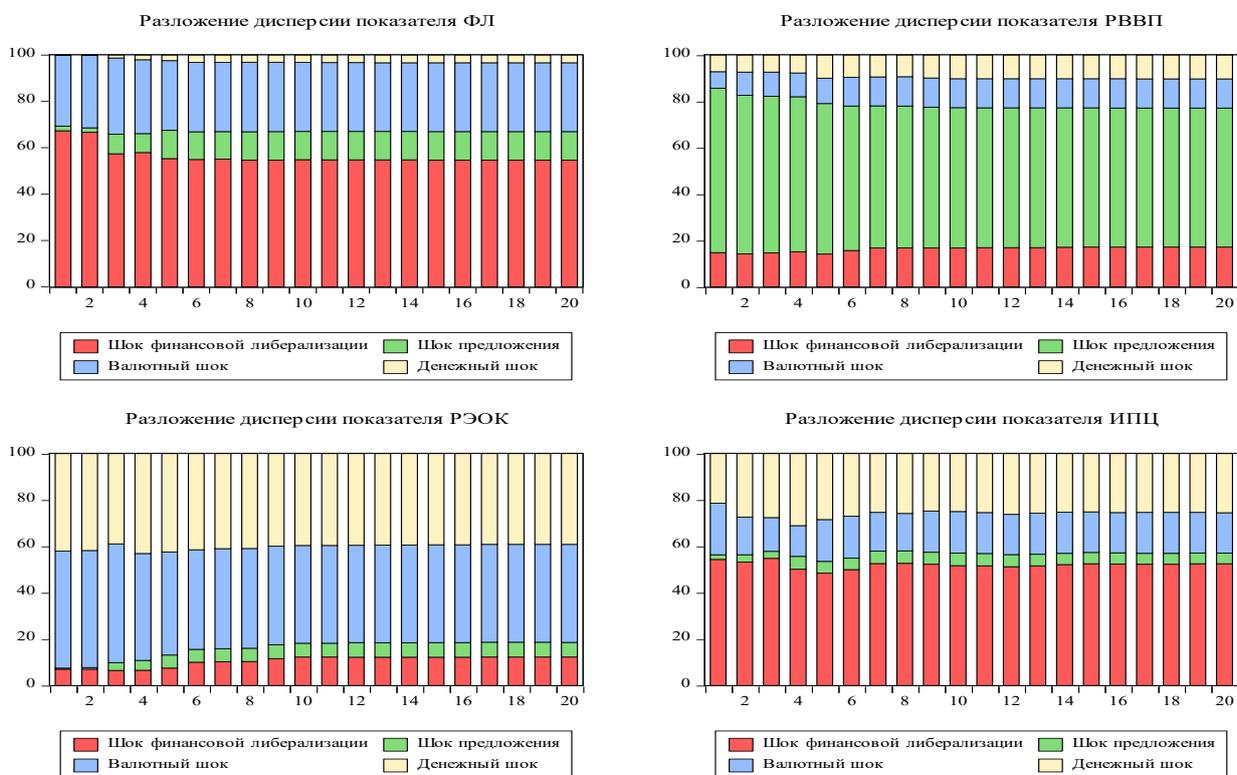


Рисунок Д.42 – Результаты декомпозиции дисперсии по влиянию структурного шока на эндогенные переменные модели SVAR по Турции
 Источник: составлено и рассчитано автором в программе EViews.