

Федеральное государственное образовательное бюджетное учреждение
высшего образования
«Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации»

На правах рукописи

Архипов Алексей Дмитриевич

РАЗВИТИЕ МЕХАНИЗМОВ КОНТРОЛЯ ЗА МЕЖДУНАРОДНЫМ ДВИЖЕНИЕМ КАПИТАЛА

5.2.5. Мировая экономика

ДИССЕРТАЦИЯ
на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Научный руководитель

Навой Антон Викентьевич,
доктор экономических наук, доцент

Москва – 2026

Оглавление

Введение	4
Глава 1 Теоретические подходы к регулированию международного движения капитала	12
1.1 Научные концепции к исследованию международного движения капитала в условиях усиления финансовых рисков	12
1.2 Теоретические взгляды на оценку последствий международного движения капитала для глобального и национальных рынков	34
1.3 Научные методы оптимизации механизмов контроля за международным движением капитала.....	47
Глава 2 Практика использования механизмов контроля за международным движением капитала.....	62
2.1 Подходы к выбору механизмов контроля за движением капитала национальными регуляторами отдельных стран	62
2.2 Подходы к выбору механизмов контроля за движением капитала международными финансовыми организациями.....	107
2.3 Оценка результативности механизмов контроля за движением капитала	115
Глава 3 Направления совершенствования механизмов контроля за движением капитала	127
3.1 Основные проблемы действующего контура контроля за движением капитала	127
3.2 Разработка предложений по имплементации принципов выбора механизмов контроля за движением капитала	135
3.3 Разработка предложений по имплементации подходов к выбору механизмов контроля за движением капитала в Российской Федерации	144
Заключение.....	159
Список литературы.....	163
Приложение А Обзор теорий движения капитала по отдельным функциональным категориям	195

Приложение Б Список современных финансовых процессов, влияющих на МДК и глобальную экономику	199
Приложение В Авторская классификация механизмов контроля за МДК	201
Приложение Г Критерии эффективного использования механизмов контроля за МДК	204
Приложение Д Соотношение вызовов для МДК и механизмов купирования их негативного влияния	207
Приложение Е Анализ применения инструментов контроля за МДК.....	211
Приложение Ж Авторская система эффективности применения механизмов контроля за МДК	214
Приложение И Основные проблемы, блокирующие успешное применение механизмов контроля за МДК	215
Приложение К Сдерживающие факторы и ограничения в применении механизмов контроля за МДК	217
Приложение Л Рекомендации по адаптации нормативно-правовой базы Российской Федерации к современным вызовам в рамках МДК	219
Приложение М Направления оптимизации механизмов контроля за МДК в Российской Федерации	222

Введение

Актуальность темы исследования: Международное движение капитала (далее – МДК), призванное обеспечить перелив инвестиционных ресурсов между странами на основе рыночных принципов аллокации капитала, стремительно видоизменяется. На авансцену выходят новые экономические явления, такие как глубокая фрагментация мирового финансового пространства, формирование блоковой структуры мирового хозяйства; стремительный распад ключевых финансовых институтов (в широком смысле – как устоявшихся механизмов и норм), таких как резервные (свободно-используемые) валюты, международные иммунитеты иностранных инвестиций; ограничения на проведение торговых и финансовых операций, а также международных расчетов. На международном финансовом рынке все более значимую роль занимает продвижение национальных интересов крупных игроков глобального Юга, а также колоссальные масштабы операций глобальных коллективных инвесторов (например, BlackRock).

Несмотря на возрастающие риски со стороны трансграничного движения капитала сохраняется их конструктивный воспроизводственный потенциал, представленный привлечением долгосрочных ресурсов на формирующиеся рынки, нацеленных на участие в решении задач долгосрочного экономического развития принимающих стран.

В этих условиях встает комплексная научная задача по переосмыслению подходов к регулированию потоков капиталов в новых геополитических реалиях, а именно: к купированию негативных последствий проникновения глобального финансового капитала на национальные рынки и стимулированию лишь тех форм иностранных инвестиций, которые отвечают целям и задачам долгосрочного экономического развития принимающих стран. Не менее важным представляется и выработка практических рекомендаций по имплементации выработанных теоретических подходов как на уровне национальных регуляторов, так и на уровне международных организаций.

Решению этой научно-практической задачи посвящено данное исследование.

Степень разработанности темы исследования. Вопросы регулирования трансграничных потоков капитала достаточно подробно исследованы как в

отечественной, так и в зарубежной литературе. Среди отечественных исследователей данная тема в поле научного внимания: А.В. Навоя [10; 110], В.Л. Абрамова [52], И.А. Балюка [68], Волгиной Н.А. [71; 72] М.В. Жарикова [77], В.П. Колесова [85], Г.М. Костюниной [90], А.В. Кузнецова [94], А.М. Либмана [104], В.В. Перской [112], В.Я. Пищика [113; 114], П.И. Толмачева [117], С.Н. Сильвестрова [119], Б.М. Смитиенко [124], А.Н. Спартака [125], Т.В. Тепловой [127], Б.А. Хейфеца [130], Ю.В. Шишкова [134], Л.В. Шкваря [135], Е.Ю. Винокурова [200] и других.

Среди зарубежных ученых данной проблематике посвящены труды: А. Ботта [147], Дж. Сакса [191], С. Стрейнджа [195] и других.

Вместе с тем, широкий пласт научных проблем, связанных с переосмыслением регулирования потоков капитала в новых геополитических реалиях фрагментации глобального финансового пространства и усиления глобальных финансовых рисков, практически не освещен, что требует восполнения данного научного пробела.

Целью исследования является разработка научно-методических подходов к трансформации механизмов контроля за движением капитала в условиях усиления глобальных финансовых рисков и фрагментации мирового финансового пространства.

Для достижения указанной цели поставлены следующие **задачи**:

- 1) выявить направления трансформации форм движения глобального финансового капитала в условиях усиления глобальных финансовых рисков и фрагментации мирового финансового рынка, выявить основные вызовы и возможности для стран-реципиентов международного капитала;
- 2) сформировать научные подходы к модификации параметров выбора механизмов контроля за МДК в условиях усиления глобальных финансовых рисков с учетом специфики финансовых систем стран-реципиентов капитала;
- 3) на основе международной практики применения подходов к контролю за движением капитала выработать методические рекомендации к оценке их результативности и сформировать перечень наиболее эффективных механизмов контроля за движением капитала в условиях усиления глобальных финансовых рисков.

4) выработать практические предложения по имплементации подходов к модификации подходов выбора механизмов контроля за движением капитала в условиях усиления глобальных финансовых рисков на уровне международных организаций и на уровне национальных регуляторов;

5) с учетом специфики внешних вызовов и особенностей национальной финансовой системы, разработать практические рекомендации по модификации контура контроля за движением капитала в Российской Федерации.

Объектом исследования является международное движение капитала.

Предметом исследования являются механизмы контроля за международным движением капитала в условиях усиления рисков фрагментации мирового финансового пространства.

Область исследования диссертации соответствует п. 8. «Международное движение капитала. Международные инвестиции» и п. 16. «Мировая финансовая архитектура. Международные валютно-финансовые организации и их роль в регулировании мировой экономики» Паспорта научной специальности 5.2.5. Мировая экономика (экономические науки).

Методология и методы исследования. Методологической основой исследования являются системный подход; использование основных диалектических методов: дедуктивного, индуктивного; исторический анализ. В ходе раскрытия темы применялись следующие методы: научная абстракция, структурный анализ, логическое обобщение и экономико-статистический анализ. При изучении также были использованы методы группировок и классификаций, экспертной оценки, детализации.

Информационной базой исследования выступают научные работы отечественных и зарубежных ученых по тематике исследования, официальные данные международной финансовой статистики Международного валютного фонда (далее – МВФ), Всемирного банка (далее – ВБ), Организация экономического сотрудничества и развития (далее – ОЭСР), Банка международных расчетов (далее – БМР), официальная статистическая информация национальных регуляторов.

Научная новизна исследования заключается в разработке теоретико-методической основы для модификации подходов к механизмам контроля за движением капитала в условиях усиления глобальных финансовых рисков и

фрагментации мирового финансового рынка, а также выработке практических рекомендаций по имплементации механизмов контроля за движением капитала на глобальном и национальном уровнях.

Положения, выносимые на защиту, содержащие элементы научной новизны:

1) Доказано, что в условиях формирования новых вызовов на глобальном финансовом рынке искажается рыночная основа для формирования трансграничных потоков капитала и для их эффективной аллокации; обосновано, что потоки капитала все в большей степени формируются под влиянием экспансионистских задач глобального финансового капитала, разрушительных волн спекулятивного «горячего капитала» и все в меньшей степени связаны с воспроизводственными процессами. Выявлены основные вызовы для МДК: фрагментация финансового пространства; активизация роли розничных инвесторов; усиление роли цифровых валют и децентрализованных финансов; усиление государственной кредитной экспансии; доминирование глобальных коллективных инвесторов. Вместе с тем сохраняется высокий воспроизводственный потенциал перелива долгосрочных инвестиций. В связи с этим объективно возрастает потребность в модификации подходов по выбору механизмов контроля за МДК на национальном и международном уровнях (С. 25-32; 34; 35-37).

2) Разработаны научно-методические подходы к модификации подходов по выбору механизмов контроля за движением капитала в условиях усиления новых вызовов глобального финансового рынка. На основе авторской классификации механизмов контроля за движением капитала сформирована методика выбора пула наиболее результативных инструментов, позволяющих купировать основные вызовы международного финансового рынка, базирующаяся на учете состояния платежного баланса принимающей страны; степени развития ее национального финансового рынка; уровня открытости экономики; модели интеграции страны в систему МРТ; реализуемого режима денежно кредитной политики (далее – ДКП) (С. 53-61).

3) На основе разработанной авторской классификации механизмов контроля за МДК (антикризисные механизмы и механизмы развития) создана двухуровневая система оценки результативности их применения. В рамках антикризисного блока

анализируются корреляция сальдо счета текущих операций (далее – СТО) и прямых иностранных инвестиций (далее – ПИИ), коэффициент приоритизации прямых инвестиций и коэффициент стабилизации «горячего капитала». В блоке механизмов развития оцениваются динамика ВВП, динамика реального ВВП на душу населения и динамика доли валового национального сбережения (далее – ВНС) в ВВП. На основе предложенной методики рассчитан скоринг результативности мер контроля для отдельных стран (С. 116-123).

4) На основе теоретических наработок предложены практические шаги по модификации механизмов контроля за движением капитала, базирующиеся на дифференциации подходов к регулированию в зависимости от странового происхождения капитала («дружественные» / «недружественные» юрисдикции) и его качественных характеристик (связан с задачами национального развития или нацелен на краткосрочную спекулятивную прибыль). На международном уровне предложены корректировки Статей Соглашений МВФ, текст модельной Декларации об ответственном управлении потоками капитала для «Группы двадцати», а также изменения в «Принципы ответственного инвестирования» ООН. На уровне национальных регуляторов разработан алгоритм модификации пула механизмов контроля за движением капитала, учитывающий дифференцированный подход к различным формам движения капитала и специфику национального финансового рынка (С. 135-144).

5) С учетом специфики глобальных вызовов, стоящих перед Российской Федерацией, разработаны практические рекомендации по модификации контура механизмов контроля за движением капитала: введение системы дифференцированной модели регулирования на основе характеристик иностранного капитала; стимулирование перехода от использования «токсичных» валют при осуществлении внешнеторговой деятельности; создание дополнительных налоговых стимулов для привлечения долгосрочных инвестиций производительного характера; выработка стандартов регулирования потоков капитала на уровне интеграционных объединений с участием Российской Федерации (С. 148-157).

Теоретическая значимость работы состоит в формировании научной основы для модификации подходов к регулированию потоков капитала, заключающейся в теоретическом обосновании возрастающей потребности в

компенсации провалов рынка при аллокации капиталов; разработке теоретико-методических подходов к оценке результативности применения механизмов контроля за движением капитала и обосновании специфики выбора механизмов применительно к национальным условиям отдельных стран.

Практическая значимость работы заключается в разработке практических рекомендаций, предложений по изменению нормативных и методологических документов международных организаций, нормативных актов Российской Федерации, позволяющих имплементировать теоретические наработки по модификации механизмов контроля за движением капитала в условиях новых глобальных вызовов.

Степень достоверности, апробация и внедрение результатов исследования. Достоверность результатов исследования подтверждается использованием статистических сведений, привлечением данных из национальных источников и статистических баз данных международных организаций; использованием современных методов эконометрического анализа больших массивов данных; привлечением обширного пласта современной научной периодики по тематике исследования, а также фундаментальных научных трудов по вопросам регулирования международного движения капитала.

Основные положения и результаты диссертационной работы апробированы: на IX Ежегодной международной научно-практической конференции «Красавинские чтения» (Москва, Финансовый университет, 20 декабря 2023 г.); на Межвузовском международном конгрессе «Высшая школа: научные исследования» (Москва, Издательство «Инфинити», 17 октября 2024 г.); на X Ежегодной международной научно-практической конференции «Красавинские чтения» (Москва, Финансовый университет, 6 декабря 2024 г.); на Международной научно-практической конференции «Административно-правовое регулирование и государственное управление в сфере экономики» (Москва, НИУ ВШЭ, 25 апреля 2025 г.); на XX Международной научно-практической конференции «Устойчивое развитие общества: новые научные подходы и исследования» (Москва, Университет информационных технологий и бизнес-образования, 8 июля 2025 г.); на XI Ежегодной международной конференции «Красавинские чтения» (Москва, Финансовый университет, 9 декабря 2025 г.); на научно-практической конференции

«Новая архитектура международных финансов: высокотехнологичный вектор» (Москва, МГИМО МИД России, АО «Альфа-Банк», 22 апреля 2026 г.).

Результаты настоящего исследования были использованы при выполнении научно-исследовательской работы (далее – НИР) ФГБОУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» по теме «Эволюция экономической глобализации в условиях полицентризма» (Государственное задание, приказ Финуниверситета от 25.04.2025 № 1225/о) в части обоснования необходимости использования адаптивных инструментов регулирования движения капитала, необходимого в условиях перехода к полицентричной мировой экономике и роста глобальных финансовых рисков. Степень участия автора в НИР составляет 0,1% (0,1 п.л.).

Материалы диссертации используются в практической деятельности АО «Медбэнк» при разработке аналитических модулей собственного программного обеспечения для мониторинга трансграничных потоков капитала. Реализованная авторская методика оценки эффективности применения инструментов контроля за движением капитала позволяет в автоматизированном режиме оценивать достигнута ли корректировка структуры ввезенного капитала и улучшение темпов экономического роста. Выводы диссертации о необходимости дифференцированного регулирования иностранного капитала в зависимости от его странового происхождения и качественных характеристик применяются при настройке алгоритмов компании для государственных заказчиков. В результате внедрения достигнут реальный экономический эффект за 2025 год в размере 2,4 млн рублей за счет оптимизации настройки алгоритмов и снижения трудозатрат аналитического отдела, а также сокращено время оценки эффективности контроля за движением капитала на 30%. Ожидаемый дополнительный экономический эффект в 2026 году составляет 1,8 млн рублей. В целом внедрение результатов диссертационного исследования способствует повышению обоснованности принимаемых решений при мониторинге трансграничных потоков капитала.

Материалы диссертации используются в практической деятельности ООО «Димеко Информационные Технологии», в частности используется сформулированный в диссертации перечень вызовов для международного движения капитала: фрагментация финансового пространства, активизация роли розничных и

глобальных коллективных инвесторов, усиление влияния цифровых валют, государственная кредитная экспансия. По материалам исследования внедрена авторская классификация данных вызовов применительно к страновому риск-анализу, что позволяет дифференцированно подходить к оценке устойчивости национальных финансовых систем к внешним шокам. Выводы диссертации о структуре и характере современных вызовов международному движению капитала применяются для детального ранжирования рисков при анализе групп стран, более качественной характеристики текущих проблем национальных экономик и, как следствие, более быстрой оценки вероятных последствий от трансграничных перемещений капитала. Эффект от внедрения выражается в ускорении процедуры анализа рисков для каждой отдельно взятой страны на 15%.

Результаты диссертации используются Кафедрой мировой экономики и мировых финансов Факультета международных экономических отношений Финансового университета в преподавании дисциплин «Международная финансовая статистика и платежный баланс» и «Трансграничные движения капиталов на мировом финансовом рынке».

Апробация и внедрение результатов исследования подтверждены соответствующими документами.

Публикации. Результаты диссертационного исследования отражены в 13 научных работах общим объемом 10,74 п.л. (весь объем авторский), в том числе 10 работ авторским объемом 9,65 п.л. опубликованы в рецензируемых научных изданиях, определенных ВАК при Минобрнауки России.

Структура и объем диссертации определяются логикой исследования в соответствии с целью и поставленными задачами. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы, включающего 205 наименований, и 11 приложений. Текст диссертации изложен на 223 страницах, включает 33 таблицы, 24 рисунка и 6 формул.

Глава 1

Теоретические подходы к регулированию международного движения капитала

1.1 Научные концепции к исследованию международного движения капитала в условиях усиления финансовых рисков

Международное движение капитала оказывает большое влияние на развитие отдельных стран и целых регионов мира. Наибольшее распространение данного процесса в современном понимании произошло в XX веке, особую связь движения капитала можно проследить с началом и развитием глобализации, которая, по мнению некоторых исследователей, началась именно в прошлом веке [134].

По мнению ученых, глобализация мировой экономики представляет собой разноплановое и разновекторное явление. Хотя существует множество определений глобализации, ни одно из них нельзя признать исчерпывающим и полноценным.

Одна группа ученых под глобализацией мировой экономики понимает стремление и намерения многочисленных государств по всему миру к установлению экономической взаимосвязи и расширению экономической активности за пределами своих границ [1; 85]. Подкрепляется такая позиция тем, что, действительно, «в процессе глобализации происходит расширение экономической активности каждой из стран, которые вовлечены в данный процесс» [64], что затрагивает и экономики других стран.

Вторая группа ученых считает, что глобализация сопровождается расширением экономического влияния транснациональных корпораций (далее – ТНК) на рынках других стран [80], ввиду невозможности дальнейшей экспансии на национальном рынке (отсутствие свободных ниш и возможности для дальнейшего роста внутри экономики своего государства). В такой трактовке происходящего четко прослеживается идея о том, что центральную роль в процессе глобализации играют именно ТНК. Однако и это толкование не безупречно, так как не учитывает воздействие ТНК на экономики других стран.

Третья позиция состоит в том, что процесс глобализации представляет собой «этап развития международной экономики, являющийся следствием превращения мировой экономики в открытую мегасистему, опосредуемую системой товарно-денежных отношений» [67]. Она «базируется на международном разделении труда ... и интеграции производства и обращения, функционирует на принципах рыночной экономики» [67]. Определение в целом верно, но не отражает тот факт, что глобализация неотделима от технического прогресса, который способствует упрощению и ускорению взаимодействия экономических субъектов.

Другие исследователи критически относятся к процессу глобализации и указывают на негативные эффекты от глобализации для национальных экономик развивающихся стран. Данную точку зрения поддерживает Дж. Стиглиц, который указывает не только на сохранение торговых ограничений развитыми странами, но и на требование от развивающихся экономик максимального открытия собственных рынков [7].

Термин «глобализация» стремятся определить международные финансовые институты (далее – МФИ). Они, осознавая важность влияния данного процесса на глобальную экономику, пытаются идентифицировать основные тенденции в развитии глобализации, а также определить какой эффект она оказывает на национальные экономики отдельных стран и на глобальную экономику в целом [46]. По мнению экспертов из МВФ, термин «глобализация» является результатом новаторства людей и технологического прогресса. Под этим определением называют увеличивающийся уровень взаимосвязанности экономических процессов между различными странами по всему миру, где в первую очередь имеется в виду увеличение торговых и финансовых потоков между странами. Помимо этого, важную роль в процессе глобализации по мнению экспертов МВФ играет увеличение мобильности труда и технологий [161].

Всемирный Банк (далее – ВБ) подчеркивает, что эффект от процесса глобализации является позитивным, так как глобализация увеличивает темпы экономического роста благодаря ускорению финансового развития [153], что по большей части необходимо странам с развивающейся экономикой. Это достижимо благодаря допуску иностранных инвесторов к различным инвестиционным проектам внутри развивающихся экономик. Представленные определения

расширяют взгляд на глобализацию, поскольку выделяют влияние глобализации на экономический рост внутри национальных экономик, однако определения МФИ упускают из виду возможное негативное воздействие на национальные экономики.

Дальнейшее исследование процесса глобализации позволило экспертам из МВФ и ВБ прийти к выводу, что глобализация не может оказывать исключительно позитивный эффект на субъекты, участвующие в данном процессе. Более поздние исследования этих финансовых организаций указывают на то, что трансграничные операции способны в значительной мере дестабилизировать ситуацию в национальных экономиках стран, вовлеченных в данный процесс [184; 202].

На основе представленных определений полагаем, что явление глобализации мировой экономики может быть представлено в следующем виде: глобализация – это процесс всемирной экономической, политической, культурной и религиозной интеграции и унификации. Она характеризуется увеличением международной торговли, усилением миграции капитала, рабочей силы и производственных ресурсов, стандартизацией и унификацией законодательства и правил поведения на валютно-финансовых и кредитных рынках [56].

Глобализация мировой экономики находит концентрированное проявление в финансовой глобализации. Финансовая глобализация – это процесс, который согласно многим исследователям, например, Г.В. Семочкину [118], Л. Зингалесу [3], и А.Д. Архипову [54; 61], возник в период распада Бреттон-Вудской системы 1971-1973 годов и объясняется ослаблением контроля за движением капитала национальными правительствами по всему миру с 1970-х годов. А.В. Навой отмечает, что «финансовая глобализация проявляется, в том числе, в либерализации доступа на национальные финансовые рынки на базе новых технологий и средств коммуникаций, снятии ограничений на взаимный перелив капитала между странами и регионами» [10]. Постепенное снятие государственных ограничений на мобильность капитала создало многочисленные возможности для управляющих финансовыми ресурсами получать все большую прибыль для себя и своих клиентов по мере возникновения глобального рынка ценных бумаг.

С. Стрейндж в своих работах указывает на существование трех основных элементов, позволяющих прийти к выводу о признании финансовой глобализации основной движущей силой глобализации мировой экономики [195]. К этим

элементам необходимо отнести доминирование глобального финансового рынка над рынком труда, «увеличивающийся темп перераспределения экономической власти от слабых государств к различным негосударственным структурам при помощи использования финансовых механизмов и переход от государственных механизмов управления к рыночным» [10]. По нашему мнению, данное определение преуменьшает суть финансовой глобализации.

В терминах МВФ под финансовой глобализацией понимается процесс увеличения финансовых потоков и интеграции стран в мировую финансовую систему [167].

Под финансовой глобализацией понимается усиление взаимосвязи между национальными финансовыми институтами, что способствует более свободному движению международного капитала. Она также способствует упрощению обмена технологиями и информацией [61; 70], и повышает роль ТНК и транснациональных банков (далее – ТНБ) [64; 79]. При этом такие институты как раз и становятся основными движущими силами финансовой глобализации, они заинтересованы в увеличении сферы своего влияния, получении новых рынков сбыта, а также упрощении доступа к новым рынкам капитала. Такие компании лоббируют свои интересы для создания благоприятных условий для своего развития, и, по мнению А.Ю. Русских, они же способствуют дальнейшему развитию процесса МДК, оказывая «непосредственное влияние на размещение производительных сил в масштабах мирового сообщества, кардинальным образом воздействуя на расширение, ограничение, слияние и поглощение рынков в зависимости от своих стратегических интересов. Мощным побудительным стимулом для них является размещение производств на территории стран, входящих в интеграционные группировки и имеющих емкий и хорошо защищенный рынок...» [116].

Под ТНК Организация Объединенных Наций (далее – ООН) понимает крупные компании, осуществляющие свою деятельность в форме производства продукции или ее сбыта не менее чем в шести странах мира [123]. Также важным критерием является доля зарубежных капиталовложений, которая должна составлять не менее 25% [123].

Под ТНБ понимаются банки, чья деятельность организована более чем в одной стране [92].

Согласно Ш. Сунь именно зарождение МДК в конце XX века привело к формированию понятия ТНК [126]. Суть участия ТНК и ТНБ в процессе финансовой глобализации сводится к следующему. Во-первых, ТНК и ТНБ имеют возможность минимизировать различные издержки («существует множество способов минимизации налоговой базы компании в рамках ее международной производственной и сбытовой деятельности» [22] и другие) и максимизировать прибыль [137]. Во-вторых, ТНК и ТНБ обладают значительными финансовыми ресурсами. Высокая узнаваемость и кредитоспособность позволяют им привлекать дополнительное финансирование, а глобальная структура бизнеса – эффективно распределять финансовые потоки между странами присутствия, что дает им возможность доминировать на рынках.

Кроме того, на современной фазе финансовой глобализации ТНК и ТНБ превращаются в основу МДК на базе активизации сделок M&A (англ. Mergers and Acquisitions), а также расширения объемов кредитования связанных зарубежных структур. В частности, «в 2025 году объем глобальных сделок по слиянию и поглощению достиг 4,5 трлн долл. США, что почти на 50% выше уровня прошлого года» [13]. Наконец, трансграничное банковское кредитование растет высокими темпами и, по данным отчета БМР, «в третьем квартале 2025 года ... объем непогашенных требований вырос до 45 трлн долл. США» [145]. При этом определить общий объем кредитования ТНК своих зарубежных подразделений сложно или невозможно, поскольку зачастую эта информация скрыта из-за длинной цепочки владения зарубежными активами.

В итоге нами предлагается закрепить следующее определение финансовой глобализации: «финансовая глобализация подразумевает процесс интеграции и объединения финансовых рынков на международном уровне, который сопровождается перетоком капиталов между странами-участницами данного процесса и регионами, развитием валютных, финансовых и кредитных рынков, а также масштабированием операций ТНК и ТНБ в качестве системообразующих элементов глобализации» [64].

Как и любой другой экономический процесс, финансовая глобализация обладает как положительными, так и отрицательными эффектами для мировой и национальных экономик. К негативным чертам финансовой глобализации относят:

высокую степень неопределенности в трансграничных финансовых потоках; риски потери экономического суверенитета странами-реципиентами капитала; чрезмерную закредитованность отдельных стран; возрастающую волатильность финансовых потоков; усиливающиеся процентные, валютные, страновые, санкционные риски.

Основой финансовой глобализации служит МДК. Под МДК в научной литературе понимают перемещение капитала между странами в товарной или денежной форме с целью получения прибыли [5]. В понимании МВФ МДК представляет собой трансграничные потоки капитала – движение денег и финансовых активов между странами, осуществляемое для инвестирования, торгового финансирования или поддержки производства [188]. При этом МВФ признает, что МДК может принести как существенные выгоды странам, так и повлечь значимые убытки, обуславливая необходимость принятия мер по управлению потоками капитала.

Теоретические подходы к причинам возникновения МДК встречаем еще в классической политэкономии, в частности, в теориях Д. Рикардо, Дж. С. Милля, К. Маркса, Дж.М. Кейнса и других ученых. Согласно подходу Д. Рикардо, капитал стремится перемещаться в те страны, где издержки производства ниже, а норма прибыли выше, что в современной интерпретации выражается в движении капитала из стран с низкой доходностью (низкой ставкой процента) в страны с высокой доходностью (высокой ставкой процента) [49]. Мы считаем, что данная теория частично применима к современным реалиям, определяя направления движения капитала между регионами с низкой ставкой (например, Япония, Швейцария) в развивающиеся экономики с высокими ставками. С другой стороны, в условиях возрастающих рисков фрагментации финансового пространства все чаще прослеживается искажение данного механизма.

Теория МДК Дж.М. Кейнса основывается на том, что МДК может способствовать стабильности и росту экономики, поскольку это позволяет странам инвестировать в перспективные проекты и улучшать производительность [147]. Дж.М. Кейнс указывал на возможные негативные последствия свободного МДК, среди которых выделял: мировые финансовые кризисы, нестабильность,

чрезмерную волатильность валютного рынка и ущемление интересов национальных государств.

По мнению Джона Стюарта Милля, МДК будет зависеть от относительных доходов и цен в разных странах (капитал будет двигаться из низкодоходных стран в высокодоходные), а МДК может быть затруднено экономическими барьерами [178].

В марксистской теории МДК описывается как инструмент увеличения экономической зависимости между странами. Согласно К. Марксу, стремление иностранных инвесторов извлечь максимальную прибыль из своих вложений в иностранном государстве приводит к эксплуатации рабочих, а также потере экономической независимости принимающей капитал страны [76]. Экспорт же капитала из развитых стран в развивающиеся страны является необходимым для капиталистического строя, так как со временем в развитых странах накапливается излишний капитал, который не может быть в полной мере инвестирован в развитую страну ввиду перенасыщения рынка капитала, из-за чего инвесторы стремятся найти новые возможности для инвестиций за рубежом [61].

Современные взгляды на МДК опираются на следующие положения: как отдельные учёные, изучающие вопрос о развитии феномена МДК, так и МФИ, в том числе МВФ, в последнее время уделяют важное внимание негативным последствиям бесконтрольного движения капитала. В «Обзоре институционального подхода к либерализации потоков капитала и управлению ими» эксперты МВФ отмечают важность превентивной защиты от притока иностранного капитала в национальную экономику [61; 142].

Еще одна точка зрения связана с бесконтрольностью МДК. М.А. Шерстнев [133] указывает, что приток капитала в страны бывшего блока СССР произошел крайне быстро на фоне отсутствия четкой структурированности законодательства в недавно образовавшихся государствах. Такое скорое проникновение иностранного капитала в национальную экономику по большей части использовалось ввиду того, что «страны региона взяли четкий курс на привлечение иностранного капитала в свою экономику (при различии конкретных путей и подходов к либерализации международного движения капитала)» [133] для финансирования дефицита платежного баланса без понимания направлений использования капитала.

Дополнительным движущим мотивом МДК выделяют затоваренность западных рынков и снижение отдачи на капитал на них, что делает развивающиеся рынки более привлекательными для совершения инвестиций [160].

МДК структурно делится на следующие функциональные категории инвестиций (структура, изложенная в «Руководстве по платежному балансу и международной инвестиционной позиции» (далее – РБП6) [6]:

- прямые инвестиции,
- портфельные инвестиции,
- производные финансовые инструменты,
- резервные активы,
- прочие инвестиции.

Краткий обзор теорий движения капитала по отдельным функциональным категориям представлен в приложении А.

Прямые инвестиции позволяют владельцу капитала получить доступ на внутренний рынок принимающей страны. Прямые инвестиции осуществляются чаще всего на длительный срок. Такие вложения менее волатильны, чем остальные функциональные категории [173]. Основными целями прямых инвесторов выступают получение контроля над структурой производства приобретаемых предприятий, а также извлечение явных и неявных выгод от собственности в другой стране [86]. Если при этом инвестор является резидентом одного государства, а объект инвестиций – другого, такие вложения классифицируются как *прямые иностранные инвестиции*.

Прямые инвестиции неоднородны, так как они включают как инвестиции в новые объекты - гринфилд (далее – англ. Greenfield), так и приобретение долей участия в уже существующих предприятиях – браунфилд (далее – англ. Brownfield). Под greenfield понимается «инвестиционный проект, предполагающий строительство производственных мощностей на свободной площадке с нуля» [98]. В документе Организации экономического сотрудничества и развития (далее – ОЭСР) «OECD Benchmark Definition» greenfield-проекты описываются как проекты, «предоставляющие новый капитал и новые рабочие места» [159].

Brownfield, в отличие от greenfield, подразумевает приобретение уже существующих активов [71]. Этот тип инвестиций предполагает движение

финансовых ресурсов исключительно между собственниками компании (владельцами акций) и не связан с формированием реальных финансовых потоков в экономику принимающей страны.

В категорию ПИИ включаются как участие в капитале компаний, так и вложение в долговые инструменты связанных структур, а также реинвестирование доходов, полученных в результате владения активами [30].

Портфельные инвестиции определяются как «трансграничные операции и остатки, связанные с долговыми ценными бумагами или ценными бумагами, обеспечивающими участие в капитале, кроме тех, которые включаются в прямые инвестиции или резервные активы» [6].

Доля портфельных инвестиций в структуре МДК постепенно увеличивается. Среди основных теорий портфельного инвестирования можно выделить теории Марковица и Блэка.

Объем портфельного инвестирования растет главным образом вследствие появления множества розничных клиентов и их стремления минимизировать риски вложений в финансовые инструменты. Тем не менее на макроуровне высокая оборачиваемость портфельных инструментов создает проблему их быстрого перетока из одного сегмента рынка на другой, нацеленность на спекуляции и повышенной волатильности финансовых потоков в принимающей стране.

Движение и свойственная портфельным инвестициям волатильность в большей мере отражают финансовые риски фрагментации мирового финансового пространства [110]. В случае наступления кризисных ситуаций портфельные инвесторы могут принять решение о продаже своих иностранных активов с целью защитить свои инвестированные средства. Данные характеристики обуславливают их меньшую привлекательность для принимающей стороны. Кроме того, в условиях усиливающихся глобальных финансовых рисков и процесса фрагментации финансового пространства портфельные инвестиции создают дополнительные риски лавинообразного выхода инвесторов с рынка принимающей страны.

В рамках РПБ6 *производные финансовые инструменты* (далее – ПФИ) выделены в отдельную функциональную категорию МДК. Эта категория охватывает «финансовые инструменты, привязанные к определенному финансовому инструменту, показателю или товару, и посредством которых конкретные

финансовые риски могут самостоятельно обращаться на финансовых рынках» [6, 48]. Основная экономическая цель операций с ПФИ, согласно РПБ6, заключается в перераспределении «финансовых рисков (таких как процентный и валютный риск, риск, связанный с колебаниями цен на акции и биржевые товары, кредитный риск и т.п.) независимо от активов» [6], а также в получении дохода от спекулятивных операций на колебаниях стоимости базового актива. Важным методологическим уточнением РПБ6 является то, что в эту категорию наряду со стандартными деривативами включаются также опционы на акции для сотрудников («опционы на акции для сотрудников представляют собой опционы на покупку акций компании, предлагаемые сотрудникам компании в качестве формы оплаты труда» [6]).

В отличие от других инвестиций, в статистике платежного баланса учитывается не номинал контракта, а его рыночная стоимость, представленная на момент составления отчета в виде требований или обязательств. К типичным инструментам данной категории относятся форвардные контракты, фьючерсы, свопы (например, процентные или валютные), опционы, кредитно-дефолтные свопы и варранты.

Резервные активы представляют собой категорию внешних финансовых активов, «которые имеются в свободном распоряжении органов денежно-кредитного регулирования и контролируются ими в целях удовлетворения потребностей в финансировании платежного баланса» [6; 200], «проведения интервенций на валютных рынках для оказания воздействия на валютный курс и в других соответствующих целях (таких как поддержание доверия к валюте и экономике, а также в качестве основы для иностранного заимствования)» [6]. Ключевыми критериями для отнесения актива к резервным являются высокий уровень ликвидности, возможность его свободного использования органами власти и номинирование в иностранной валюте. Состав резервных активов, определенный РПБ6, включает несколько основных компонентов. Во-первых, это монетарное золото, под которым понимается золото высокой пробы, принадлежащее органам денежно-кредитного регулирования и хранящееся в качестве финансового актива, а не товара. Во-вторых, к резервным активам относятся специальные права заимствования (англ. – Special Drawing Rights, SDR, далее – СДР), подразумевающие

«международные резервные активы, которые создаются МВФ и распределяются среди его членов в дополнение к существующим резервным активам» [6].

Основным компонентом синтетической функциональной категории *прочие инвестиции* выступает *международное кредитование*. Оно представляет собой трансграничное движение заемного капитала на международном финансовом рынке, состоящее в предоставлении валютных и товарных ресурсов на условиях возвратности, срочности и уплаты процента за пользование ссудой [4]. К основным формам международного кредита относят: банковские/коммерческие кредиты, экспортные кредиты, авансовые платежи, факторинг и другие. Международное кредитование наиболее взаимосвязано с реальным сектором, поскольку международный кредит часто предоставляется под производственные цели. Важно отметить, что значительную роль в развитии данной формы МДК играют двусторонние государственные кредиты, а также многосторонние кредиты международных организаций, включая МВФ, Международного банка реконструкции и развития (далее – МБРР), Лондонского и Парижского клубов.

Основными источниками международного кредита являются страны с развитыми экономиками. Существует несколько типов кредитов для развивающихся стран, многие из которых выдаются на льготных условиях и направлены на улучшение качества жизни в данных странах, а также для преодоления различных экономических и социальных кризисов [4].

Несмотря на тесную связь МДК с воспроизводственными процессами, международный кредит содержит в себе риски избыточного обременения экономики долговыми обязательствами и риски перехода к иностранным кредиторам контроля за национальными предприятиями – заемщиками. Кроме того, учитывая значимую роль в международном кредитовании в качестве заимодавца крупных МФИ (МВФ, МБРР и других), усиливаются риски политизации процесса выдачи кредита и его условий. Как отмечают некоторые исследователи, «внешний долг стоит на пути приобретения политической и экономической независимости страны» [78]; «как показывают кризисы в некоторых странах, попадание в долговую зависимость приводит к усилению давления финансовых рынков и институтов, представляющих интересы крупных банков, таких как МВФ и Парижский Клуб» [78].

Однако указанная выше характеристика не является единственной негативной чертой международного кредита. Как считают некоторые исследователи, «международный кредит усиливает диспропорции общественного воспроизводства, облегчая развитие наиболее прибыльных отраслей и задерживая развитие отраслей, в которые не привлекается иностранный капитал. Международный кредит – орудие конкурентной борьбы стран за рынки сбыта, сферы приложения капитала, источники сырья, за превосходство в решающих областях научно-технического прогресса» [89].

Несмотря на достаточно подробное теоретическое описание происхождения и сущности МДК, научные взгляды на это явление требуют корректировок с учетом *новых системных условий* МДК, к которым мы относим: усиление глобальных финансовых рисков и фрагментацию глобального финансового пространства.

Вопрос *усиления глобальных финансовых рисков* изучался многими исследователями, так как влияние фрагментации финансового пространства наносит непоправимый вред протекающему процессу финансовой глобализации. Исследователи указывают, что под финансовыми рисками в процессе глобализации понимаются потенциальные угрозы для мировой финансовой системы [154], которые возникают в процессе создания наднациональной финансовой системы и перехода к ней функций национальных государств. В качестве основного типа глобального финансового риска исследователи отмечают системный риск: распространение проблем, возникающих в одной финансовой системе, на другие финансовые системы и на глобальную финансовую систему («эффект заражения»). Данная точка зрения подтверждается примером кризиса ипотечного кредитования в США в 2008 году, распространившегося на глобальную финансовую систему.

При этом некоторые работы исследователей акцентируют внимание на недооцененной роли банковского управления в предотвращении системного риска, подчеркивая прямую связь между качеством управления и склонностью финансовых институтов к избыточному риску [156].

В. Глущенко, в свою очередь, акцентирует внимание на геополитической составляющей финансовых рисков. Исследователь указывает на то, что «в условиях глобализации геополитический риск из разряда пассивных факторов инвестиционного фона переходит в разряд активных факторов, влияющих на

принятие инвестиционных решений» [73]. Они в свою очередь определяют перераспределение инвестиционных потоков: капитал направляется в страны с более защищенным геополитическим положением, тогда как государства с высоким уровнем такого риска (включая Россию) сталкиваются с оттоком капитала, его хаотичными движениями [59] и «инвестиционным голодом». Более того, как показал опыт России, «дискриминационные меры, применяемые в последние годы по отношению к экономике Российской Федерации, ограничение доступа не только к иностранным финансовым ресурсам, но и ресурсам самой России, сохраняемым в иностранных банках и ... торговые запреты существенно ухудшают финансовую безопасность Российской Федерации» [95].

Основным результатом повышения глобальных финансовых рисков для МДК является общее снижение масштабов трансграничных финансовых потоков, а также их трансформация в пользу более «защищенных» форм инвестиций – накопления международных резервов, увеличение остатков на депозитных и транзакционных счетах за рубежом. При этом, «под давлением» оказываются более рискованные и долгосрочные формы инвестирования – ПИИ, долгосрочное кредитование, проектное финансирование и другие формы. В целом, глобальные финансовые риски приводят к искажению рыночных механизмов регулирования аллокации свободных финансовых ресурсов и к снижению общей эффективности МДК.

Под *фрагментацией глобального финансового пространства* А.В. Латков и В. Мартынович понимают «борьбу за перераспределение доходов от ренты на мегаэкономическом уровне» [101], что подчеркивает целевой ориентир фрагментации – получение крупными игроками на рынке капитала устойчивого и постоянного влияния на определенные зоны, территории и страны.

Помимо этого, фрагментация финансового пространства представляет собой очередной этап развития международных экономических отношений, который предполагает выделение определенных стран, клубов стран, которые ставят перед собой цель доминирования на мировой арене при помощи различных экономических инструментов [130]. При этом, по мнению Н. Кондратьевой [87] даже в рамках единой экономической зоны, такой как Европейский союз (далее – ЕС), сохраняется внутренняя фрагментация: лидерство и вес остаются за странами ядра, тогда как

отдельные страны периферии (особенно южного расширения) попадают в «ловушку развития», не сумев в полной мере использовать интеграционный потенциал.

По мнению И.А. Балюка, в основе фрагментации финансового рынка лежат «естественные преграды и разногласия (например, предпочтения инвесторов относительно объекта и вида вложений), различия в уровне развития финансовых систем (например, глубина и объем рынков капитала), наличие или отсутствие синхронизации финансовых циклов, различия в системах налогообложения и уровне конкуренции в отдельных странах» [68]. Также «фрагментация рынка может возникать также в результате различий, связанных с финансовым регулированием и надзором» [68]. Среди причин фрагментации можно выделить политические, экономические, технологические. В первую очередь санкции являются инструментом политического и экономического давления на выбранную страну [93], направленным на вытеснение государства из процесса глобализации. Ввиду многочисленных санкций против таких стран как Китай, Россия, Иран, которые могут быть введены в любой момент, увеличивается риск роста волатильности в экономике в случае наложения санкций [61]. Кроме того, фрагментация мировой экономики может стать следствием роста конкуренции, когда вырвавшиеся вперед в экономическом или технологическом развитии страны хотят оставить за собой право доминировать на международной арене за счет полученных конкурентных преимуществ. В итоге в целях сохранения доминирующего положения вводятся ограничительные барьеры для стран, потенциально догоняющих лидера по экономическому развитию, чтобы снизить их потенциал развития и продлить время, на протяжении которого инициатор санкций будет иметь доминирующее положение на рынке. Ярким примером являются торговые ограничения в отношении Китая.

Фрагментация является обратным процессом к финансовой глобализации. В ходе фрагментации нарушаются экономические связи между странами, создаются альтернативные платежные системы, происходит изменение структуры МФИ. В результате та или иная страна, вовлеченная в процесс финансовой глобализации и бывшая ранее перспективной для партнеров, в любой момент времени может оказаться полностью изолированной от экономического и технологического прогресса ввиду изменившихся обстоятельств.

По мнению многих ученых, фрагментация мирового финансового рынка разделяет мир на несколько крупных блоков, в результате чего инвестиционные возможности ограничиваются контуром блока, а возможности инвестиций из блока вовне резко падают [61]. Данная проблема может стать серьезной угрозой развития не только для МДК, но и для дальнейшего роста мировой экономики в целом, так как на фоне геополитической эскалации фрагментация финансового пространства может привести к существенному сокращению инвестиций с «глобального запада» на «глобальный восток» и наоборот [61]. Уже сегодня эксперты МВФ отмечают наметившееся деление стран мира на три глобальных блока: западный (включая США, ЕС, Австралию и прочие страны), восточный (включая Россию, Китай, некоторые страны Африки и прочие страны), а также нейтральные страны, которые пока не определились со своими приоритетами [150].

Фрагментация несет высокие риски для мировой экономики ввиду потенциального нарушения финансовых и торговых связей между странами. Намеренный отказ от сотрудничества между странами может привести к невозможности эффективного использования финансовых ресурсов, к повышению издержек для экономических субъектов ввиду требований по соблюдению условий вводимых ограничений (санкций, эмбарго и других), резкому падению кредитоспособности и надежности стран, вводящих финансовых рестрикции.

Фрагментация финансового пространства негативно влияет на МДК, так как она усиливает геополитическую напряжённость, повышает политический и страновой риски, ограничивает рыночные механизмы перераспределения финансовых ресурсов между странами. Трансграничные финансовые потоки формируются на уровне свободных финансовых ресурсов внутри блока и перераспределяются между странами блока. При этом избыточные финансовые ресурсы, формируемые на уровне блока, не нашедшие применения среди стран блока, не могут быть использованы вовне.

Наряду с фрагментацией финансового пространства, текущее развитие МДК позволяет нам выделить ряд дополнительных *новых явлений*, трансформирующих теоретические представления о данном процессе. По нашему мнению, эти явления связаны: во-первых, с активизацией розничных инвесторов [61]; во-вторых, со стремительной интеграцией в глобальное финансовое пространство цифровых

валют и цифровых прав [55; 57; 61]; в-третьих, с усилением финансового протекционизма в продвижении финансовых инвестиций отдельных государств; в-четвертых, с концентрацией глобальных финансовых потоков в руках глобальных инвестиционных гигантов. Все эти тенденции, действуя в сочетании с фрагментацией мировой экономики, определяют становление новой архитектуры МДК с ее растущей неустойчивостью и дисбалансами.

Активизация розничных инвесторов привела к беспрецедентному росту масштаба движения капитала, инициируемого физическими лицами [127]. Такое изменение в структуре участников рынка стало возможно благодаря увеличению доступности информации для широкой общественности. Если раньше качественная аналитика по изменению финансового положения компании, а также новости, которые влияют напрямую на капитализацию компаний, были доступны лишь институциональным инвесторам, то в настоящее время ситуация изменилась [61; 83]. В первую очередь это произошло благодаря появлению нового типа социальных сетей и платформ, предоставляющих доступ к продвинутой финансовой информации. Влияние розничных инвесторов на рынок сложно переоценить, учитывая волатильные и нестандартные движения, которые происходят на рынках в последнее время. Ввиду желания получить моментальный доход, а также благодаря наличию доступа к иностранным рынкам капитала, частные инвесторы совершают множество сделок, а массовость таких сделок в разы увеличивает торговые объемы котируемых активов [61].

В России количество розничных инвесторов в 3 квартале 2025 года составило 38,6 млн человек [33]. Согласно исследованию PwC, к 2030 году доходы рынка частных инвестиций достигнут 432,2 млрд долл. США и превысят половину всей выручки мировой индустрии управления активами, чему будет способствовать усиление роли розничных инвесторов благодаря развитию технологий, стимулирующих спрос на цифровые активы и токенизированные продукты [186]. Это означает, что розничные инвесторы действительно играют большую роль на глобальном финансовом рынке и могут повлиять на формирование МДК.

Одной из ключевых проблем участия в трансграничных операциях розничных инвесторов является их склонность к коллективному, порой иррациональному поведению. В частности, психологические факторы рынка для

индивидуальных инвесторов приоритетнее, а «иррациональное поведение инвесторов объясняется тем, что отдельные группы участников рынка не анализируют фундаментальную информацию об активе и просто следуют за динамикой рынка, ожидая, что вся информация об активе уже заложена в этой динамике» [129]. Такое поведение, которое в научной литературе называется «herd behavior», может стать причиной большой волатильности потоков капитала [129], что означает рост риска для стабильности экономик стран, принимающих иностранный капитал.

Розничные инвесторы, работающие по принципу децентрализованного «роя», способны молниеносно перераспределять свои капиталы между странами в ответ на различные новости и политические сигналы. Как отмечают исследователи, «розничные инвесторы, вооружённые непроверенной информацией, полученной из социальных сетей, обладают возможностью организовывать резкие скачки волатильности, способные существенно влиять на рынки» [144]. Более того, в случае возникновения угроз для личного портфеля частного инвестора, такой участник рынка быстро может принять решение о выходе из спекулятивной позиции.

Более того, по нашему мнению, мотивация большинства (если не почти всех) розничных инвесторов ориентирована исключительно на быстрое получение спекулятивной прибыли, что идет вразрез со стратегическими интересами государств-реципиентов капитала.

Вторым фактором, который, по нашему мнению, влияет на современную композицию МДК, является активная интеграция в мировую финансовую систему ЦФА и ЦВ. Согласно российскому законодательству, под ЦФА «признаются цифровые права, включающие денежные требования, возможность осуществления прав по эмиссионным ценным бумагам, права участия в капитале непубличного акционерного общества...» [8]. Под ЦВ в свою очередь «признается совокупность электронных данных (цифрового кода или обозначения), содержащихся в информационной системе, которые предлагаются и (или) могут быть приняты в качестве средства платежа, не являющегося денежной единицей Российской Федерации...» [8].

Согласно исследованиям, только за период с июля 2024 по июнь 2025 года объем криптовалютных сделок в США и Канаде составил 2,3 трлн долл. США, что

подчеркивает растущую интеграцию ЦФА и ЦВ в глобальную финансовую систему [182]. Уже сейчас известно, что некоторые компании для упрощения и ускорения совершения транзакций начинают использовать криптовалюты в качестве средства платежа за приобретаемые товары и услуги [28].

ЦФА и ЦВ позволяют повысить скорость и надежность расчетов, инвестиций и движения капитала, а также способствуют децентрализации мировой экономической системы. Как отмечает МВФ, цифровые деньги способны существенно снизить транзакционные издержки, ускорить переводы по сравнению с традиционными банковскими каналами и способствовать развитию экономики, ведь «комиссии за денежные переводы при помощи традиционных методов расчета могут достигать 7% от стоимости транзакции, и, по оценкам Всемирного банка, снижение комиссий до 2 процентов могло бы дать ежегодный прирост в 16 миллиардов долларов к объему денежных переводов в страны с низким уровнем дохода» [139]. Помимо этого, исследователи выделяют дополнительные возможности диверсификации инвестиционных портфелей, связанных с использованием ЦФА [105].

ЦФА позволяют достаточно эффективно преодолевать торговые и финансовые ограничения, включая санкции. Благодаря ЦФА фрагментация мировой экономики получает новый импульс: появляется все больше альтернатив использованию резервных валют для международных расчетов. Кроме того, ЦФА дают возможность обходить требования кредитных организаций к проверке клиентов. Россия, например, столкнувшись с санкционными ограничениями, допускала возможность использования криптовалюты для трансграничных переводов – это позволило бы стране облегчить международные расчеты и снизить риски давления со стороны иностранных банков [42].

Вместе с тем использование ЦФА и ЦВ сопряжено с рисками волатильности и неопределенности, но при этом упрощает транзакции, снижает издержки и ускоряет выход инвесторов на глобальные рынки, увеличивая объемы МДК. ЦФА и ЦВ меняют композицию капитала, привлекая рисковые и инновационные инвестиции (венчурный капитал, стартапы) в ранее недоступные регионы, становясь инструментом диверсификации портфелей. Однако их негативная черта – ограниченная возможность государственных органов идентифицировать стороны

сделок. Это создает угрозу для финансовой безопасности многих стран с точки зрения отслеживания поступающих и выбывающих из страны денежных средств, так как получателя и отправителя денег невозможно отследить [61].

Третьим фактором трансформации МДК выступает *усиление финансового протекционизма в продвижении финансовых инвестиций отдельных государств.*

Качественно новой чертой МДК является экспансия государственного кредита со стороны Китая. С начала XXI века Китай предоставляет крупные займы развивающимся странам с целью увеличения своего экономического и политического влияния на них. По сравнению с другими крупными международными кредиторами, китайские кредиты могут отличаться менее выгодными финансовыми условиями (более высокой процентной ставкой, более коротким сроком) [177], однако этот вариант финансирования остается привлекательным для заемщиков благодаря меньшему количеству политических условий и простоте получения [103].

Самой известной и крупной китайской инициативой является «Один пояс, один путь», в рамках которой Китай предоставляет кредиты странам Азии, Африки и Латинской Америки на строительство инфраструктуры, развитие транспортных путей и другие проекты и «предусматривает комплексное развитие трансграничной транспортно-логистической, энергетической и телекоммуникационной инфраструктуры в сочетании с мерами по координации макроэкономической политики, снятию барьеров в торговоинвестиционной сфере, переходу на использование в торговле национальных валют, расширению социальной базы межгосударственных отношений» [32].

Китайская Народная Республика (далее – КНР, Китай) использует финансовые инструменты не только как средство экономического сотрудничества, но и как инструмент стратегического влияния. Путем предоставления займов и непосредственных инвестиций в инфраструктурные проекты развивающихся стран Китай создает устойчивую финансовую зависимость этих государств, что ограничивает их самостоятельность в международных финансовых потоках. С другой стороны, такие стратегии позволяют стимулировать развитие инфраструктуры и создают новые рынки для китайских товаров и услуг. Как отмечает Г.М. Костюнина, «преследуя стратегические цели, КНР может осознанно

идти на определенные краткосрочные убытки в расчете на получение прибыли в средне- и долгосрочной перспективе. Располагая существенными свободными финансовыми ресурсами, Китай может позволить себе подобные маневры» [90].

Масштабная кредитная экспансия Китая в рамках инициативы «Один пояс, один путь» вызывает критику со стороны ведущих стран мира. Оппоненты указывают на отсутствие прозрачности, экологических и трудовых стандартов, а также традиционных требований к реформам. По их мнению, такая практика ведет к долговой зависимости стран-реципиентов от Китая и подрывает усилия Запада по стимулированию реформ [102]. Согласно Я.В. Лексютиной, за инициативой «Один пояс, один путь» может скрываться «намерение установить сильную экономическую зависимость развивающихся стран от Китая в целях ее последующего использования в качестве рычага давления, а также китайскую стратегию переформатирования международной экономической системы и создания китацентричного мира» [102].

Потенциально страны, которые могут столкнуться с последствиями китайского финансирования, будут вынуждены находить другие источники их замещения. Подобные последствия могут подорвать стабильность международной системы кредитования.

Последствия влияния кредитной экспансии Китая на рынок МДК могут сказаться в замещении других форм финансирования и сложностях в регулировании данного потока капитала, поскольку такое кредитование в строгом экономическом смысле отвечает долгосрочным интересам принимающих государств.

Наконец, четвертым фактором МДК является *концентрация глобальных финансовых потоков в руках глобальных инвестиционных посредников*.

Согласно исследованиям, все более выраженным становится доминирование на мировых финансовых площадках инвестиционных гигантов (BlackRock, Vanguard и State Street) [157].

Под управлением инвестиционных фондов, по оценкам некоторых исследователей, находилось до 139 трлн долл. США в 2024 году с перспективой увеличения активов под управлением до 200 трлн долл. США к 2030 году [51]. Концептуально деятельность указанных фондов базируется на принципах максимизации прибыли и реализации краткосрочных инвестиционных стратегий, что на практике приводит к активному и зачастую агрессивному проникновению

транснационального капитала на национальные финансовые рынки отдельных стран. Следует особо подчеркнуть, что рыночная активность подобных фондов далеко не всегда коррелирует с национальными стратегиями устойчивого социально-экономического развития стран-реципиентов. Инвестиционные потоки зачастую стимулируют формирование пузырей активов, которые после достижения определенного предела могут лопнуть, вызывая обвал финансовой системы.

Существенным обстоятельством выступает то, что отток капитала из указанных стран зачастую носит внезапный характер, не сопровождаясь превентивным уведомлением, что генерирует дополнительные риски для финансовой стабильности. Резкое сжатие объемов иностранных инвестиций способно выступить причиной экономических кризисов, дестабилизировать национальные валютные системы и финансовые рынки. Хотя инвестиции указанных фондов остаются довольно выборочными касательно стран третьего мира и Глобального Юга [187], любые корректировки в инвестиционной политике этих компаний могут спровоцировать резкий рост волатильности в потоках капитала.

Обладая значительными долями в публичных корпорациях, такие структуры стимулируют их к агрессивному налоговому планированию. Это фактически приводит к перераспределению налогового бремени с корпоративного сектора на иные категории налогоплательщиков и ослабляет фискальную базу государства [151]. В сложившихся условиях национальные правительства вынуждены балансировать между интересами локальных элит и предпочтениями глобальных финансовых институтов. Примечательно, что подобные практики зачастую усугубляют проблемы неравенства и социальной справедливости в развивающихся экономиках, поскольку ресурсные потоки ориентируются на обслуживание интересов зарубежных инвесторов в ущерб благосостоянию граждан.

Учитывая указанные ранее факты, увеличение влияния крупных инвестиционных и хедж-фондов на государственные структуры развивающихся стран может повлечь за собой серьезные социально-экономические, политические и институциональные последствия. Такие крупные компании не только трансформируют национальные финансовые рынки, но и зачастую устанавливают на них свои собственные правила, преследующие исключительно корпоративные интересы, не совпадающие со стратегическими задачами государства-реципиента.

Обобщенные результаты исследования влияния новых современных финансовых процессов на МДК представлены в таблице Б.1.

Таким образом, изменения и новые вызовы в сфере МДК носят выраженный системный и комплексный характер. Данные изменения ставят на второй план традиционный механизм аллокации ресурсов мирового рынка капитала, что подчеркивает важность разработки комплекса мер экономической политики, касающегося форм и степени интеграции национального финансового рынка в глобальный процесс финансовой глобализации. Кроме того, особое значение приобретает выбор направлений по нейтрализации негативных последствий движения финансовых потоков, а также использование только тех инвестиций, которые способствуют инвестиционному росту.

С учетом проведенного исследования, основной формой привлечения капитала, стимулируемого мерами государственной политики, должно стать привлечение ПИИ в компоненте *greenfield* инвестиций. Привлечение иностранного капитала в этой форме играет ключевую роль в стимулировании экономического роста, создании рабочих мест и модернизации инфраструктуры экономики в долгосрочном периоде. Одной из основных задач для правительств является не только привлечение иностранных инвесторов, но и понимание целей их инвестиционных намерений. Важно анализировать, какие именно проекты будут инициированы и как они отразятся на местной экономике, а также на экологии и социальной стабильности. Вместе с тем, меры государственной политики должны быть нацелены на ограничение негативных последствий МДК для экономики принимающей страны, а именно снижение зависимости от иностранных инвесторов в стратегически важных отраслях.

Политика в области портфельных инвестиций должна строиться на основе отсека спекулятивно-ориентированных инвесторов, в том числе физических лиц. Она должна быть направлена на стимулирование среднесрочного горизонта инвестирования и на ограничение возможностей быстрого лавинообразного вывода инвестиций с национального рынка принимающей стороны.

Политика в области привлечения международного кредита должна быть нацелена на идентификацию воспроизводственной основы использования ссуд и выявления надежных и устойчивых источников их возврата. При этом во внимание

должны быть приняты как потенциальные риски досрочного возврата ссуд, в том числе в силу страновых и геополитических рисков, так риски возможного ухудшения финансового состояния заемщика.

Политика в области контроля за МДК претерпевает кардинальные изменения в условиях усиления рисков на глобальном финансовом рынке, фрагментации финансового пространства. Утрачивается рыночный характер стимулов для формирования потоков движения капитала, появляются «провалы рынка», требующие корректировок действия рыночных механизмов в отношении потоков капитала.

Появляется ряд новых экономических явлений в движении МДК: во-первых, активизация розничных инвесторов; во-вторых, стремительная интеграция в глобальное финансовое пространство ЦВ и цифровых прав; в-третьих, усиление финансового протекционизма в продвижении финансовых инвестиций отдельных государств; в-четвертых, концентрация глобальных финансовых потоков в руках глобальных инвестиционных гигантов.

В этих условиях усиливается вектор регуляторных инициатив, направленных на сглаживание негативных черт МДК для национального рынка и стимулирование движения инвестиций, вовлеченных в реализацию долгосрочных экономических интересов принимающей стороны.

1.2 Теоретические взгляды на оценку последствий международного движения капитала для глобального и национальных рынков

Развитие МДК, превращаясь в главную тенденцию финансовой глобализации, оказывает все более значимое влияние на национальные экономики принимающих государств, а также на мировую экономику в целом. На первоначальном этапе господствовала точка зрения о положительном влиянии МДК на экономики как развитых, так и развивающихся стран [171]. Однако с течением времени позиция исследователей эволюционирует [142], так как становится очевидным, что МДК порождает ряд проблем, которых не было до того, как данный процесс приобрел всеобъемлющий характер для мировой экономики [197].

К числу положительных черт МДК относят создание единого международного рынка, который способствует беспрепятственному и быстрому обороту денежных средств, а также созданию системы и инструментария, при помощи которого у МФИ появляется возможность регулировать финансовые потоки в мировом масштабе. Ученые утверждают, что создание такой единой системы влечет за собой, во-первых, устранение транзакционных издержек, что положительно сказывается на стремлении ТНК и ТНБ расширять список стран своего присутствия и способствует увеличению количества стран - потенциальных получателей финансового капитала. Как отмечает А.П. Быкова, «глобализация также дает государствам возможность мобилизовать значительный объем финансовых средств, поскольку инвесторы используют более широкий инструментарий на большем количестве рынков» [70]. Как полагает Дж. Сакс, в «рамках новой модели МРТ развивающиеся страны получают доступ к инновациям и участвуют в глобальном производстве через транснациональные предприятия, что приносит им экономические выгоды» [191]. При этом Дж. Сакс отмечает, что либерализация финансовых потоков несет и риски дестабилизации, как показали кризисы в Мексике и Восточной Азии [191].

Дополнительным аспектом проблемы, о которых необходимо упомянуть при исследовании влияния МДК на принимающие экономики, является проблема утраты части суверенитета принимающей экономики. Ученые указывают на необходимость оценки рисков перенасыщения национальной экономики иностранным капиталом, что может произойти в результате чрезмерного и бесконтрольного вовлечения в процесс финансовой глобализации [9]. Основные риски лежат в плоскости утраты страной-реципиентом контроля за выполнением ряда ключевых государственных функций, в том числе в результате доминирования иностранных кредиторов и собственников в национальных предприятиях и в финансировании государственного долга. Последствия частичной утраты суверенитета состоят в переориентации потока национального дохода в пользу иностранных инвесторов и на выполнение финансовых требований иностранных кредиторов.

В позднейших экономических исследованиях проблема влияния МДК на макроэкономические процессы получила название «эффекты переноса» (англ. Spillover effects). Основным исследователем в рамках данной темы является

МВФ, который в 2011-м году начал публикации на данную тему. Под эффектом переноса понимаются каналы и последствия распространения монетарной политики отдельных стран на отдельные национальные экономики и на глобальную экономику в целом [196].

В одном из докладов МВФ отображает влияние, оказываемое денежно-кредитной политикой крупных развитых стран. Было доказано, что такое влияние оказывается значимым, причем ввиду зависимости развивающихся стран от цен на сырье их экономики подвергаются крайне сильному воздействию импульса монетарной политики [138]. Когда центральные банки развитых стран принимают решение снизить ставки, это обычно приводит к удешевлению кредитов и увеличению ликвидности на финансовых рынках. В результате происходит удешевление денег, что, в свою очередь, на фоне более высоких процентных ставок в развивающихся странах способствует перетоку капитала из развитых стран в развивающиеся в различных формах. С другой стороны, повышение процентных ставок в развитых странах стимулирует капитал выходить из рискованных активов в развивающихся странах и направляет его в более защищенные инструменты в развитых странах [140].

Не менее важным представляется влияние монетарных решений крупных развитых стран на инфляционные процессы в развивающихся странах, характеризующихся, как правило, высокой степенью зависимости от импорта сырьевых и потребительских товаров. Укрепление доллара США и удорожание импорта приводят к увеличению затрат на потребление и производство, что в свою очередь может вызвать рост инфляции. Высокая инфляция затрудняет для центральных банков развивающихся стран проведение рациональной денежно-кредитной политики, ограничивая их возможность маневрировать в ответ на глобальные экономические изменения. Это требует внедрения адаптивных инструментов макроэкономического регулирования и особого внимания к вопросам диверсификации структуры внешней торговли и повышения устойчивости национального финансового рынка.

При этом уже с начала XX века, а именно после кризиса 2008-2009 годов, развивающиеся страны стали осознавать влияние, оказываемое экономической политикой стран с развитой экономикой на формирующиеся рынки. В связи с этим

уже в посткризисный период страны «Группы двадцати» стали уделять повышенное внимание необходимости ограничения негативных побочных эффектов от монетарной политики развитых экономик, официально поручив МВФ и другим финансовым институтам вести регулярный мониторинг ситуации для повышения глобальной финансовой стабильности [15].

В результате принятия данного решения МВФ в 2010 году приступил к серии исследований оценки «финансовых взаимосвязей» (англ. Financial Interconnectedness) влияния решений, принимаемых монетарными властями развитых стран. Особенностью данных исследований стал их комплексный характер, затрагивающий не только взаимосвязи различных сегментов финансовых рынков, но и взаимосвязи между финансовыми рынками и реальной экономикой.

Отдельным направлением исследования переноса кризисных явлений с одного рынка на другой посредством МДК выступает так называемый «эффект заражения» (англ. Contagion effects), под которым понимают каналы и негативные последствия переноса кризисных явлений из одного сегмента финансового рынка – на другие сегменты [166]. Данный вопрос начал прорабатываться довольно давно, так как еще в конце XX века некоторые исследователи МВФ указывали на скорость, с которой финансовые кризисы из одной развивающейся страны могли перебрасываться на экономики других развивающихся стран. Согласно исследованиям МВФ, одним из каналов заражения могут быть «торговые связи, которые могут вызвать заражение из-за потери конкурентоспособности страной Б после девальвации в стране А. Аналогично, финансовые связи могут вызвать заражение, поскольку потери, понесённые инвесторами на рынке А, могут привести к сдвигам в портфелях и, следовательно, к продажам на рынке Б» [166]. Изначально «феномен заражения изучался главным образом в контексте валютных кризисов и кризисов платёжного баланса. В частности, анализ был сосредоточен на заметном увеличении степени совместного движения (корреляции) между финансовыми и валютными рынками стран, которое происходит после кризиса» [166].

По большей части эффект заражения связан с МДК, которое остро реагирует на появление признаков рецессии или кризисов в экономике отдельных стран. В кризисных условиях многие инвесторы отказывались от инвестиций на другие рынки, прежде всего в развивающиеся страны. Следствием данного явления

становилось снижение объемов поступлений иностранных инвестиций в страны с развивающейся экономикой и последующий экономический спад, что и отражало эффект заражения [166].

Аналогичной точки зрения придерживаются и многие другие исследователи, которые отмечают взаимосвязь процентных ставок и прочих макроэкономических условий в развитых странах с потоками инвестиций в развивающиеся страны. Согласно исследованиям, после сворачивания количественного смягчения в США и начала повышения процентных ставок в США объемы инвестиций в развивающиеся страны должен значительно снизиться ввиду того, что инвесторы предпочитают получать высокую доходность при низких рисках, что провоцирует вывод капитала с формирующихся рынков [176].

По нашему мнению, рассмотрение исключительно количественной взаимосвязи процентных ставок и потоков капитала позволяет достаточно подробно исследовать последствия МДК, однако не дает возможности в полной мере уяснить его сущность. Для понимания внутренней природы этого явления имеет смысл обратиться к теоретическим основам, заложенным в работах Р. Гильфердинга и других экономистов, исследовавших природу финансового капитала.

В своей работе «Финансовый капитал: Новейшая фаза в развитии капитализма» Р. Гильфердинг указывает, что банки становятся заинтересованными в тесном сотрудничестве с промышленными предприятиями, и, с другой стороны, промышленные предприятия также получают выгоду от взаимодействия с банками. Р. Гильфердинг отмечал, что промышленный капитал переходит из рук промышленников в руки банкиров, так как они «все более объединяют в своих руках власть над всем национальным капиталом именно в форме господства над банковским капиталом» [2].

Становление финансового капитала увязано с феноменом «финансизации» экономики. Так как данный термин появился относительно недавно, многие ученые по-разному интерпретируют его значение. По мнению Л. Черниковой, финансизация – это «усиление влияния финансов и финансовых отношений на все стороны экономической деятельности в результате нарастающих изменений финансового характера на мега-, макро-, мезо- и микроуровнях, имеющих множество форм проявления и характерных признаков» [132]. Особую значимость

финансизация и развитие финансового капитала приобретают в условиях глобализации мировой экономики. По данным МВФ, мировой внутренний валовой продукт (далее – ВВП) по итогам 2025 г. составил 118,2 трлн долл. США и превысит 126 трлн долл. США по итогам 2026 г. [204]. В то же время средний дневной оборот на глобальном валютном рынке за один день составляет примерно 9,6 трлн долл. США [185], что указывает на то, что совокупный объем торгов за считанные дни сопоставим с годовым объемом мирового ВВП. Как видно из этих данных, в условиях финансизации разрыв между финансовым капиталом и реальным капиталом достигает огромных масштабов, что подтверждает тот факт, что глобальный финансовый капитал становится оторванным от реального сектора экономики и в то же время превращается не в средство достижения цели, а в саму цель.

Выход финансового капитала на глобальный уровень и формирование глобального финансового капитала начинается с начала XX века. В целом, как отмечает А.В. Навой «если в первой половине века финансовая олигархия складывалась преимущественно на основе семейных кланов: Рокфелеров, Морганов, Дюпонов, Ротшильдов и т.д., то к середине столетия отчетливее стала проявляться тенденция к возрастанию роли регионального принципа формирования правящей элиты. Так, после второй мировой войны сложились кливлендская, чикагская, калифорнийская финансовые группы в США; баварская группа – в ФРГ и др. Помимо региональных, получили развитие и универсальные финансовые группы (в частности, группа Дойчебанка, Дрезднербанка, Коммерцбанка в ФРГ)» [10].

Важным этапом в развитии финансового капитала стали 1970-е годы, когда финансовый капитал стал аккумулироваться вокруг крупных финансово-промышленных групп, которые со временем стали объединять все большее количество предприятий в наиболее прибыльных и привлекательных для капиталистов отраслях. Хотя каждое объединение финансового капитала вело жесткую конкуренцию с другими объединениями, финансовые олигархи смогли выстроить эффективное взаимодействие между собой. Довольно продолжительное время конфигурация финансово-промышленных групп оставалась зависимой от семейно-династического принципа «как по региональному, так и по отраслевому признаку» [10].

В 1980-х годах организационная архитектура финансового капитала стала сильно видоизменяться, так как «на смену индивидуальным владельцам крупных пакетов акций компаний пришла собственность институтов – банков, многочисленных паевых, инвестиционных, хэджинговых фондов, в распоряжение которых владельцы передают пакеты акций подконтрольных компаний» [10]. В результате внешний контроль над крупным бизнесом потерял свою привязку к конкретным лицам, а границы между разными группами – будь то семейные, региональные или отраслевые кластеры – стали размытыми и легко проницаемыми. Главным системным последствием описанных процессов стало то, что в экономике большинства развитых стран ключевые центры, где принимаются стратегические решения, и механизмы корпоративного контроля обрели практически полную анонимность. Они утратили ту персонифицированность, которая была характерна для более ранних этапов развития финансового капитала.

Современный этап эволюции глобального финансового капитала характеризуется дальнейшей прогрессией коллективных институтов инвестирования. Институциональные инвесторы современного типа – инвестиционные фонды, пенсионные фонды (например, Норвежский государственный пенсионный фонд), хедж-фонды (в частности, BlackRock), а также крупные многопрофильные холдинги (например, Berkshire Hathaway) – играют ключевую, системообразующую роль на глобальных финансовых рынках.

Следует отметить, что в последние десятилетия роль и влияние коллективных инвестиционных механизмов на трансграничные потоки капитала претерпели заметную трансформацию, приобретя особую значимость в современной финансовой архитектуре. Так, с позиций теоретико-методологического анализа, инвестиционные фонды различных типов – в частности, паевые и биржевые инвестиционные фонды – выступают в качестве инструментов, формирующих более диверсифицированные портфели, что, в свою очередь, способствует оптимизации структуры инвестиций и позволяет конечным инвесторам не только эффективнее распределять риски, но и стремиться к повышению потенциальной доходности. Вместе с тем особое внимание в научной литературе традиционно уделяется хедж-фондам, для которых характерна реализация комплексных, часто агрессивных инвестиционных стратегий с активным

использованием заемного капитала; эти структуры нацелены на максимизацию прибыли посредством широкого спектра тактик, включая короткие продажи, операции с деривативами и инвестирование в альтернативные классы активов.

Таким образом, современные коллективные инвесторы не только аккумулируют крупные капиталы, но и становятся стратегически важными участниками мировой экономики, способными оказывать глубокое влияние на распределение финансовых ресурсов на глобальном уровне. Более того, основным источником расширения движения МДК является экспансия финансового капитала на рынки принимающих стран, зачастую слабо связанная с их национальными целями развития.

Дальнейшее исследование последствий МДК для национальных экономик целесообразно представить по функциональным категориям инвестиций.

Среди преимуществ движения *ПИИ* МВФ указывает на то, что эти инвестиции характеризуются большей устойчивостью во время финансовых кризисов по сравнению с другими формами движения капитала, также при этой категории инвестиций «резидент одной страны осуществляет контроль или имеет значительную степень влияния на управление предприятием, являющимся резидентом другой страны» [6; 174]. Кроме того, неоспоримым преимуществом *ПИИ* является то, что они являются источником расширения производственных мощностей принимающей страны [174]. Также эта функциональная категория позволяет привлечь новые и передовые технологии в сферы их приложения и в целом позволяет достичь положительных экономических эффектов в решении долгосрочных задач экономического развития [106], смягчить социальные проблемы в том числе уменьшать безработицу путем создания новых рабочих мест.

К недостаткам *ПИИ* можно отнести их размещение в странах с наибольшей доходностью для ТНК вне контекста уровня экономического развития принимающей стороны. Кроме того, *ПИИ* могут привести к доминированию иностранных инвесторов и предприятий прямого инвестирования на национальном рынке, что негативно скажется на национальных производителях, а также может обусловить репатриацию значительной части прибыли национальных предприятий за рубеж.

Портфельные инвестиции характеризуются высокой мобильностью и непредсказуемостью, являясь одной из наиболее динамичных составляющих мировых финансовых потоков, что создает риски как для стран-импортеров, так и для инвесторов [96]. Вместе с тем, портфельные инвесторы могут сталкиваться с проблемой недостаточной ликвидности оборачиваемых финансовых инструментов на некоторых рынках, что при неблагоприятной конъюнктуре затрудняет продажу активов и повышает риски для инвесторов [91]. Кроме того, риском портфельных инвестиций является их нацеленность на получение сверхдохода, что обуславливает спекулятивный характер данной формы капитала и слабую увязанность с формированием долгосрочных ресурсов развития принимающей страны.

С другой стороны, позитивным эффектом от портфельных инвестиций является именно возможность быстрого привлечения крупных объемов денежных капиталов. Именно поэтому лучшими портфельными инвестициями могут считаться те, которые впоследствии трансформируются в ПИИ.

Следующая форма инвестиций – *международный кредит*. К позитивным чертам международного кредита можно отнести привлечение финансовых ресурсов заинтересованных в долгосрочной перспективе партнеров в условиях недостаточно развитых финансовых рынков. Кроме того, для некоторых стран, особенно для бедных государств, международные кредиты могут выдаваться по льготным процентным ставкам, что дополнительно повышает их привлекательность. В частности, различные льготные кредиты выдаются странам Африки в рамках пакетов помощи. В качестве негативных черт, а также рисков международных кредитов можно выделить возможную «политизацию» вопросов предоставления кредитов [75; 190], а также отсутствие воспроизводственной базы для их погашения в развивающихся странах. Ввиду того, что заемщик не получит кредит без выполнения определенных условий, выдвинутых кредитором, вопрос соответствия требованиям кредитора является острым во многих случаях выдачи международного кредита.

Обобщенный сравнительный анализ форм МДК, а также их положительных характеристик, рисков для финансовой стабильности и обоснование необходимости регулирования представлен в таблице 1.

Таблица 1 – Сравнительный анализ форм движения капитала: риски, выгоды и регулирование

Форма движения капитала	Риски для финансовой стабильности	Положительные эффекты для долгосрочного развития экономики принимающей стороны	Необходимость регулирования	Цели регулирования
Прямые инвестиции				
Участие в капитале, долговые инструменты	Потеря национальными производителями рынков сбыта внутри страны, вывоз прибыли из страны	Получение долгосрочного финансирования, иностранные инвесторы заинтересованы в успешности инвестиций, инвестиции чаще всего связаны с реальным сектором экономики	Средняя необходимость	Недопущение превышения доли на национальном рынке иностранных поставщиков, стимулировать реинвестирование полученной в стране прибыли
Портфельные инструменты				
Участие в капитале, долговые инструменты	Возникновение «горячего» капитала»	Получение срочной ликвидности	Высокая необходимость	Отфильтровывать спекулятивные краткосрочные инвестиции
Международные кредиты				
Банковские, проектное финансирование, кредиты в рамках ТНК	Возможное принятие решений на основе политических соображений	Возможность получения кредита на льготных условиях	Средняя необходимость	Создание независимых организаций на международном уровне

Источник: составлено автором.

Последствия МДК для развивающихся стран-реципиентов во многом зависят от выбранной модели монетарного регулирования. Существует несколько основных моделей, которые могут быть приняты развивающимися странами во время интеграции в мировую финансовую систему. Одна из таких моделей – «гибкая», при которой страны стремятся к адаптивной денежной политике и открытости финансовых рынков. В рамках данной модели МДК способно выполнять позитивную функцию, обеспечивая приток инвестиций, финансирование инфраструктурных проектов и трансфер передовых технологий, что, в свою очередь,

генерирует экономический рост и повышает уровень благосостояния населения. Тем не менее, высокая степень открытости национальной экономики сопряжена с существенными системными уязвимостями: страна попадает в зону воздействия экзогенных шоков – в частности, изменений глобальных процентных ставок, – что может провоцировать накопление рисков макроэкономической нестабильности и усиливать процикличность финансовой динамики.

В альтернативном сценарии государства, следующие «более закрытым» моделям монетарного регулирования, обретают возможность жестко контролировать трансграничное движение капитала и внедрять превентивные защитные механизмы, направленные на нейтрализацию негативных эффектов внешних воздействий на национальные экономические системы. При таком институциональном дизайне эффективность использования международных инвестиций может быть ниже, поскольку ограниченная интеграция в глобальные финансовые рынки потенциально препятствует полноценной реализации преимуществ иностранных вложений.

Кроме того, конфигурация контура регулирования МДК находится под значимым влиянием качества институциональной среды, а также эффективности правовых и регуляторных рамок. Важнейшей составляющей анализа последствий МДК выступает оценка воздействия новых системных вызовов глобального финансового рынка, подробно охарактеризованных в параграфе 1.1.

Процессы деглобализации и фрагментации валютного пространства неизбежно сужают возможности для трансграничного движения капитала. У этих явлений есть два важных последствия. С одной стороны, многие государства теряют доступ к внешнему финансированию. С другой – из экономически уязвимых регионов начинается неоправданный отток капитала, что только усиливает дисбалансы в мировой экономике.

Деглобализация, подпитываемая ростом протекционизма, ужесточением торговых барьеров и появлением замкнутых экономических блоков [135], разрушает устоявшиеся связи между странами. Как подчеркивает Л.В. Шкваря, директор-распорядитель МВФ Кристиана Георгиева отмечает, что «количество торговых ограничений в мировой экономике увеличилось в 4 раза за последние годы» [135]. «Она также признала, что подобный механизм негативно сказывается на глобальной

экономической ситуации. Глава МВФ рассказала, что количество принятых ограничений в рамках промышленной политики достигло 2,5 тысяч за последние годы. По ее словам, 70% из них оказывают разрушительное воздействие на торговлю» [135]. В результате страдает МДК и замедляется обмен технологиями. Параллельно с этим происходит фрагментация валютного пространства, например, формирование региональных валютных союзов или использование китайского юаня в инициативы «Один пояс, один путь». Следствием становится переориентация капитальных потоков внутрь отдельных блоков. Для развивающихся стран это оборачивается сужением доступа к внешним источникам капитала.

Сталкиваясь с такими вызовами, государства вынуждены пересматривать политику контроля за движением капитала. Теперь эти меры все чаще направлены на привлечение средств из источников внутри собственного блока и на ограничение внешних инвестиционных притоков.

Еще один значимый фактор – повышение активности мелких и розничных инвесторов, которое стало возможным благодаря технологическому развитию и демократизации доступа к финансовым рынкам. Современные финтех-решения заметно усилили роль частных инвесторов. Однако ключевая проблема остается прежней: у этой категории участников не хватает профессиональных компетенций и долгосрочной стратегии. В итоге их действия вносят элемент случайности (стохастичности) в международные потоки капитала. Ориентация на алгоритмы роботизированной торговли и рекомендации цифровых платформ не только повышает волатильность, но и ведет к накоплению системных рисков, особенно опасных для стран с неустойчивой экономикой.

Учитывая, что цифровые инструменты позволяют легко обходить законодательные ограничения, а также тот факт, что власти не могут получить информацию о сторонах сделок, проводимых инвесторами с использованием цифровых активов, а также о странах, из которых стороны сделки совершают транзакцию, мировая экономика сталкивается с теневым потоком капитала, что многократно увеличивает риски со стороны МДК для развивающихся стран, которые не могут идентифицировать бенефициаров сделки и их цели. В ответ на это регуляторам следует внедрять требования к финансовым платформам, создавать

прозрачные системы отслеживания цифровых активов, ужесточать контроль за высокочастотной торговлей и использовать современные регулятивные технологии.

Отдельный и непростой вызов – вовлечение в международное движение капитала ЦФА, криптовалют и токенизированных инструментов. С одной стороны, они сокращают транзакционные издержки и делают трансграничные платежи более бесперебойными. С другой – высокая волатильность, слабая правовая защита и использование в теневых и нелегальных операциях создают серьезные риски для национальных рынков стран-реципиентов.

В условиях слабого регулирования валютного пространства ЦФА нередко подрывают монетарный суверенитет государств, ограничивая их регуляторные возможности. Для развивающихся стран ЦФА являются практически экзистенциальным вызовом, требующим создания дополнительных механизмов контроля над МДК, связанного с использованием ЦФА, а также создания гарантий их безопасной интеграции в финансовую экосистему.

Отдельный аспект влияния МДК на национальные экономики связан с растущим влиянием государственных инвестиций, прежде всего со стороны Китая. Власти этой страны активно предоставляют кредиты разным государствам с развивающейся экономикой. Условия кредитования, характерные для государственного кредита, нередко загоняют страны-заемщиков в экономическую и политическую зависимость, сводя на нет их возможности диверсификации внешнеэкономической стратегии. Последствия такого рода кредитования становятся особенно катастрофическими в периоды обострения долговых кризисов, когда страны не только теряют стратегическую инфраструктуру, переходящую к кредитору за долги, но и сталкиваются с внешним политическим давлением. Для минимизации таких рисков механизмы контроля за МДК должны предусматривать изъятия, связанные с масштабом привлечения государственного кредита от одной страны-кредитора.

Наконец, требует корректировок и модель контроля за МДК, связанная с операциями крупных коллективных инвесторов, таких как BlackRock и Vanguard, которые, несмотря на очевидные преимущества их участия для обеспечения ликвидности национальных финансовых рынков, несут в себе угрозы для национального экономического суверенитета и финансовой стабильности. Обладая

колоссальными объемами капиталов, эти корпорации способны не только усиливать экономический рост в отдельных странах, но и разрушать локальные финансовые рынки в погоне за краткосрочной прибылью. Например, краткосрочный вывод капитала из принимающей страны может привести к обесцениванию национальной валюты, масштабным кризисам ликвидности и даже банкротству отдельных национальных институтов. Меры контроля за такой формой МДК должны предусматривать ограничения на инвестирование глобальными игроками в стратегические отрасли принимающей экономики, а также ограничения на финансирование отдельных проектов одним кредитором или группой связанных кредиторов.

Исходя из вышеизложенного, последствия движения МДК можно охарактеризовать как сложную, комплексную, многогранную систему, включающую как положительные, так и отрицательные стороны. Причем сложность данной системы возрастает в связи с появлением ряда новых экономических явлений на рынке МДК. Комплекс мер контроля за МДК должен включать последовательность шагов, направленных на купирование основных рисков, характерных для той или иной институциональной формы МДК, сохраняя при этом потенциал привлечения внешних ресурсов, необходимых для долгосрочного поступательного развития принимающей экономики.

1.3 Научные методы оптимизации механизмов контроля за международным движением капитала

Вопрос о целесообразности и эффективности контроля за движением капитала продолжает вызывать активные дискуссии среди экономистов и исследователей, подтверждая его многосторонность и сложность.

В экономической теории и практике термин «контроль за движением капитала» (англ. Capital control) обозначает различные механизмы, применяемые государственными органами для регулирования внутристрановых и трансграничных потоков капитала [197]. С точки зрения регуляторной позиции контроль за движением капитала представляет собой комплекс мер, воздействующих на транзакции с финансовыми активами между резидентами и нерезидентами [107].

Кроме того, в научной литературе контроль за МДК рассматривается не сам по себе, а в увязке с реальными экономическими задачами государства, такими как обеспечение занятости, поддержание стабильности национальной валюты, финансирование и расширение социальных программ [9] и других задач. Подчеркиваем, что контроль за МДК является инструментом государственной политики, который отражает баланс интересов политической элиты и различных социальных слоев.

Со своей стороны, ВБ обращает внимание на следующий факт: страны с формирующимися рынками вполне могут использовать контроль над движением капитала для достижения собственных целей, например, чтобы сгладить негативные последствия, возникающие из-за действий иностранных инвесторов, чьи решения далеко не всегда учитывают интересы национальной экономики [181]. Согласно институциональному подходу МВФ, «меры управления потоками капитала могут применяться в определенных обстоятельствах для поддержки макроэкономической политики, однако они не должны заменять необходимую макроэкономическую корректировку» [197].

На основе представленных определений считаем, что контроль за МДК можно определить как систему мер, разрабатываемых в рамках государственной экономической политики страны для регулирования объемов и структуры входящих и исходящих финансовых потоков, в целях обеспечения финансовой стабильности и долгосрочного развития национальной экономики.

Важно отметить, что часто исследователи подменяют понятие «контроль» термином «регулирование». Контроль в широком смысле понимается как система мониторинга и статистического учета трансграничных операций, позволяющая государству отслеживать объемы и структуру движения капитала без обязательного немедленного вмешательства в эти потоки. В отличие от этого, регулирование МДК подразумевает активное воздействие государства на эти процессы посредством установления обязательных норм, правил и ограничений. Иными словами, если контроль нацелен на наблюдение и анализ, то регулирование (то есть непосредственное воздействие на потоки капитала) непосредственно направлено на управление и изменение поведения участников рынка.

Ключевым элементом системы контроля за МДК выступают ее механизмы. В контексте системного подхода и теории финансовых механизмов под механизмами понимается иерархически организованная система методов, инструментов и рычагов, воздействующих на процессы в интересах достижения поставленных целей [97; 99]. Развивая данный подход, механизмы контроля МДК нами предлагается рассматривать как иерархически организованную совокупность административных, правовых и экономических мер воздействия, которые опосредуют реализацию основных этапов контроля (мониторинг, проверка, анализ, превентивное ограничение) через конкретные инструменты (в области валютных, кредитных, финансовых отношений, обеспечивающие функционирование механизма).

Применительно к регулированию трансграничных потоков капитала механизмы контроля представляют собой совокупность правовых норм, процедур и институтов, обеспечивающих надзор за движением финансовых потоков, применения корректирующих мер воздействия и мониторинг полученных результатов [113].

Основными целями применения механизмов контроля за движением капитала выступает воздействие на объемы, структуру и направления ввоза и вывоза капитала с целью обеспечения макроэкономической стабильности и создания предпосылок для устойчивого роста экономики. В частности, применение механизмов контроля за движением капитала призвано предотвратить негативные последствия интеграции страны в глобальное финансовое пространство, а также сформировать благоприятную инвестиционную среду для мобилизации иностранного капитала в ключевые секторы экономики.

Система классификации механизмов контроля за движением капитала является достаточно хорошо разработанной.

Основным критерием является деление на рыночные и административные механизмы.

Рыночные механизмы используют экономические стимулы для регулирования МДК. Основная их идея заключается в том, что спрос и предложение должны являться базой при определении векторов и объемов финансовых потоков.

Механизмы этой группы предполагают минимальное вовлечение государства в процессы регулирования трансграничных операций.

К рыночным механизмам относятся монетарные и фискальные меры. Монетарные включают в себя регулирование МДК посредством изменения процентных ставок, совершения операций на открытом рынке, а также регулирование норм обязательного резервирования. При помощи изменения уровня процентных ставок создаются условия для привлечения капитала из-за рубежа или стимулирования экспорта национального капитала за рубеж. В свою очередь, операции на открытом рынке изменяют уровень сравнительной доходности инструментов, котируемых на национальном и международных рынках. Фискальные инструменты служат для настройки инвестиционного климата, который влияет на объемы инвестиций в национальную экономику.

Административные механизмы контроля предполагают использование властями страны разрешительного порядка совершения трансграничных транзакций международными инвесторами. Среди этой группы механизмов выделяем создание режима специальных счетов, внедрение системы разрешительного порядка осуществления инвестиций, включая необходимость получения лицензий, правительственных разрешений, а также количественные ограничения на совершаемые инвестиции и полное ограничение на совершение некоторых видов инвестиций. Эти ограничения могут ограничивать как круг инвесторов, сферы экономики, в которых планируется проведение инвестиций, так и отдельные функциональные категории инвестиций. Еще одним важным инструментом является депонирование части инвестиций на специальных счетах. При помощи регулирования обязательного резервирования средств нерезидентов достигается выравнивание ценовых условий инвестирования на национальном и международном рынках.

На наш взгляд, разделение форм регулирования на административные и рыночные требует дополнений и уточнений в современных реалиях глобального финансового рынка, прежде всего в условиях распространения децентрализованных и цифровых финансов. В частности, появление технологических новшеств (блокчейн, ЦВ и ЦФА) ограничило эффективность традиционных форм административного и рыночного регулирования МДК, существенно снизив их

эффективность. Более релевантными являются модели гибридного регулирования, которые комбинируют рыночные и административные подходы в зависимости от специфики формы движения капитала.

Еще одним критерием классификации механизмов регулирования потоков капитала выступает категория субъектов, на которую распространяются ограничения: выделяется регулирование операций физических лиц, организаций, институциональных инвесторов, банковских институтов и государственных органов. Каждый из этих субъектов, обладая уникальными характеристиками и возможностями, опосредованно воздействует на природу потоков капитала, что требует дифференцированного подхода к регулированию.

Механизмы контроля можно разделить на два типа: временные (краткосрочные/эпизодические) и постоянные (долгосрочные/системные). Два данных типа инструментов различаются по своим функциональным задачам.

Временные меры могут быть использованы как ответная реакция властей страны на кризисные явления, что может предполагать под собой девальвационное давление, финансовые шоки, резкий массовый отток капитала и так далее. Целью этих механизмов является стабилизация макроэкономической конъюнктуры, и набор механизмов соответствует этой цели: налоговые ограничения, трансфертные лимиты, целевые сборы с транзакций и прочие. Однако долгое использование этих механизмов может подорвать инвестиционное доверие.

Второй тип механизмов имеет институциональную природу, и постоянные механизмы необходимы для достижения долгосрочной устойчивости экономики. Они предполагают формирование законодательной базы, создание профильных регуляторных органов и внедрение автоматизированных систем мониторинга трансграничных финансовых потоков. Постоянные меры способствуют выстраиванию стабильного инвестиционного климата, что приобретает особую значимость для стран с высокими макроэкономическими рисками. Их применение требует органичной интеграции в общенациональные экономические стратегии [69].

Альтернативные подходы к классификации механизмов контроля за движением капитала разрабатываются на уровне «Группы двадцати» и МВФ, которые кластеризуют регуляторные инструменты по их воздействию на СТО и финансовый счет платежного баланса. Согласно исследованию МВФ, меры

регулирования международных транзакций подразделяются на две категории [197]: ограничения на текущие операции (тарифы, квоты, лицензирование), регулируемые статьей VIII Устава МВФ, и меры управления потоками капитала, предназначенные для ограничения трансграничного движения капитала и регулируемые статьей VI Устава. Меры регулирования финансового счета сопряжены с формированием условий для ввоза иностранного капитала или его экспорта за рубеж.

Самой качественной и комплексной классификацией механизмов контроля за МДК является система, разработанная МВФ в рамках годового отчета о валютных соглашениях и валютных ограничениях (англ. Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions, далее – англ. AREAER). Согласно классификации МВФ, в базе данных AREAER, существует 13 укрупненных групп контрольных мер, каждая из которых объединяет различные инструменты и регламенты, охватывая как операции по счету текущих операций и финансовому счету платежного баланса, так и влияние на экспортные и импортные сделки, требования к резидентам и нерезидентам, а также валютные режимы, систематизированные применительно к конкретным видам трансграничных потоков. При этом регуляторные механизмы по их влиянию на финансовый счет платежного баланса представлены в разделах XI–XIII, где раздел XI охватывает операции с капиталом, раздел XII содержит меры регулирования финансового сектора (включая требования к банкам, пенсионным фондам и прочим финансовым организациям), а раздел XIII посвящен ЦВ и криптоактивам. Вместе с тем классификация МВФ не лишена недостатков, что обуславливает необходимость ее дальнейшей конкретизации и дополнения для целей настоящего исследования.

Предлагаемая нами категоризация механизмов контроля за МДК базируется на двух фундаментальных критериях, что позволяет системно охватить и структурировать все многообразие ограничительных мер. Этими критериями выступают принадлежность механизмов контроля к группе *антикризисных мер* либо к группе мер достижения стратегических задач государственной экономической политики (механизмы развития). Первую группу составляют механизмы антикризисного блока, нацеленные на оперативное реагирование и стабилизацию финансовой системы в периоды турбулентности. Вторую группу образуют механизмы, ориентированные на достижение долгосрочных стратегических

приоритетов экономического развития и структурной трансформации экономики. Обобщенное правило классификации представлено в таблице 2.

Таблица 2 – Критерии разграничения механизмов контроля за МДК по целям и характеру действия

Группа механизмов	Цель	Характер действия
Антикризисные (стабилизационные)	Остановить панику, резкий приток/отток капитала, сбить ажиотажный спрос	Временные, контрциклические, часто количественные
Механизмы развития	Долгосрочное управление структурой платежного баланса, стимулирование	Постоянные или долгосрочные, секторальные, инвестиционные

Источник: разработано автором.

В рамках разработанной классификации предлагается кодифицировать каждый механизм контроля за МДК в зависимости от его принадлежности к той или иной группе и подгруппе. Код каждого механизма строится по единому принципу. Первая цифра в коде механизма детерминирует его принадлежность к одной из двух фундаментальных категорий: «1» присваивается антикризисным механизмам, «2» – механизмам развития. Вторая цифра выполняет функцию порядкового номера конкретного инструмента в рамках соответствующей группы. Построенная таким образом классификация представлена в таблице В.1.

Первая группа (антикризисные механизмы) охватывает позиции с 1.1 по 1.11 включительно. Все данные инструменты предназначены для того, чтобы национальные власти имели возможность оперативно реагировать на негативные последствия, генерируемые международным движением капитала, и купировать их в максимально сжатые сроки.

Механизм 1.1 (система множественных валютных курсов) функционирует на принципе курсовой дифференциации: для различных типов транзакций устанавливаются неодинаковые обменные курсы. Это приводит к искусственному удорожанию нежелательных операций и, как следствие, сдерживанию спекулятивной активности. Запрет конверсии для покупки иностранных активов (1.2) выступает в качестве прямого барьера, блокирующего каналы оттока капитала. Аналогичную фискально-регуляторную функцию выполняет налог на приобретение валюты (1.3). Ограничения на операции с наличной валютой (1.4) не позволяют

сформироваться параллельному (теневому) валютному сегменту, тогда как ограничения на вывоз валюты (1.5) помогают удерживать ликвидность внутри национальной экономики.

Отдельного внимания заслуживают меры, созданные для противодействия сложным многоуровневым схемам обхода регуляторных требований. Запрет валютных свопов с нерезидентами (1.6) перекрывает спекулятивные стратегии и скрытые каналы вывода капитала. Запрет взаиморасчетов с нерезидентами (1.7) позволяет установить режим прозрачности и отслеживаемости всех трансграничных расчетов. Следующий механизм, режим специальных счетов (1.8), является «охлаждающим» механизмом, который повышает издержки при МДК, а также устанавливает барьеры на трансграничные операции. Целью резервных требований по коротким позициям (1.9) является воздействие на спекулятивные потоки капитала, исходящие от нерезидентов. Запрет на покупку иностранных ценных бумаг резидентами (1.10) закрывает канал оттока национального капитала путем ограничения возможности у местных инвесторов приобретать ценные бумаги на иностранных рынках. В обратную сторону работает механизм запрета на покупку местных ценных бумаг нерезидентами (1.11), ограничивая доступ иностранцам на национальный финансовый рынок.

Вторая группа механизмов – механизмы развития. Она включает механизмы с кодами от 2.1 до 2.20 и предполагает не экстренный, а системный характер используемых механизмов.

Уведомление о сделках (2.1) содержит в себе мониторинговую функцию о произведенных сделках, а режим предварительного одобрения сделок (2.2) и лицензирование операций с ценными бумагами (2.6) являются механизмами отсеивания нежелательных транснациональных операций до их фактического совершения. Механизмы 2.3-2.5 (лимиты на долю иностранного капитала, отраслевые ограничения и запреты) позволяют сохранить суверенитет ключевых отраслей экономики. Количественные потолки владения (2.7) позволяют сохранить конкуренцию в стратегических отраслях экономики и не допустить монополизацию. Ограничения на покупку местных ценных бумаг нерезидентами (2.8) дают возможность регулировать инвестиционный спрос на национальные финансовые инструменты, что важно для предотвращения резкого роста спроса и цен на активы.

Следующий механизм – лицензирование ПИИ (2.9) является барьером для инвестиций, цель которых не соответствует стратегическим задачам государства по развитию национальной экономики. Контроль над криптоактивами (2.10) является институциональным ответом на новые вызовы со стороны цифровизации финансов, так как этот механизм позволяет мониторить и регулировать движения капитала через криптовалютные каналы. Ограничения на перевод доходов (2.11) и выручки (2.18) позволяют удержать полученную прибыль и выручку от продажи национальных активов внутри экономики страны с возможностью их последующего реинвестирования, что может быть достигнуто в результате применения льготного режима для реинвестированной прибыли (2.19). Лимиты на зарубежные инвестиции (2.12) и запрет на хранение активов за рубежом (2.13) позволяют ограничивать вывоз национального капитала за рубеж в момент его размещения. Ограничения на покупку иностранных ценных бумаг (2.14) защищают внутренний рынок, а лимиты на кредитование нерезидентов (2.15) контролируют экспорт капитала в долговой форме. Отчетность по активам (2.16) создает необходимый уровень прозрачности для регуляторов.

Запрет на открытие счетов нерезидентами (2.17) ограничивает иностранцев в доступе к национальной банковской системе, тем самым снижая возможный риск по последующему немедленному изъятию ликвидности. Последний механизм – ограничения на деривативные операции с нерезидентами (2.20) позволяет пресекать использование спекулятивных стратегий нерезидентами.

Таким образом, в основе классификации лежат два критерия: первая группа (1.1-1.11) объединяет антикризисные механизмы, целью которых является экстренное реагирование на экономические шоки.

Вторая группа (механизмы 2.1–2.20) – это инструменты развития, нацеленные на упорядочение трансграничных потоков, защиту национальных отраслей и стимулирование притока качественных инвестиций долгосрочного характера. В совокупности это позволяет рассматривать контроль за МДК как инструмент структурной политики, сочетающий стабилизационные, селективные и стимулирующие функции.

Мы полагаем, что научный подход к оптимизации механизмов контроля за МДК должен базироваться на учете специфики стран, их применяющих, что может

включать разных показателей [64], однако, как мы считаем, наиболее точными являются степень развитости финансового рынка принимающей страны, ее положение в МРТ, степень открытости принимающей экономики и режим ДКП.

Исходным пунктом анализа служит *состояние СТО*. Его сальдо (положительное или отрицательное) выступает первичным индикатором давления на платежный баланс и валютный курс. Хронический дефицит свидетельствует о том, что поступления от экспорта товаров и услуг недостаточны для оплаты импорта. В такой ситуации меры контроля логично направляются на стимулирование притока капитала, так как для предотвращения кризиса платежного баланса дефицит СТО необходимо компенсировать привлечением инвестиций. Напротив, устойчиво положительный СТО свидетельствует о переизбытке национальных сбережений и требует селективных механизмов управления ввоза капитала в страну.

Степень развитости национального финансового рынка. Здесь работает простая логика. Чем хуже рынок, чем он менее ликвиден, чем слабее его институты, тем бесполезнее рыночные механизмы контроля. В таких условиях спасают только прямые административные рычаги. Да, они грубые, но надежные, как аварийный тормоз. В неразвитой среде обойти их дорого, поэтому они работают. А вот для стран с зрелым, глубоким финансовым сектором логика противоположная. Там административные запреты – это решето: финансовые инновации позволяют обойти их без особых проблем. Поэтому акцент переносится на рыночно-ориентированные инструменты, цель которых не блокировать потоки, а подталкивать участников к нужному поведению.

Положение страны в системе МРТ. Зависимые, периферийные экономики (типичный пример – сырьевые экспортеры) живут в режиме высокой турбулентности. Их внешние доходы скачут, они привязаны к глобальным циклам. Главная угроза – внезапная остановка притока капитала или его резкий отток. Поэтому и набор мер контроля ориентирован на защиту. У стран с независимым положением в системе МРТ проблемы другие. Им угрожает не бегство капитала, а наоборот – чрезмерный приток спекулятивных денег. Соответственно, и регулирование смещается в сторону ограничений на привлечение иностранных инвестиций.

Степень открытости национальной экономики. Оценка данного критерия зависит от того, какие ограничения и в каком объеме государство готово применять. Чем их больше и чем они жестче, тем более закрытой становится экономика. Отказ от ограничений и либерализация ведут к росту открытости и интеграции в глобальные цепочки. Но есть важный нюанс: если экономика уже полностью открыта, а ограничения сведены к минимуму, то попытка заново выстроить масштабные валютные барьеры – это очень рискованный шаг. Такое изменение может подорвать финансовую стабильность. Для высокоинтегрированных систем допустимы только точечные, временные меры, и только в связке с макропруденциальным регулированием.

Режим ДКП, включая инструменты курсовой политики. Когда курс жестко фиксирован или действует режим «валютного управления», выбор механизмов контроля предопределен: все должно работать на стабильность курса. А при свободно плавающем курсе у денежных властей развязаны руки – они могут выбирать любые доступные меры, не оглядываясь на курсовые последствия.

Таблица Г.1 показывает, какие условия наиболее подходят для применения каждого механизма.

Антикризисные механизмы (группа 1.1-1.11) предназначены для стран, которые можно охарактеризовать тремя признаками: дефицит счета текущих операций, неразвитость финансового рынка и зависимое положение в международном разделении труда.

Самые жесткие административные инструменты – это запрет конвертации для покупки иностранных активов (1.2), ограничения на операции с наличной валютой (1.4), запрет свопов с нерезидентами (1.6) и запрет взаимозачетов с нерезидентами (1.7). Максимальный эффект от применения этих мер ожидается в закрытых экономиках с фиксированным или управляемым валютным курсом. Их задача – быстро перекрыть каналы оттока капитала и подавить спекуляции там, где рыночные механизмы сами с этим не справляются.

Налог на приобретение валюты (1.3) и режим спецсчетов (1.8) лучше всего подходят для частично открытых экономик с развивающимся финансовым сектором, где допустимо сочетание ценовых и административных методов. Повышенные резервные требования по коротким валютным позициям (1.9) – это

инструмент, нацеленный именно на «горячие деньги». Он востребован в странах со средним уровнем развития финансового рынка и гибким курсообразованием.

Механизмы развития (группа 2.1-2.20) различаются в зависимости от того, какие задачи они решают. Мониторинговые инструменты – уведомление о сделках (2.1) и отчетность по зарубежным активам (2.16) – отличаются универсальностью. Их можно применять в открытых или частично открытых экономиках с развивающимся либо средним финансовым рынком, где на первый план выходит прозрачность, а не блокировка операций.

Ограничения, которые защищают национальный контроль и стратегические отрасли, – это лимиты на долю иностранного капитала (2.3), отраслевые ограничения (2.4), отраслевые запреты (2.5) и лицензирование ПИИ (2.9). Они чаще всего встречаются в частично открытых экономиках с развивающимся рынком и зависимым положением в системе МРТ, причем состояние счета текущих операций здесь роли не играет. Чтобы управлять притоком капитала и не допускать образования «пузырей» на рынках активов, используют ограничения на покупку местных ценных бумаг (2.8) и запреты на открытие счетов нерезидентами (2.17). Эти меры характерны для стран со средним или высоким уровнем развития финансового рынка, открытой или частично открытой экономикой, сталкивающихся с избыточным притоком краткосрочного капитала.

Механизмы сдерживания оттока капитала резидентами – лимиты на инвестиции за рубеж (2.12), запрет хранения активов за рубежом (2.13), ограничения на покупку иностранных ценных бумаг (2.14), лимиты на кредитование нерезидентов (2.15) – востребованы в закрытых экономиках с дефицитом СТО, фиксированным курсом и слабым финансовым рынком. Стимулирующие меры, в частности льготный режим для реинвестированной прибыли (2.19), ориентированы на открытые экономики со средним и высоким уровнем развития финансового сектора, профицитом СТО или целенаправленной политикой привлечения долгосрочных ПИИ.

Контроль над криптоактивами (2.10) занимает обособленное положение в представленной классификации. Данный механизм актуален в условиях, где высокая волатильность трансграничных потоков сочетается с дефицитом счета текущих

операций, причем степень открытости экономики в данном случае не является определяющим фактором.

Отсюда можем выделить следующую закономерность. Прямые административные запреты и количественные лимиты – выбор стран с дефицитом счета текущих операций, неразвитым финансовым рынком, зависимым положением в МРТ, закрытой (или частично закрытой) экономикой и фиксированным курсом. А вот когда финансовый сектор развивается, экономическая независимость крепнет, открытость растет, а курс становится гибким – акцент смещается. На первый план выходят мониторинг, рыночные стимулы, селективное регулирование ПИИ и контроль системных рисков. Разделение механизмов на две группы (антикризисную и развивающую) позволяет четко разграничить, какой инструмент в какой макроэкономической и институциональной ситуации уместен. Контроль за движением капитала демонстрирует высокую эффективность для стран с неразвитыми финансовыми институтами, дефицитом СТО и высокой волатильностью потоков капитала. В таких условиях он действует как «аварийный тормоз», помогая предотвратить негативные тенденции в валютных потоках. Однако в долгосрочной перспективе и в условиях развитого финансового рынка эффективность данного инструментария снижается. Как отмечают экономисты, эффективность мер по управлению потоками капитала может со временем снижаться, поскольку у участников рынка возникают стимулы к их обходу, что требует постоянной корректировки политики и сопряжено с дополнительными издержками, при этом ни одна из мер не позволяет полностью избежать компромиссов в условиях кризиса [158].

Дальнейшее развитие научного подхода к оптимизации механизмов контроля за МДК мы видим в селекции из имеющегося инструментария лишь тех механизмов, которые способны купировать вызовы со стороны глобальных рынков, описанные нами в параграфе 1.1. Их анализ представлен в таблице Д.1.

В ответ на дестабилизацию финансового пространства, характеризующуюся ухудшением прогнозируемости потоков и рисками резкого оттока капитала, применяется комплекс прямых административных мер. Основу составляют запрет конвертации для покупки иностранных активов (1.2) и запрет на хранение активов за рубежом (2.13), обеспечивающие полный контроль над вывозом капитала

резидентами. Для блокирования альтернативных каналов оттока используются ограничения на вывод наличной валюты (1.5), запрет на валютные своп-операции с нерезидентами (1.6) и запрет на взаимозачет требований (1.7). Предварительное одобрение сделок (2.2) обеспечивает селективное ограничение рискованных трансакций, тогда как запрет на открытие счетов нерезидентами (2.17) и ограничения на перевод выручки от продажи активов (2.18) сужают возможности для экстренного вывода средств. В комплексе данные механизмы стабилизируют платежный баланс, защищают международные резервы и снижают волатильность в условиях геополитической турбулентности.

Для нивелирования негативных эффектов от активизации розничных инвесторов, провоцирующей повышенную волатильность вследствие массовых и зачастую иррациональных действий, применяются меры мониторинга и ограничения доступа. Уведомление о сделках (2.1) позволяет регулятору отслеживать формирование рискованных трендов, а лицензирование операций с ценными бумагами (2.6) и количественные потолки владения (2.7) напрямую контролируют объем спекулятивной активности. С целью перенаправления сбережений резидентов на внутренний рынок и ограничения их участия в высокорисковых иностранных активах используются ограничения на покупку иностранных ценных бумаг (2.14). Дополнительно, ограничения на операции с наличной валютой (1.4) и на ее вывоз (1.5) сужают возможности для неорганизованного вывоза средств. Эти меры в целом дисциплинируют поведение розничных инвесторов и снижают потенциал спекулятивных «пузырей».

Против рисков, порождаемых ЦВ и ЦФА, ключевым ответом является их интеграция в регулируемое правовое поле. Контроль над криптоактивами (2.10) – это базовая мера, направленная на установление правил выпуска, обращения и отчетности, что повышает прозрачность и снижает риски нелегальных операций. Для блокирования каналов обхода традиционного контроля применяются запрет на открытие счетов нерегулируемыми субъектами (2.17). Ограничения на операции с наличной валютой (1.4) усложняют конвертацию фиатных средств в криптоактивы, повышая контролируемость всего цикла движения капитала.

Для нейтрализации угроз, связанных с активизацией государственных интересов на рынке МДК (например, долговая стратегия крупных экономик),

применяются защитные и фильтрующие механизмы. Основу составляет лицензирование ПИИ (2.9), позволяющее оценивать и избирательно допускать сделки, не угрожающие национальной безопасности. Защиту стратегических секторов обеспечивают лимиты на долю иностранного капитала (2.3), отраслевые ограничения (2.4) и полные отраслевые запреты (2.5). Управление долговыми рисками возложено на два механизма. Первый – лимиты на кредитование нерезидентов (2.15), второй – ограничения на перевод доходов (2.11). Кроме того, обязательная отчетность по зарубежным активам (2.16) повышает прозрачность внешних обязательств, позволяя своевременно идентифицировать аккумуляцию рисков.

Глобализация мировой экономики в третьей четверти XX – начале XXI века инициировала последовательное устранение барьеров для трансграничных операций. Однако подтвердилось наличие множественных негативных эффектов либерализации движения капитала, что побудило принимающие экономики активизировать применение контрольных мер. Особую значимость выработка подходов к механизмам контроля за движением капитала обрела в условиях фрагментации глобального финансового пространства и возникновения новых феноменов на мировом финансовом рынке.

Контроль за движением капитала призван, с одной стороны, минимизировать деструктивное воздействие финансовых потоков, проникающих на национальные рынки, а с другой – обеспечить мобилизацию ресурсов для долгосрочного экономического роста. В ходе исследования сформулированы критерии отбора оптимальных механизмов контроля за движением капитала, базирующиеся на соблюдении баланса между антикризисным воздействием и целями развития, учете национальной специфики принимающей страны, а также новых вызовов глобального финансового рынка.

Глава 2

Практика использования механизмов контроля за международным движением капитала

2.1 Подходы к выбору механизмов контроля за движением капитала национальными регуляторами отдельных стран

Для оценки эффективности практики механизмов контроля за движением капитала нами выбраны две группы стран: государства, столкнувшиеся с разрушительным влиянием МДК на национальную экономику и вынужденные применять антикризисные механизмы (блок антикризисного регулирования), и страны, столкнувшиеся с усилением глобальных вызовов и применявшие механизмы контроля за движением капитала более комплексно, в том числе для стимулирования экономического развития (блок развития).

Представленное разделение является достаточно условным, поскольку отобранные страны использовали широкий спектр механизмов как антикризисного характера, так и нацеленных на привлечение ресурсов развития. Их кластеризация по принадлежности к первому и второму блокам базировалась на ключевых целевых установках, которые ставились регуляторами.

Дополнительным критерием отбора стран являлись значимые размеры экономики, относительная развитость финансовых рынков, а также достаточная степень открытости экономики.

В качестве примеров стран первого блока выступают Аргентина (2000-2006 гг.), Бразилия (2008-2014 гг.), Индонезия (1997-1998 гг.) и Россия (2022-2024 гг.). В группу стран второго блока отобраны Китай, Турция, Узбекистан и ЮАР (каждая страна рассматривается в рамках периода последних 7-15 лет) и Польша (1994-2000 гг.).

Аргентина.

Аргентина в период 2000-х столкнулась с макроэкономическими шоками МДК. В течение 2000-2006 гг. экономика Аргентины характеризовалась как

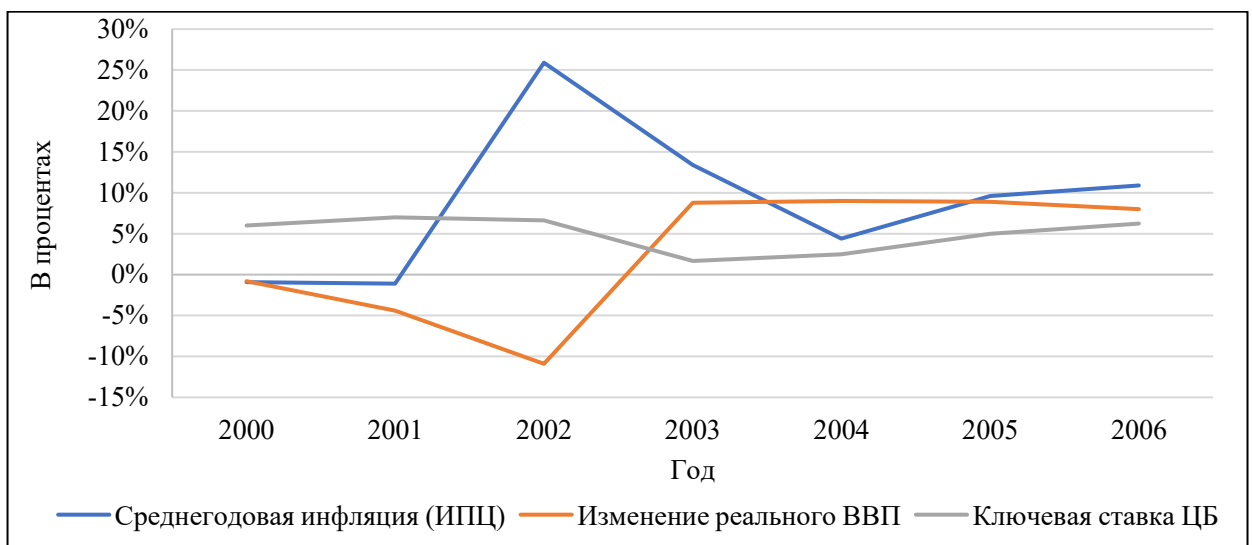
открытая, с фиксированным курсом к доллару США (государством был установлен неизменный курс обмена национальной валюты (аргентинского песо) к доллару США), развивающимся национальным финансовым рынком, неустойчивым СТО и зависимым положением в системе МРТ, базирующемся на экспорте сырья.

Кризис, достигший апогея в 2001–2002 годах, стал следствием длительного накопления структурных дисбалансов в аргентинской экономике, фундаментом которых стал режим валютного управления (далее – РВУ), введенный в 1991 году [108]. РВУ представляет собой особую денежно-кредитную систему, функционирующую по строгим правилам и предполагающую отказ от активной монетарной политики [131]. В Аргентине задачи РВУ исполнял Центральный банк, чьи обычные полномочия были существенно сужены. Ключевое же отличие этой системы от простого фиксированного курса заключается в законодательном запрете на произвольную девальвацию и эмиссию, не обеспеченную валютными резервами [131]. Данный режим жестко фиксировал курс аргентинского песо к доллару США в соотношении 1:1, что первоначально помогло остановить гиперинфляцию и стабилизировать экономику. «Тем не менее привязка песо к дорогому доллару вскоре обернулась потерей конкурентоспособности аргентинских товаров и ростом госдолга. После того как в 1999 году соседняя Бразилия провела девальвацию своей валюты, ее экономика стала более привлекательной для иностранных инвесторов в регионе, спровоцировав отток капитала из Аргентины» [26] и формирование устойчивого дефицита СТО. Ситуация усугублялась масштабным наращиванием государственного и частного внешнего долга Аргентины [25].

К началу 2000-х годов эти дисбалансы переросли в полномасштабный кризис доверия. Массовое бегство капитала, вызванное сомнениями в способности государства обслуживать долг и сохранять привязку песо, привело к катастрофическому истощению золотовалютных резервов. К декабрю 2001 года страна оказалась в ситуации технического дефолта по суверенному долгу, паралича банковской системы из-за массового изъятия депозитов («корралито») и полной потери доступа к международным финансовым рынкам [136].

Динамика ключевых макроэкономических показателей в предкризисный и кризисный периоды наглядно отражает эскалацию проблем на валютном рынке. Данные свидетельствуют о переходе от стагнации к глубокой рецессии экономики.

Так, темп роста реального ВВП, остававшийся слабо отрицательным в 2000-2001 гг. (-0,8% и -4,4% соответственно), в 2002 году рухнул до -10,9%, что стало свидетельством коллапса экономической активности. При этом центральный банк, напротив, был вынужден резко смягчить денежную политику для поддержки экономики после дефолта, снизив ключевую процентную ставку с примерно 6,6% в 2000 году до 1,7% в конце 2001 года и до 2,5% в 2002 году, поскольку после отказа от привязки песо к доллару США и дефолта требовалось экстренно стимулировать рухнувшую экономику, а не бороться с инфляцией ужесточением. Динамика этих показателей представлена на рисунке 1.

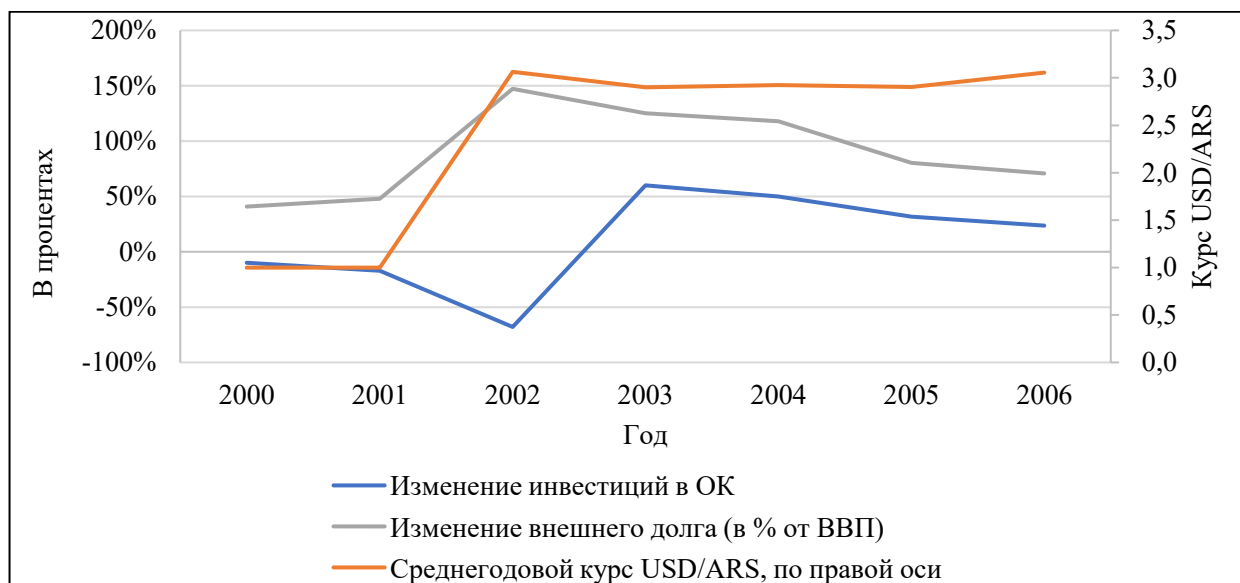


Источник: составлено автором по материалам [170; 203].

Рисунок 1 – Динамика инфляции, ВВП и ключевой ставки Аргентины в 2000-2006 гг.

Не менее драматичной была ситуация с инфляцией и валютным курсом. В рамках РВУ инфляция была подавлена до нулевых и отрицательных значений в 1998-1999 годах (-0,9% и -1,1%). Однако крах режима и резкая девальвация песо в 2002 году привели к инфляционному шоку: уровень инфляции взлетел до 13,4% (в 2001 г.) и 4,4% (в 2002 г.). Соответственно, фиксированный курс 1 песо за доллар США, продержавшийся до конца 2001 года, был девальвирован, и к концу 2002 года достиг уровня 3,06 песо за доллар США. Параллельно произошло снижение инвестиций в основной капитал (далее – ОК): на 17,1% в 2000 году и на 67,9% в 2001 году, демонстрируя кризис инвестиционного процесса и бегство капитала из реального сектора экономики. Государственный долг, выраженный в процентах к ВВП, взлетел с 40,8% в 2000 г. и 48,0% в 2001 г. до 147,2% в 2002 году, что в первую

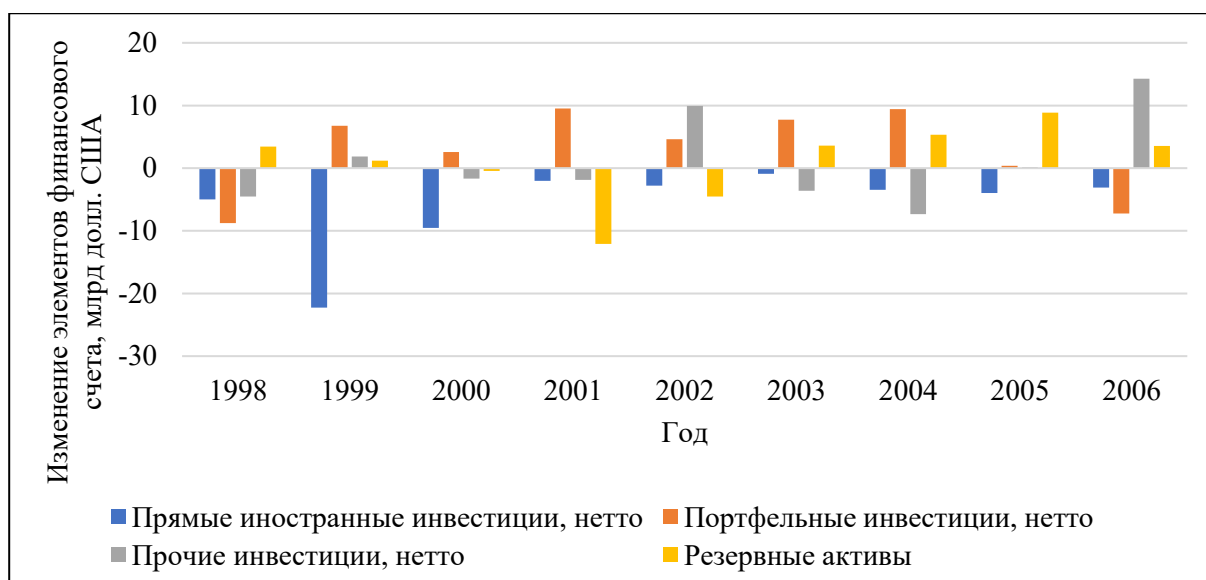
очередь было следствием резкого падения ВВП в долларовом выражении после девальвации, а не новых заимствований. Динамика этих показателей представлена на рисунке 2.



Источник: составлено автором по материалам [27; 170; 203].

Рисунок 2 – Динамика курса национальной валюты, внешнего долга и инвестиций в ОК Аргентины в 2000-2006 гг.

Анализ компонентов финансового счета в абсолютном выражении раскрывает этапы развития кризиса. В преддверии краха, в 2000-2001 годах, приток ПИИ оставался высоким (9,5 и 2 млрд долл. США соответственно), что было связано в том числе с реализацией программы приватизации государственного имущества, проводимой с 1990-х годов [26]. В 2002 году приток ПИИ резко замедлился. Одновременно резко вырос вывоз капитала в форме прочих инвестиций. В этих условиях объем резервных активов, которые использовались для сдерживания паники и поддержки платежного баланса, сократился за 2001-2002 гг. на 16,6 млрд долл. США. Динамика компонентов финансового счета платежного баланса Аргентины представлена на рисунке 3.



Источник: составлено автором по материалам [170].

Рисунок 3 – Динамика финансового счета Аргентины в 2000-2006 гг.

Таким образом, к концу 2002 года Аргентина столкнулась с уникальным сочетанием вызовов: суверенным дефолтом, банковским кризисом, резкой девальвацией национальной валюты, всплеском инфляции, глубокой рецессией и полной остановкой внешнего финансирования. Для стабилизации ситуации власти были вынуждены применить комплекс чрезвычайных мер контроля за движением капитала.

Для противодействия финансовой панике и восстановления контроля над экономикой власти Аргентины, начиная с декабря 2001 года, ввели широкий спектр антикризисных механизмов контроля за МДК.

Во-первых, были использованы механизмы контроля за МДК, влияющие на финансовый счет. Ключевой мерой стал переход к множественным валютным курсам, когда для различных операций (торговых, финансовых) устанавливались разные обменные курсы. Это позволяло сдерживать спекулятивный спрос на доллары и смягчать инфляционные последствия девальвации для импорта товаров первой необходимости. Для прямого ограничения оттока капитала был введен фактический запрет на конвертацию песо в иностранную валюту для покупки зарубежных активов, а также установлены строгие лимиты на переводы за границу доходов и выручки от продажи активов нерезидентами. Кроме того, для операций с валютой были введены специальные налоги и сборы, повышавшие стоимость покупки долларов и сдерживавшие бегство капитала.

Во-вторых, были применены меры в отношении валютных операций резидентов. Самым известным и драматичным механизмом стал «корралито» – строгое ограничение на снятие наличных с банковских счетов, которое можно отнести к расширительной трактовке мер контроля за операциями. Фактически это означало заморозку депозитов, предотвратившую полный крах банковской системы. Одновременно введены запреты на хранение активов на счетах за рубежом и строгие лимиты на вывоз наличной иностранной валюты. Список основных антикризисных механизмов контроля, примененных в Аргентине, представлен в таблице 3.

Таблица 3 – Основные используемые механизмы контроля в Аргентине в 2000-2006 гг.

Механизмы контроля за МДК	Период использования механизма
Множественные валютные курсы	Январь-февраль 2002 года С 11 февраля 2002 года единый рынок
Запрет конвертации для покупки иностранных активов	2001–2006 годы, с последующими ограничениями; фактический запрет для резидентов на доступ к официальному валютному рынку для покупки иностранной валюты
Налоги / сборы на приобретение валюты	2001–2002 годы (экстренно)
Ограничения на вывод наличной иностранной валюты	2001–2006 годы После введения «корралито» были установлены жесткие лимиты на сумму вывозимой наличной валюты
Запрет на хранение активов за рубежом	2002–2004 годы, с ослаблением контроля позже; чрезвычайный запрет для резидентов на открытие и владение счетами за границей без специального разрешения ЦБ
Ограничения на перевод выручки от продажи активов	2002 год Нерезидентам были установлены строгие лимиты и длительные процедуры для перевода за границу дивидендов

Источник: составлено автором по материалам [168].

Влияние этих мер на макроэкономические показатели стало очевидным уже в 2003-2004 годах. Жесткий контроль за движением капитала и множественный курс позволили сбить инфляцию с 25,9% в 2002 году до 13,4% в 2003 и 4,4% в 2004 году. Стабилизация валютного рынка и политическая определенность запустили механизм экономического роста: ВВП вырос на 8,8% в 2003 году и на 9,0% в 2004 году. Постепенно стали восстанавливаться инвестиции в ОК. По прочим инвестициям, являвшимся главным каналом оттока капитала, в 2004 году зафиксировано чистое привлечение капитала на 7,4 млрд долл. США, что свидетельствовало о возвращении доверия иностранных инвесторов и нормализации

внутренних условий. Обобщенный опыт применения механизмов контроля за МДК в Аргентине в 2000-2006 гг., а также опыт страны по преодолению кризисной ситуации, можно представить в таблице 4.

Таблица 4 — Опыт использования механизмов контроля за МДК в Аргентине в 2000-2006 гг.

Причины возникновения кризисной ситуации	Использованные меры контроля	Влияние на макроэкономические показатели
Массовый отток капитала, истощение резервов, паника в банковской системе, свободное падение курса песо, инфляционный шок, глубокая рецессия и обвал инвестиций образовали единый кризисный каскад	Множественные валютные курсы; запрет конвертации для покупки иностранных активов; налоги / сборы на приобретение валюты; ограничения на вывод наличной иностранной валюты; Запрет на хранение активов за рубежом; ограничения на перевод выручки от продажи активов	Разворот потока капитала: прирост прочих инвестиций составил +9,9 млрд долл. США в 2002 г., смена направления на приток в 2003 г., что составило -3,6 млрд долл. США; стабилизация банковской системы: остановка оттока депозитов; снижение инфляции: -12,5 п.п. (с 25,9% в 2002 г. до 13,4% в 2003 г.) и далее -9,0 п.п. (до 4,4% в 2004 г.); восстановление роста ВВП: +19,7 % (с -10,9% в 2002 г. до +8,8% в 2003 г.); +9% в 2004 г.; рост инвестиций в основной капитал: +127,9% (с -67,9% в 2002 г. до +60% в 2003 г.); -10 п.п. (до +50% в 2004 г.)

Источник: составлено автором по материалам [27; 168; 170; 203].

Введенные в Аргентине в 2001-2002 годах меры контроля за движением капитала носили чрезвычайный, вынужденный характер и были направлены на немедленное «тушение пожара» в финансовой системе. В краткосрочной временной перспективе имплементированные регуляторные меры продемонстрировали достижение заявленных целевых ориентиров: был купирован экзогенный отток капитала, обеспечена макроэкономическая стабилизация валютного рынка и сформированы институциональные предпосылки для последующего посткризисного экономического восстановления. Однако длительное применение указанных инструментов в ретроспективном периоде инициировало возникновение вторичных структурных деформаций, включая формирование теневого (параллельного) валютного сегмента и ретардацию долгосрочных инвестиционных потоков. Полученный эмпирический вывод коррелирует с теоретическим тезисом,

обосновывающим императив адаптации мер контроля за движением капитала в строгой зависимости от текущей фазы экономического цикла.

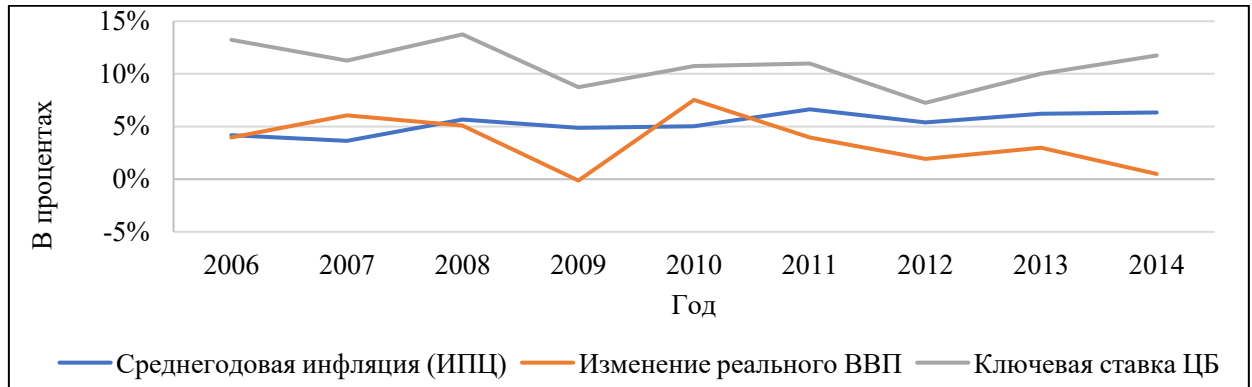
Бразилия.

В течение рассматриваемого периода (2008-2014 гг.) экономика Бразилии характеризовалась как открытая система с плавающим валютным курсом и режимом инфляционного таргетирования (монетарная политика ЦБ, целью которой является обеспечение стабильно низкой и предсказуемой инфляции), относительно развитым национальным финансовым рынком, ухудшающимся СТО (переход в дефицит) и смешанным положением в системе МРТ (экспорт сырья и промышленных товаров). В отличие от Аргентины, столкнувшейся с катастрофическим оттоком капитала, ключевым вызовом для Бразилии в рассматриваемый период стал чрезмерный приток спекулятивного иностранного капитала. Эта ситуация стала прямым следствием политики количественного смягчения, развернутой развитыми странами (США, ЕС, Япония) после мирового финансового кризиса 2008-2009 годов. Нулевые и даже отрицательные процентные ставки в этих странах вынуждали международных инвесторов искать более доходного вложения капитала на развивающихся рынках. Бразилия с ее относительно стабильной экономикой, богатыми природными ресурсами и одной из самых высоких в мире доходностью по финансовым инструментам стала «магнитом» для таких «горячих денег».

Приток иностранных инвестиций создал для бразильской экономики комплекс взаимосвязанных проблем [148]. Во-первых, он вызвал чрезмерное и быстрое укрепление бразильского реала. Во-вторых, сильное укрепление валюты подрывало ценовую конкурентоспособность бразильского экспорта (особенно промышленных товаров) и усиливало давление со стороны импорта, что угрожало ухудшением СТО. В-третьих, краткосрочные иностранные инвестиции увеличивали уязвимость финансовой системы, создавая риски формирования пузырей на рынках активов и внезапного разворота потоков при изменении глобальной конъюнктуры.

Анализ макроэкономических индикаторов в предкризисные и кризисные годы наглядно демонстрирует масштаб шока и реакцию экономики на них. В период бума 2006-2008 годов экономика росла высокими темпами: рост реального ВВП составил 4% в 2006, 6,1% в 2007 году и 5,1% в 2008 году. Инфляция находилась под контролем (4,2%, 3,6%, 5,7% соответственно). Для стимулирования экономики

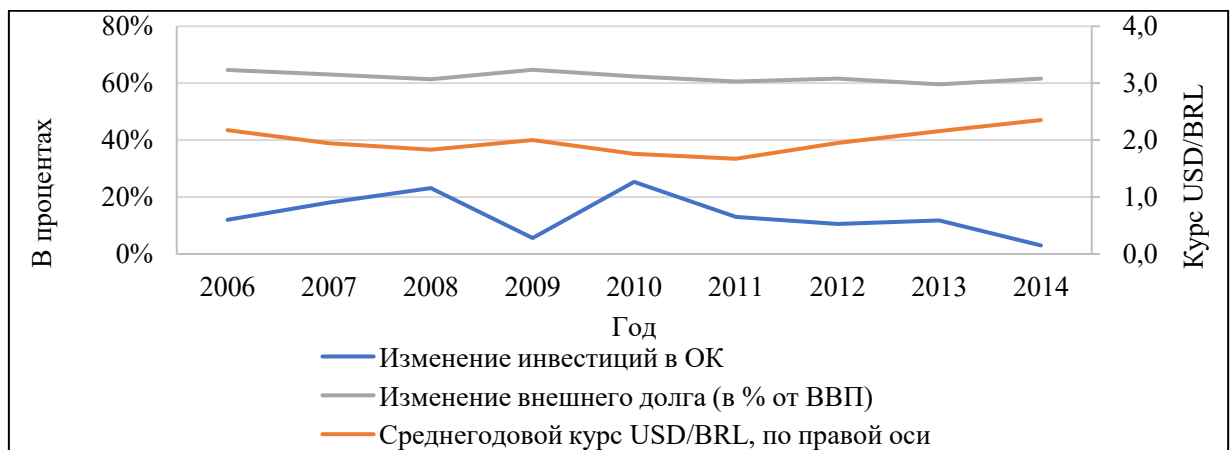
Центральный банк Бразилии резко снизил ключевую ставку – с 13,75% в 2008 году до 8,75% в 2009 году. Однако мировой финансовый кризис 2008 года резко изменил картину: в 2009 году ВВП Бразилии сократился на 0,1%, что, было относительно мягким спадом. Динамика этих показателей представлена на рисунке 4.



Источник: составлено автором по материалам [170; 203].

Рисунок 4 – Динамика инфляции, ВВП и ключевой ставки Бразилии в 2006-2014 гг.

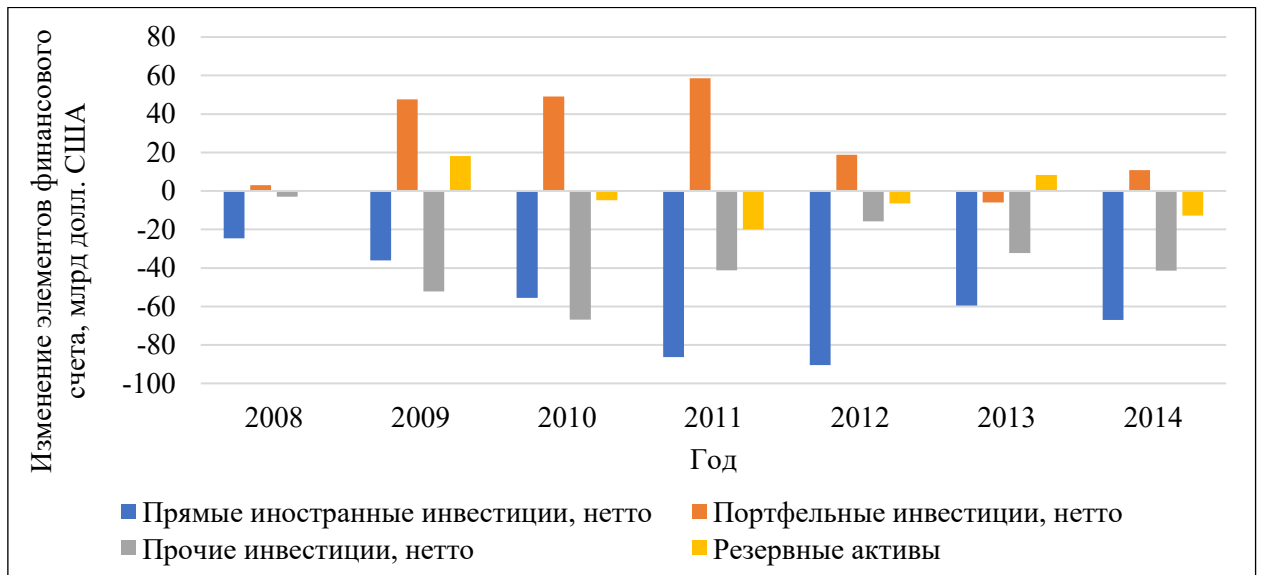
Ключевой проблемой стало поведение валютного курса и внешнего долга. В предкризисный период мощный приток капитала привел к значительному укреплению реала: средний курс снизился с 2,18 реалов за доллар США в 2006 году до 2 реалов за доллар США в 2009 году [170]. Это создавало серьезное давление на экспортеров. При этом внешний долг в процентах к ВВП оставался на умеренном уровне (около 60-65%), что указывало на отсутствие проблем с долговой устойчивостью, характерной для Аргентины. Одновременно рост инвестиций в ОК замедлился до 6% [170], отразив снижение деловой активности. Динамика этих показателей представлена на рисунке 5.



Источник: составлено автором по материалам [170; 203].

Рисунок 5 – Динамика курса национальной валюты, внешнего долга и инвестиций в ОК Бразилии в 2006-2014 гг.

В части финансового счета платежного баланса: в кризисный 2008 год наблюдалось резкое снижение привлечения ПИИ. Вместе с тем ситуация кардинально изменилась уже в 2009 году: поток ПИИ в Бразилию резко увеличился, в то время как вложения в портфельные инструменты были частично изъяты [152]. Одновременно активизировался приток «прочих инвестиций» (включающие предоставление иностранных банковских кредитов) [170]. Таким образом, к концу 2009 года экономика лишь незначительно сократилась, но на нее обрушилась волна спекулятивного капитала, ищущего доходного размещения и угрожающего перегревом экономической конъюнктуры. Динамика составляющих финансового счета Бразилии представлена на рисунке 6.



Источник: составлено автором по материалам [170].

Рисунок 6 – Динамика финансового счета Бразилии в 2008-2014 гг.

Активизация иностранных инвестиций сделала экономику Бразилии уязвимой к внезапной перемене настроений инвесторов и вынудило Центральный банк, стремившийся сдержать инфляционный перегрев и укрепление реала, уже в 2009 году начать цикл повышения процентной ставки. При этом денежные власти Бразилии оказались в ловушке: процентная ставка, будучи основным внутренним антиинфляционным инструментом, одновременно стимулировала приток иностранного капитала.

Для сдерживания спекулятивного притока и управления курсом реала власти Бразилии, начиная с 2009 года, предприняли меры контроля, направленные

преимущественно на операции финансового счета платежного баланса. В отличие от чрезвычайных и всеобъемлющих ограничений в Аргентине, бразильский подход был более селективным, гибким и нацеленным на конкретные типы операций.

Ключевым механизмом стало введение и последующее повышение налога на финансовые операции (далее – англ. IOF) – налог на приобретение валюты или конкретные финансовые операции. Кроме того, были ужесточены меры в отношении операций нерезидентов. Власти ввели специальные повышенные резервные требования для коротких позиций, что напрямую снижало привлекательность инвестиций для спекулянтов.

В-третьих, для усложнения спекулятивных операций на срочном рынке были применены меры, которые можно классифицировать как контроль над ПФИ. В июле 2011 года повышенный налог IOF в 1% был распространен на операции с валютными деривативами, что затруднило игру на повышение курса реала через инструменты срочного рынка [152; 168].

Список основных механизмов контроля, примененных в Бразилии, представлен в таблице 5.

Таблица 5 – Основные используемые механизмы контроля в Бразилии в 2008-2014 гг.

Механизм контроля за МДК	Период использования механизма
Налоги / сборы на приобретение валюты (IOF)	2009-2013 годы Введен в октябре 2009 года (2%), повышен для государственных облигаций в октябре 2010 года (до 6%); постепенно снижался и был отменен к 2013 году после нормализации потоков
Налоги / сборы на приобретение валюты (IOF) – распространение на деривативы	2011-2013 годы В июле 2011 года налог IOF (ставка 1%) был распространен на операции с валютными деривативами для усложнения спекулятивных ставок на укрепление реала через срочный рынок; отменен по мере стабилизации ситуации
Повышенные резервные требования для коротких позиций	2011-2012 годы Обязательство для инвесторов резервировать дополнительную сумму средств в указанном государственном органе при открытии коротких валютных позиций

Источник: составлено автором по материалам [168].

Влияние этих мер на макроэкономические показатели проявилось в последующие годы. Денежные власти не ставили целью остановить приток капитала полностью, а скорее управлять его структурой и сдерживать давление на валютный курс. Это отчасти удалось: хотя отток капитала в форме портфельных инвестиций оставался высоким в 2010-2011 гг. (49 и 59 млрд долл. США соответственно), бегство капитала в этой форме после 2011 года замедлилось. Укрепление реала после 2012 остановилось, и после 2012 года он начал постепенно ослабляться [170]. Экономический рост после резкого восстановления в 2010 году (+7,5%) начал замедляться, столкнувшись со структурными ограничениями, которые меры контроля за капиталом не могли решить.

Обобщенный опыт применения механизмов контроля за МДК в Бразилии в 2009-2014 гг., можно представить в таблице 6.

Таблица 6 – Опыт использования механизмов контроля за МДК в Бразилии в 2009-2014 гг.

Причины возникновения кризисной ситуации	Использованные меры контроля	Влияние на макроэкономические показатели
Чрезмерный приток спекулятивного капитала после 2009 г.; резкое укрепление реала, угроза «голландской болезни»; риски перегрева экономики и роста инфляции	Налоги / сборы на приобретение валюты (IOF); налоги / сборы на приобретение валюты (IOF) – распространение на деривативы; ограничения на перевод доходов (дивиденды, проценты, роялти)	Смягчение давления на курс: укрепление реала остановилось, курс развернулся после достижения уровня 1,7 USD/BRL в 2011 гг. после минимума 2011 г.; ограниченное влияние на инфляцию: инфляция оставалась стабильной, в среднем около 6,0% в 2011-2014 гг.; снижение динамики оттока: после 2011 года удалось оставить «бегство» портфельных инвестиций из страны; рост инвестиций в ОК: в 2010 году рост составил +25% против замедления в 2009 году

Источник: составлено автором по материалам [168; 170; 203].

Таким образом, меры контроля за движением капитала, примененные Бразилией в 2009-2011 годах, были нацелены на «донастройку», а не на введение чрезвычайных ограничений. Они были направлены на увеличение издержек для

проведения краткосрочных спекулятивных операций, управление валютным курсом и снижение финансовой уязвимости. В краткосрочной перспективе они помогли несколько сдержать укрепление реала и скорректировать структуру ввоза капитала.

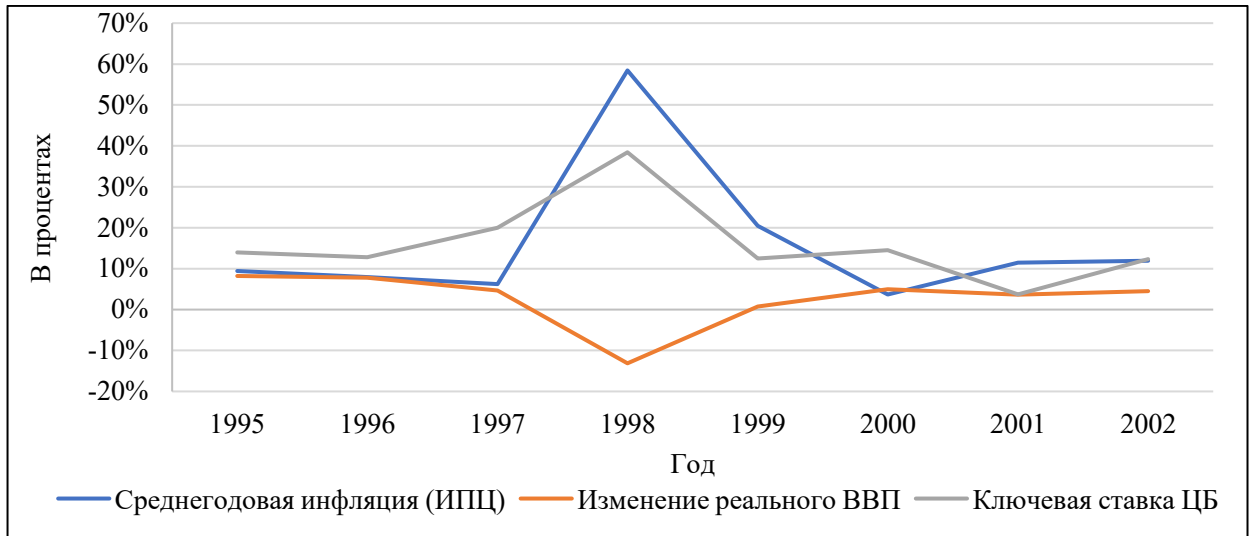
Индонезия.

Экономика Индонезии в конце XX века характеризовалась как открытая, с управляемым плавающим курсом рупии, слабо развитым национальным финансовым рынком, положительным СТО (до кризиса), но зависимым положением в системе МРТ, базирующемся на экспорте сырья. ДКП была жесткой. В отличие от Бразилии, столкнувшейся с проблемой притока «горячих денег», вызов для Индонезии в 1997-1998 годах был противоположным по своей природе, но сопоставимым по масштабу – это был катастрофический отток иностранного капитала, приведший к полномасштабному финансовому, экономическому и социальному кризису. Главной причиной разразившегося кризиса стал дисбаланс, который накапливался на протяжении всех 1990-х годов. В тот период, когда процентные ставки были низкими, частные компании и финансово-кредитные учреждения активно наращивали краткосрочные заимствования за рубежом. При этом их активы и доходы оставались номинированными в неконвертируемой индонезийской рупии. Так возник валютный разрыв между активами и обязательствами.

Когда в середине 1997 года усилилось давление на тайландский бат, волна недоверия со стороны инвесторов почти мгновенно перекинулась на индонезийскую экономику [155]. Массовый вывод капитала спровоцировал обвальное падение рупии, и для многих компаний и банков обслуживание долларового внешнего долга стало попросту невозможным. В итоге последовала цепная реакция банкротств.

Динамика ключевых макроэкономических показателей подтверждает эту картину. В 1996 году, последнем перед кризисом, экономика выглядела вполне благополучно: рост реального ВВП достиг 7,8%, а инвестиции в основной капитал увеличились на 32%. Однако уже тогда начинали проступать деструктивные тенденции: инфляция устойчиво удерживалась на повышенных уровнях (около 10%), что рефлексировало постепенное ослабление национальной валюты. Центральный банк был вынужден резко ужесточить монетарную политику, подняв ключевую процентную ставку с 12,8% в 1996 году до 20% в 1997 году [203], пытаясь

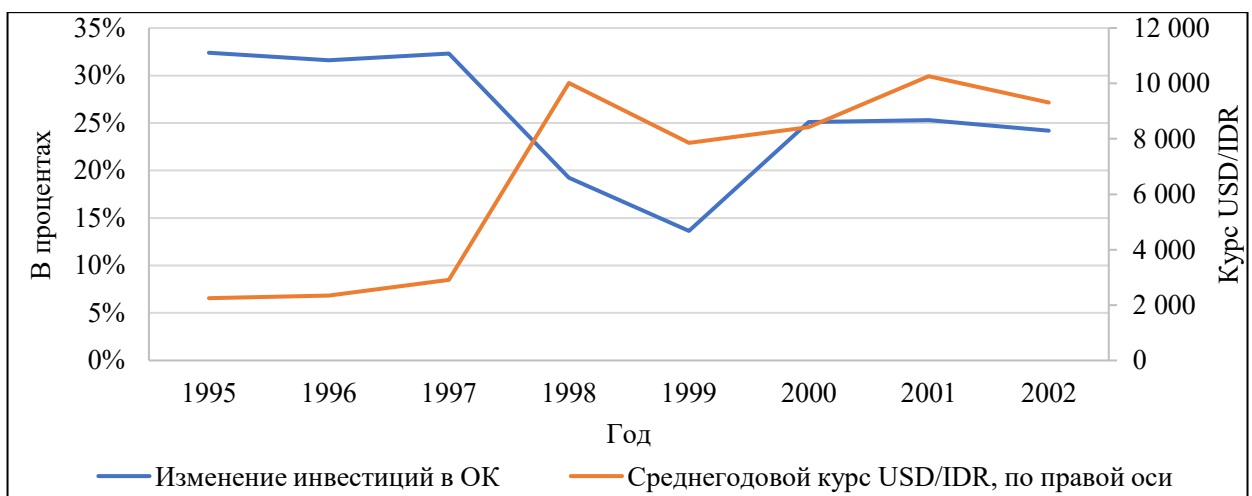
защитить рупию и сдержать инфляцию, но эти меры лишь усугубили долговое бремя заемщиков. Динамика этих показателей представлена на рисунке 7.



Источник: составлено автором по материалам [170; 203].

Рисунок 7 – Динамика инфляции, ВВП и ключевой ставки Индонезии в 1995-2002 гг.

Пик кризиса пришелся на 1998 год – реальный ВВП рухнул на 13,1%. Одновременно произошел обвал инвестиционной активности: инвестиции в ОК приросли лишь на 14% (уровень предыдущих лет равен около 32%). Девальвация рупии спровоцировала гиперинфляционный шок: уровень инфляции взлетел до 58% [203]. В ответ ЦБ резко ужесточил денежно-кредитную политику, подняв ключевую ставку до 38% годовых. Динамика показателей представлена на рисунке 8.



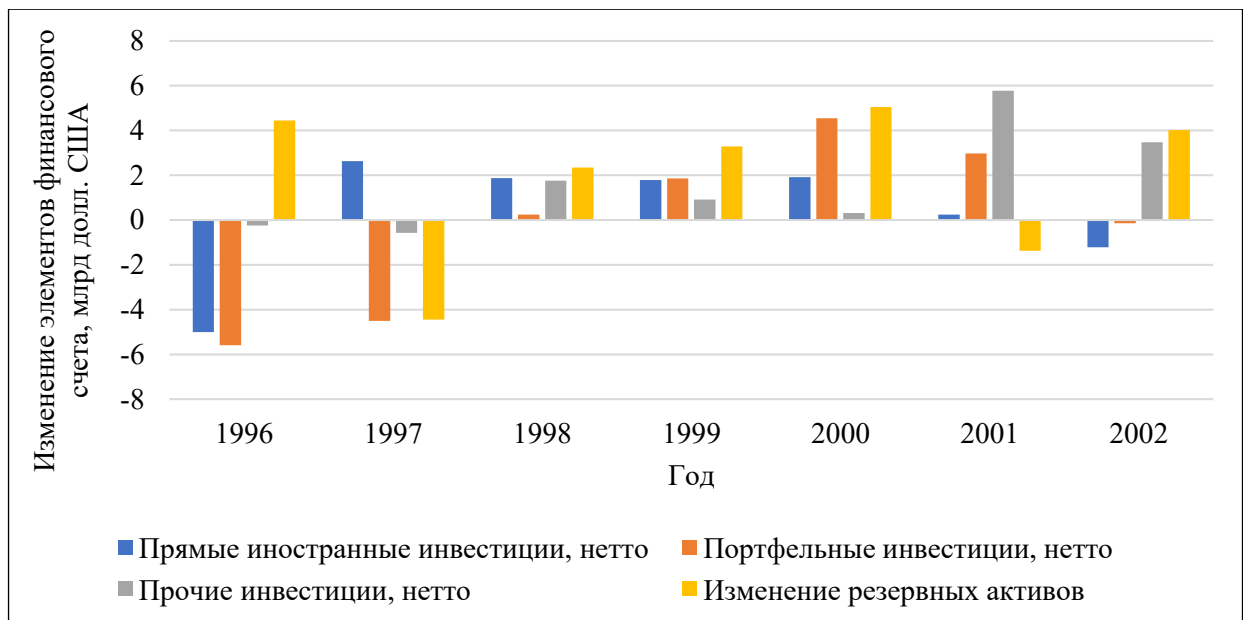
Источник: составлено автором по материалам [39; 169; 170].

Рисунок 8 – Динамика курса национальной валюты, внешнего долга и инвестиций в ОК Индонезии в 1995-2002 гг.

Восстановление началось с 1999 года и было крайне хрупким. Резкое снижение инфляции до 20% и ключевой ставки до 13% стало возможным лишь после глубокой девальвации.

В динамике финансового счета платежного баланса в докризисные 1995-1996 годы наблюдался приток по всем статьям: ПИИ (на 4,1-5 млрд долл. США), портфельные инвестиции (на 3,7-5,6 млрд долл. США), прочие инвестиции, содержащие краткосрочные займы частного сектора (на 0,3-2,4 млрд долл. США) [170].

В 1997 году начался отток ПИИ, при этом привлечение портфельных инвестиций продолжилось. С 1998 года начался полномасштабный отток иностранного капитала из всех функциональных категорий инструментов. В период 1998-2001 гг., ПИИ изымались из экономики Индонезии на 0,2-4,5 млрд долл. США ежегодно. Отток прочих инвестиций достиг 12,2 млрд долл. США за 5 лет с 1998 года под влиянием бегства депозитов нерезидентов из банковской системы и досрочного погашения кредитов. Динамика составляющих финансового счета Индонезии представлена на рисунке 9.



Источник: составлено автором по материалам [170].

Рисунок 9 – Динамика финансового счета Индонезии в 1996-2002 гг.

Для стабилизации ситуации правительство было вынуждено ввести комплекс чрезвычайных мер контроля за движением капитала. Для противодействия катастрофическому оттоку капитала, стабилизации валютного рынка и

восстановления управления экономикой власти Индонезии, начиная с 1997 года, в рамках программы МВФ ввели ряд ограничительных мер, но их количество было крайне ограничено.

В первую очередь были использованы механизмы контроля за МДК, влияющие на финансовый счет. Важнейшей мерой стало введение строгих валютных ограничений, фактически запрещающих конвертацию рупии для покупки иностранных активов и вывода капитала. Для пресечения спекулятивных атак на рупию на срочном рынке были введены ограничения на форвардные сделки с рупией для нерезидентов, что можно отнести к лицензированию и контролю операций.

Во-вторых, были введены меры, направленные на банковские операции. Для сдерживания оттока средств иностранными инвесторами были ужесточены ограничения на перевод за границу доходов и выручки от продажи активов нерезидентами [82].

Список основных механизмов контроля, примененных в Индонезии, представлен в таблице 7.

Таблица 7 – Основные используемые механизмы контроля в Индонезии в 1997-2001 гг.

Механизм контроля за МДК	Период использования механизма
Частичный запрет конвертации для покупки иностранных активов (ограничение вывоза капитала)	1997 г. и далее (введены в сентябре 1997 г., постепенно смягчались по мере стабилизации)
Ограничения на перевод выручки от продажи активов (доходов нерезидентам)	1998 г. и далее Ужесточены в период кризиса, смягчены после стабилизации платежного баланса

Источник: составлено автором по материалам [82].

Влияние этих мер стало заметно к 1999-2000 годам. Чрезвычайные ограничения в сочетании с политикой высоких процентных ставок и рекапитализацией банков остановили свободное падение рупии. Курс стабилизировался на уровне около 7,86-8,42 тыс. рупий за доллар США в 1999-2000 годах после пика в 10,01 в 1998 году. Это позволило резко сбить инфляцию с 58% в 1998 до 20% в 1999 и 4% в 2000 году [170]. Экономический рост вернулся в область положительных значений, составив 0,8% в 1999 и 4,9% в 2000 году, а инвестиции в ОК вернулись к росту на уровень 25% в 2000 году.

Обобщенный опыт применения механизмов контроля за МДК в Индонезии в 1996-2002 гг. можно представить в таблице 8.

Таблица 8 – Опыт использования механизмов контроля за МДК в Индонезии в 1996-2002 гг.

Причины возникновения кризисной ситуации	Использованные меры контроля	Влияние на макроэкономические показатели
Массовое бегство капитала и истощение резервов; спекулятивные атаки и обвал рупии; гиперинфляционный шок; банковский кризис и долларизация долга	Запрет конвертации для покупки иностранных активов (ограничение вывоза капитала); ограничения на перевод выручки от продажи активов (доходов нерезидентам)	Прекращение острого оттока: возврат притока ПИИ в 2002 году после сильного оттока в 1999-2001 гг. (9,3 млрд долл. США за три года); восстановление резервных активов: началось устойчивое накопление резервов с 1998 г. после сокращения в 1997 году на 4,4 млрд долл. США; стабилизация курса: курс рупии стабилизировался в диапазоне 7,855-8,422 тыс. USD/IDR в 1999-2000 гг. после девальвации в 3,4 раза в 1998 году до 10,01 тыс. USD/IDR; снижение инфляции: инфляция упала до 20,5% в 1999 г. и далее до 3,7% в 2000 г. после пика в 58% в 1998 году; рост ВВП возобновился: +0,8% (1999), +4,9% (2000) после падения на 13% в 1998 году; слабая динамика по росту инвестиций в ОК: после продолжительного периода роста инвестиций в ОК на уровне 30% в год рост инвестиций составил всего 14-19% в год в 1998-1999 годах

Источник: составлено автором по материалам [39; 169; 170].

Таким образом, меры контроля за движением капитала, примененные Индонезией в 1997-1999 годах, были классическим набором чрезвычайных ограничений, направленных на «тушение пожара» в условиях полномасштабного кризиса платежного баланса и бегства капитала. В краткосрочной перспективе, в тесной координации с программой МВФ, они достигли своей главной цели: остановили панику, стабилизировали валютный рынок и создали условия для макроэкономической стабилизации.

Россия.

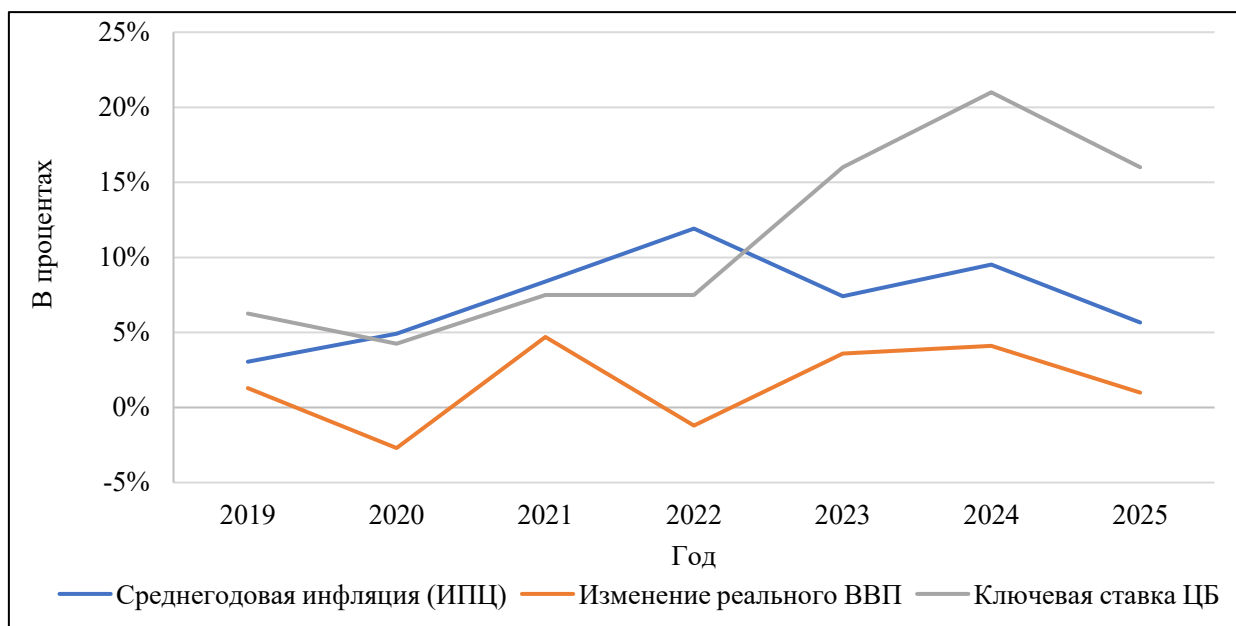
Далее рассмотрим опыт России в преодолении кризисной ситуации, связанной с МДК. В 2022 году Россия столкнулась с качественно новым типом макроэкономического шока, беспрецедентным по своему масштабу [104; 114],

скорости и комплексности в современной истории. В 2022-2024 гг. экономика России столкнулась с введением односторонних ограничительных мер со стороны «недружественных» стран [125]. Среда формирования нового контура регулирования представлена плавающим курсом рубля, режимом инфляционного таргетирования, устойчивым положительным СТО (за счет традиционно сырьевого экспорта [124]) и зависимым, но перестраиваемым положением в системе МРТ. В отличие от классических финансовых кризисов, вызванных внутренними дисбалансами (Индонезия, 1998 год) или внешней конъюнктурой (Бразилия, 2008 год), вызов для России имел геополитическую природу. Введение беспрецедентного пакета санкций странами коллективного Запада (США, ЕС, Великобритания, Япония и другими странами) после начала специальной военной операции на Украине (далее – СВО) было направлено на максимальную экономическую изоляцию страны и подрыв ее финансовой стабильности.

Ключевыми элементами санкционного давления после начала СВО стали: 1) заморозка значительной части (около 300 млрд долларов США) международных золотовалютных резервов России [12], что лишило власти ключевого инструмента сглаживания валютных колебаний и поддержки платежного баланса; 2) отключение крупнейших российских банков от общества всемирных межбанковских финансовых телекоммуникаций (англ. Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunications, далее – SWIFT) [18] и запрет на операции с ними для западных финансовых институтов, что парализовало значительную часть внешнеторговых расчетов; 3) запрет для западных инвесторов на операции с российскими активами и обязательствами, что спровоцировало массовый уход иностранного капитала [50]. Этот комплекс мер был призван вызвать обвал национальной валюты, банковскую панику, дефолт по внешним долгам и глубокую рецессию, поставив под сомнение саму возможность функционирования экономики в условиях изоляции от глобальной финансовой системы.

Макроэкономические показатели до 2022 года демонстрировали устойчивость. В период 2019-2021 экономика России демонстрировала умеренную, но стабильную динамику. Инфляция находилась под контролем: 3,1% в 2019 году, 4,9% в 2020 году (несмотря на пандемию) и 8,4% в 2021 году [24]. Рост реального ВВП составил 1,3% в 2019 году, -2,7% в кризисном 2020 году и восстановился до

4,7% в 2021 году. Ключевая ставка Банка России плавно снижалась с 6,3% в 2019 году до 4,3% в 2020 году, а затем была повышена до 7,5% в 2021 году для борьбы с растущей инфляцией. Динамика этих показателей представлена на рисунке 10.



Источник: составлено автором по материалам [24; 31].

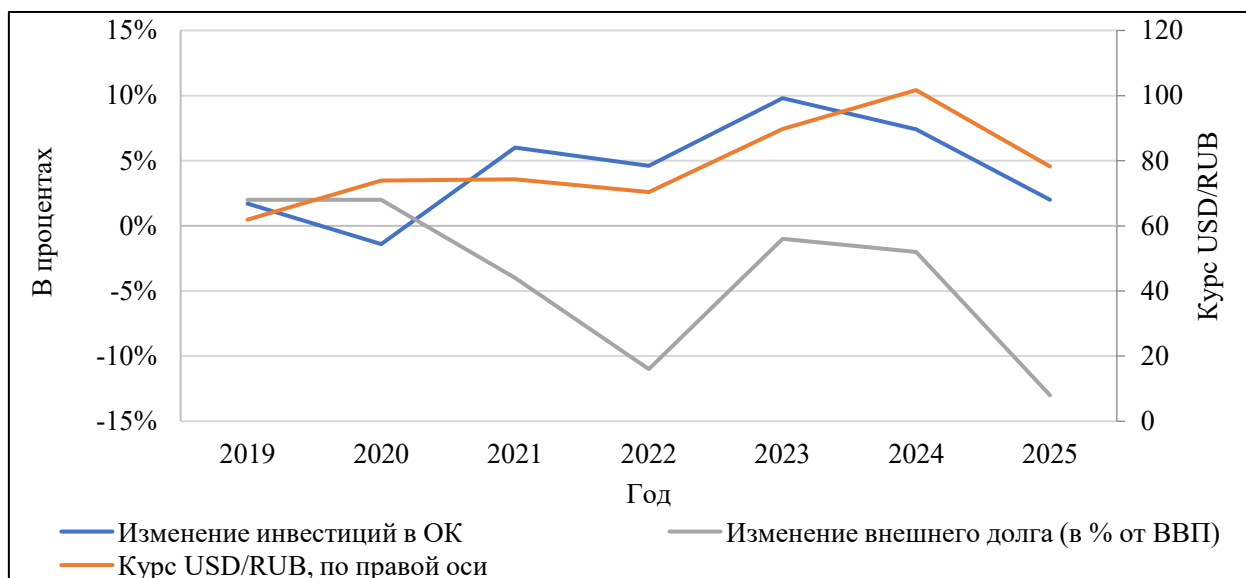
Рисунок 10 – Динамика инфляции, ВВП и ключевой ставки России в 2019-2025 гг.

Пик санкционного кризиса пришелся на 2022 год. Меры контроля за капиталом и резкое изменение условий торговли привели к следующей макроэкономической картине. Инфляция скачкообразно выросла до 11,9% [20], отразив панический всплеск потребительского спроса, девальвацию рубля в марте и разрыв логистических цепочек. Изменение ВВП, вопреки ожиданиям глубокого спада, составило -1,2%, что свидетельствовало о значительной адаптационной способности экономики, подпитываемой ростом госрасходов и переориентацией внешней торговли. В целях купирования инфляционной спирали и восстановления устойчивости финансового рынка Банк России предпринял экстренную денежно-кредитную рестрикцию, повысив ключевую ставку с 7,5% до 20% в конце февраля. По мере нормализации макроэкономической конъюнктуры к концу года ключевая ставка была снижена на исходный уровень 7,5% [20].

Параллельно осуществлялась радикальная трансформация конфигурации внешнеэкономических позиций. Отношение совокупного внешнего долга страны к ВВП, находившееся в диапазоне около 30% в 2019–2021 годах, в 2022 году сократилось до 18% [20]. Данное снижение выступило следствием ускоренной

репатриации долговых обязательств перед юрисдикциями, квалифицированными в качестве «недружественных». Инвестиции в основной капитал в 2022 году продемонстрировали отрицательную динамику, составив сокращение на 5,6% (в сравнении с положительным приростом 8,6% в 2021 году), что эмпирически отразило феномен инвестиционной паузы, предопределенной экстремальным уровнем макроэкономической неопределенности.

Наиболее критическим системным вызовом выступила валютная турбулентность. В марте 2022 года национальная валюта пережила историческую девальвацию, превысив пороговую отметку 120 рублей за доллар США [20]. Однако последующая имплементация беспрецедентных по степени жесткости мер валютного контроля в сочетании с кардинальной трансформацией структуры торгового баланса спровоцировали резкий разворот ценового тренда. К середине года национальная валюта продемонстрировала аномальное укрепление, опустившись ниже уровня 60 рублей за доллар США. Курс в 2022 году составил 70,3 рубля за доллар США и оказался крепче, чем в 2021 году (74,3 рубля за доллар США). Динамика этих показателей представлена на рисунке 11.

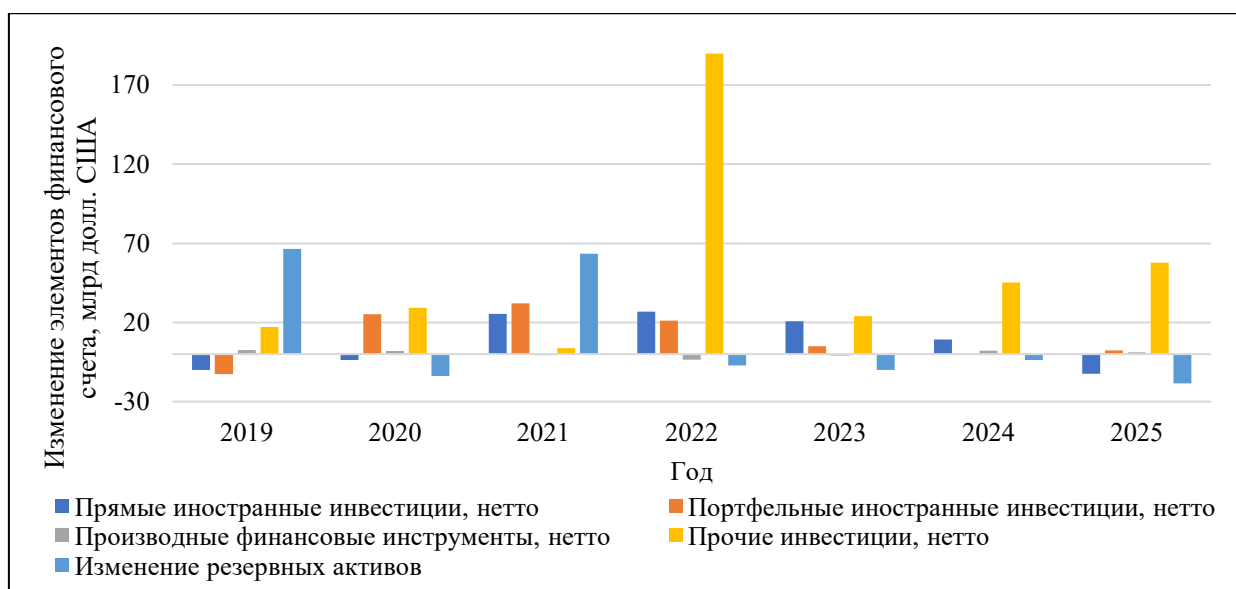


Источник: составлено автором по материалам [23; 45]

Рисунок 11 – Динамика курса национальной валюты, внешнего долга и инвестиций в ОК России в 2019-2025 гг.

Финансовый счет в 2022 году сформировался с положительным сальдо в 227,1 млрд долл. США (в 2021 году – 124,1 млрд долл. США). Чистое кредитование мира зафиксировано примерно в равной мере за счет накопления иностранных

активов и снижения внешних обязательств. В 2022 году отток по ПИИ составил 26,7 млрд долл. США (в 2021 году 25,4 млрд долл. США), отток по портфельным инвестициям – 21,2 млрд долл. США (против 32,1 млрд долл. США годом ранее), а по ПФИ сформировался приток в размере 3,5 млрд долл. США (в 2021 году – приток 0,7 млрд долл. США). Основной вклад в отток капитала внесли прочие инвестиции – 189,9 против 3,7 млрд долл. США в 2021 году, что отражало резкое наращивание внешних требований резидентов. Резервные активы при этом сократились на 7,3 млрд долл. США (годом ранее они выросли на 63,5 млрд долл. США). В 2023 году положительное сальдо финансового счета (отток капитала) резко сократилось до 43,3 млрд долл. США на фоне нормализации платежного баланса после шокового 2022 года. Кредитование мира обеспечивалось в основном накоплением активов. ПИИ сформировали отток в 20,8 млрд долл. США, обусловленный преимущественно погашением долговых обязательств перед зарубежными структурами (включая выпуск замещающих облигаций). Отток по портфельным инвестициям составил 4,9 млрд долл. США за счет значительного снижения обязательств перед нерезидентами. Основной вклад в отток капитала внесли прочие инвестиции (+24,0 млрд долл. США), однако их отток значительно замедлился по сравнению с 2022 годом на фоне накопления средств на зарубежных счетах и роста торговой дебиторской задолженности из-за логистических сложностей. Динамика составляющих финансового счета России представлена на рисунке 12.



Источник: составлено автором по данным [44].

Рисунок 12 – Динамика финансового счета России за 2019-2025 гг.

Анализируя ситуацию, с которой Россия столкнулась в 2022 году, мы приходим к выводу, что к концу 2022 года перед российскими властями стояла беспрецедентная задача: в условиях частичной финансовой блокады, замороженных резервов, массового оттока иностранного капитала и технологической изоляции необходимо было предотвратить коллапс финансовой системы, обеспечить жизнеспособность экономики и создать новые механизмы внешнеэкономического взаимодействия, а также усиливать переговорные позиции с лидерами азиатских государств и заниматься поиском новых значимых партнеров [117]. Ответом стало введение жесткой протекционистской политики [52], а также комплекса чрезвычайных административных мер контроля за движением капитала, по своей жесткости и широте охвата не имеющего аналогов в мировой практике для крупной экономики.

Российский ответ был нацелен в основном на немедленное «ручное» перекрытие всех каналов оттока капитала и управление оставшимися финансовыми ресурсами нерезидентов в условиях санкционных ограничений.

Во-первых, были применены меры, влияющие на СТО и формирование устойчивого предложения валюты. Для ограничения спроса на валюту со стороны импортеров были введены жесткие лимиты на переводы текущих доходов (дивидендов, процентов) нерезидентам из «недружественных» стран.

Во-вторых, были введены ограничения на операции финансового счета для резидентов и нерезидентов. В отношении резидентов был введен фактический запрет на покупку иностранных ценных бумаг и инструментов, запрет на кредитование нерезидентов и ограничения на вывоз наличной иностранной валюты. Для нерезидентов из «недружественных» стран были введены запреты на перевод доходов и выручки от продажи активов, а также специальные режимы для счетов, через которые должны были проводиться многие операции, и ограничения на открытие и использование счетов.

В-третьих, для контроля над всеми трансграничными потоками была ужесточена система мониторинга и отчетности. Обязательная отчетность по зарубежным активам и счетам стала механизмом отслеживания движения капитала. Кроме того, ограничения на операции с наличной валютой устанавливают лимиты на снятие наличной валюты в зависимости от сроков ее приобретения и установлены

на уровне не более 10 тыс. долл. США [17]. Список основных механизмов контроля, примененных в России, представлен в таблице 9.

Таблица 9 – Основные используемые механизмы контроля в России в 2022-2024 гг.

Механизм контроля за МДК	Период использования механизма
Ограничения на операции с наличной валютой	2022 г. - настоящее время
Ограничения на вывод наличной иностранной валюты	2022 г. - настоящее время
Ограничения на перевод доходов (дивиденды, проценты) нерезидентам из «недружественных» стран	2022 г. - настоящее время Введены в марте 2022 г., действуют в избирательном порядке по разрешениям правительственной комиссии
Ограничения на покупку иностранных ценных бумаг и инструментов	2022 г. - настоящее время Введен в марте 2022 г., с некоторыми исключениями
Лимиты на кредитование нерезидентов	2022 г. - настоящее время Введен в отношении «недружественных» стран
Отчетность по зарубежным активам и счетам	2022 г. - настоящее время Ужесточена в рамках кампании по деофшоризации и контролю за капиталом
Ограничения на перевод выручки от продажи активов нерезидентами	2022 г. - настоящее время

Источник: составлено автором по материалам [20; 21].

Влияние этого комплекса мер на макроэкономические показатели было быстрым и действенным. С одной стороны, они достигли своей главной тактической цели – предотвратили финансовый коллапс. Паника на валютном рынке была подавлена, и курс рубля не только стабилизировался, но и аномально укрепился. Инфляционный пик 2022 года (11,9%) [21] оказался значительно ниже прогнозов, отчасти благодаря ограничению спроса на импорт и валюту. Финансовая система избежала банковской паники.

С другой стороны, меры имели долгосрочные последствия. Изъятие ПИИ и портфельных инвестиций постепенно снизилось, но они не были замещены впоследствии новыми инвестициями, о чем свидетельствует минимальное движение по данным статьям в 2023-2024 гг. Не удалось избежать и финансовой, и технологической изоляции, в том числе из-за ограниченного доступа к внешним рынкам капитала и ноу-хау.

Рост экономики в 2023-2024 годах (3,6% и 4,1% соответственно) [21] происходил на иной структурной основе – за счет госрасходов, оборонного заказа и импортозамещения [21], что ограничивает его устойчивость. Обобщенный опыт применения механизмов контроля за МДК в России в 2022-2024 гг. можно представить в таблице 10.

Таблица 10 – Опыт использования механизмов контроля за МДК в России в 2022-2024 гг.

Причины возникновения кризисной ситуации	Использованные меры контроля	Влияние на макроэкономические показатели
Обвал рубля и паника на валютном рынке; массовый принудительный отток иностранного капитала; риск банковского кризиса и спекуляций; необходимость мобилизации валюты в условиях заморозки резервов; санкционное давление на внешнюю торговлю	Ограничения на операции с наличной валютой; ограничения на вывод наличной иностранной валюты; ограничения на перевод доходов (дивиденды, проценты) нерезидентам из «недружественных» стран; ограничения на покупку иностранных ценных бумаг и инструментов; лимиты на кредитование нерезидентов; отчетность по зарубежным активам и счетам; ограничения на перевод выручки от продажи активов нерезидентами	Стабилизация и аномальное укрепление курса: среднегодовой курс укрепился с 74,3 (2021 г.) до 70,3 USD/RUB (2022 г.), пиковая инфляция сдержана на уровне 11,9% (2022 г.); контроль над оттоком, но прекращение притока: отток капитала взят под административный контроль; стабилизация финансового сектора: банковская система избежала кризиса ликвидности и массовых банкротств; формирование «мобилизационного» валютного пула: Обеспечение валюты для критического импорта и бюджета; снижение внешнего долга с ~30% до 18% ВВП (2022 г.) за счет выплат и невозможности рефинансирования; переориентация торговых потоков: смещение экспорта и импорта на восточные и южные направления, рост экономики вопреки санкциям: ВВП -1,2% (2022 г.), +3,6% (2023 г.), +4,1% (2024 г.); сохранение динамики роста инвестиций в ОК: от 2% до 9,8% в период 2023-2025 гг.

Источник: составлено автором по материалам [20; 21].

Таким образом, меры контроля за движением капитала в России в 2022-2024 годах представляли собой чрезвычайный инструмент экономической мобилизации в условиях беспрецедентного санкционного давления. Их эффективность с точки зрения краткосрочной стабилизации (курс, инфляция, финансовая система) оказалась высокой. Однако не удалось избежать и ряда

долгосрочных негативных последствий – международной изоляции, отказа от рыночных механизмов регулирования капитала и роста роли государства. Все это сформировало принципиально новую и жесткую модель регулирования потоков капитала. Рассмотренный опыт использования различных механизмов контроля можно обобщить в таблице Е.1.

Примеры использования механизмов контроля МДК в рамках реализации стратегических задач государственной экономической политики (*механизмы развития*).

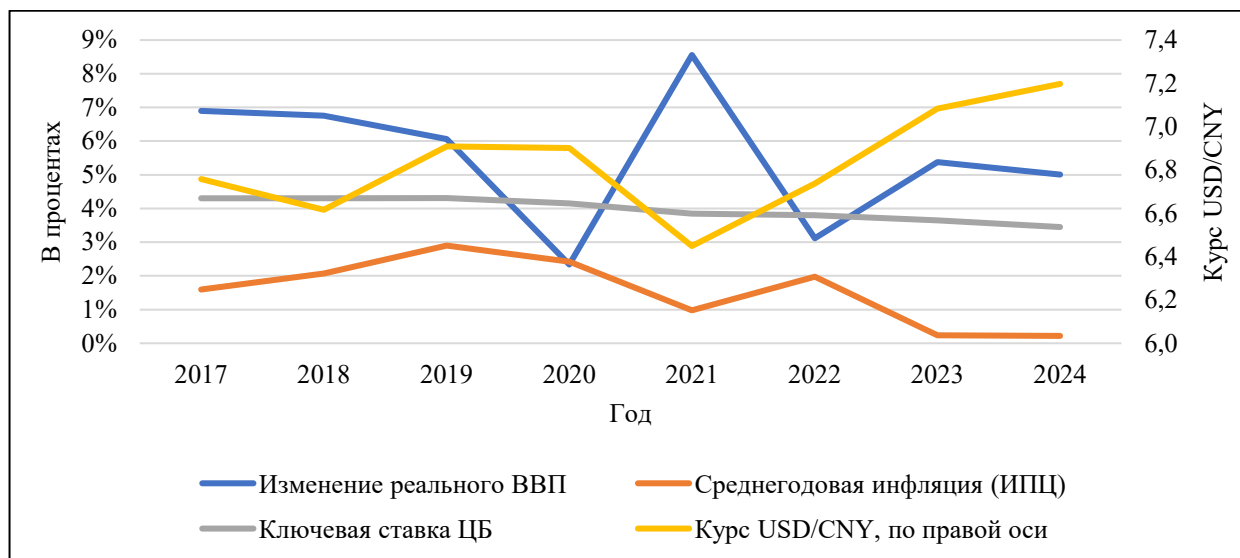
Китай.

В течение рассматриваемого периода (2010-2024 гг.) экономика Китая характеризовалась как крупнейшая развивающаяся экономика с управляемым плавающим валютным курсом, режимом денежно-кредитного таргетирования через агрегаты и высокой степенью государственного участия в финансовой системе. Для Китая основным системным вызовом выступила глобальная финансовая фрагментация, проявившаяся в эскалации геополитической напряженности, технологическом противостоянии с развитыми экономиками, санкционных рестрикциях и поступательной дивергенции национальных финансовых систем.

Эта ситуация сложилась как прямое следствие нескольких взаимосвязанных процессов. Во-первых, обострение отношений между Китаем и США привело к введению взаимных ограничений в торговле, инвестициях и обмене технологиями – и это наглядный пример того, как выглядит мировая финансовая фрагментация на практике. Во-вторых, ужесточение экспортного контроля со стороны западных стран затруднило доступ китайских компаний к современным технологиям и глобальным финансовым рынкам.

Если посмотреть на макроэкономические показатели того периода, видно, как экономика реагировала на эти вызовы. В 2021 году Китай довольно быстро оправился от пандемийного спада: рост ВВП составил 8,6%. Однако уже в 2022 году темпы роста замедлились до 3,1% – это минимальный показатель за последние десятилетия, если не считать кризисный 2020 год. Инфляция оставалась умеренной (около 2%), что позволяло проводить стимулирующую денежно-кредитную политику. Ключевая процентная ставка была снижена для поддержки

экономической активности. Динамика ключевых макроэкономических показателей представлена на рисунке 13.



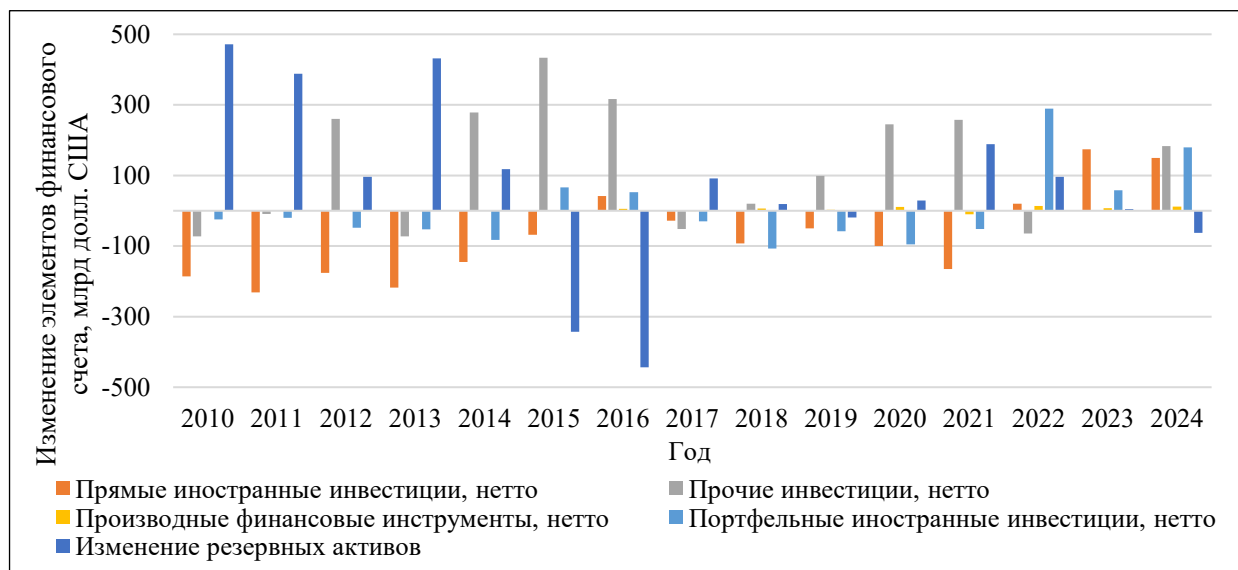
Источник: составлено автором по материалам [170; 205].

Рисунок 13 – Динамика ВВП, инфляции, ключевой ставки и курса национальной валюты Китая за 2017-2024 гг.

Давление на валютный курс стало заметным: курс юаня к доллару США ослаб с 6,37 в начале 2022 года до почти 7,20 к концу 2022 года, что отражало отток капитала и ухудшение внешнеэкономической конъюнктуры.

Китай является нетто-экспортером капитала. В период 2010-2024 гг. СТО Китая было положительным (чистое кредитование остального мира) почти за все годы за исключением 2017-2019 гг., причем особенно высокие значения достигнуты в 2024 году (462 млрд долл. США), 2022 году (354 млрд долл. США) и 2021 году (218 млрд долл. США). ПИИ волнообразны: с 2010 год по 2015 год отмечается их устойчивый чистый приток (от 69 до 232 млрд долл. США ежегодно). Прочие инвестиции в большинстве лет положительны (2012 г., 2014-2016 гг., 2019-2021 гг., 2023-2024 гг.), что указывает на чистый отток капитала в форме предоставления китайских кредитов нерезидентам, а также размещения средств на транзакционных счетах, причем особенно высокие значения зафиксированы в 2015 году (434 млрд долл. США) и 2016 году (317 млрд долл. США). Портфельные инвестиции на чистой основе привлекались с 2010 год по 2014 год и в 2017-2021 годах, в то же время в 2022 году наметился их чистый отток на 289 млрд долл. США, который продолжился в 2023-2024 годах, что связано с тенденцией распродажи китайских

акций и облигаций иностранными инвесторами. Динамика компонентов финансового счета представлена на рисунке 14.



Источник: составлено автором по материалам [170].

Рисунок 14 – Динамика финансового счета Китая за 2010-2024 гг.

В складывающихся условиях Китай предпринял усилия для стабилизации потоков капитала, направленные на достижение целей долгосрочного роста страны. В первую очередь Китай осуществил усиление механизмов предварительного одобрения транзакций и лицензирования в отношении иностранных инвестиций. В 2022 году Пекин существенно расширил перечень секторов, в которых иностранные инвестиции подлежат обязательной проверке на предмет соответствия критериям национальной безопасности. В данный реестр были добавлены критически значимые информационные технологии, биотехнологии, а также отрасли, сопряженные с обработкой персональных данных. Параллельно были ужесточены регуляторные требования к сделкам M&A с участием иностранных компаний. Кроме того, в качестве ответной меры на западные санкционные рестрикции Китай ввел экспортные ограничения на редкоземельные металлы, галлий и германий – стратегические ресурсы, обладающие критической значимостью для полупроводниковой и оборонной промышленности. Указанные меры, хотя формально и относятся к инструментарию экспортного контроля, по своей функциональной сущности коррелируют с отраслевыми ограничениями и

лицензированием ПИИ, поскольку они ограничивают доступ нерезидентов к стратегическим активам и ресурсной базе.

Во-вторых, Китай активно задействовал механизмы, сопряженные с усилением роли ЦВ и ЦФА. Страна заняла позицию одного из глобальных лидеров во внедрении цифрового юаня. К 2023 году эта цифровая валюта была апробирована в десятках городов-пилотов и использовалась для розничных платежей, трансграничных расчетов (в рамках экспериментальных проектов с Гонконгом и другими странами – участницами инициативы «Один пояс, один путь»), а также для выплаты заработной платы государственным служащим. Одновременно Китай ввел жесткие ограничения на оборот криптоактивов, включая запрет на транзакции с биткоином и другими необеспеченными токенами, а также на майнинг криптовалют. Эти меры были направлены на создание полностью контролируемой государством цифровой финансовой экосистемы, устойчивой к внешним шокам и санкциям.

В-третьих, Китай применял меры по управлению потоками капитала – ограничения на покупку иностранных ценных бумаг и лимиты на инвестиции за рубеж. В условиях оттока капитала и давления на юань власти ужесточили контроль за зарубежными инвестициями китайских компаний и граждан, введя дополнительные лимиты на покупку иностранных акций и облигаций, а также на переводы средств за рубеж. Одновременно, для снижения зависимости от доллара США в международных расчетах, Китай стимулировал использование национальных валют в двусторонней торговле, заключая соглашения с различными странами, и более того, юань все чаще стал использоваться в качестве инструмента диверсификации официальных резервов центральными банками по всему миру (например, центральными банками Германии, Великобритании, Швейцарии и так далее) [77]. Это не прямая мера контроля, а стратегический обход фрагментированной долларовой системы.

В-четвертых, Китай использовал запрет или ограничение на открытие счетов нерезидентами и ограничения на покупку местных ценных бумаг. Для ограничения притока «горячих денег» и спекулятивного капитала были ужесточены правила открытия счетов нерезидентами на межбанковском рынке облигаций и на фондовом рынке. Были введены лимиты на долю иностранного участия в отдельных

финансовых инструментах и требования к минимальному сроку владения. Список основных механизмов контроля, примененных в Китае, представлен в таблице 11.

Таблица 11 – Основные используемые механизмы контроля в Китае в 2015-2024 гг.

Наименование механизма	Контекст применения в Китае
Предварительное одобрение сделок	Расширение списков отраслей для проверки иностранных инвестиций
Лицензирование ПИИ нерезидентов	Ограничения на вывоз редкоземельных металлов и полупроводниковых материалов
Контроль над криптоактивами	Запрет майнинга и оборота криптовалют; внедрение цифрового юаня
Ограничения на покупку иностранных ЦБ	Контроль за зарубежными инвестициями резидентов
Ограничения на открытие счетов нерезидентами	Лимиты и требования к нерезидентам на финансовых рынках

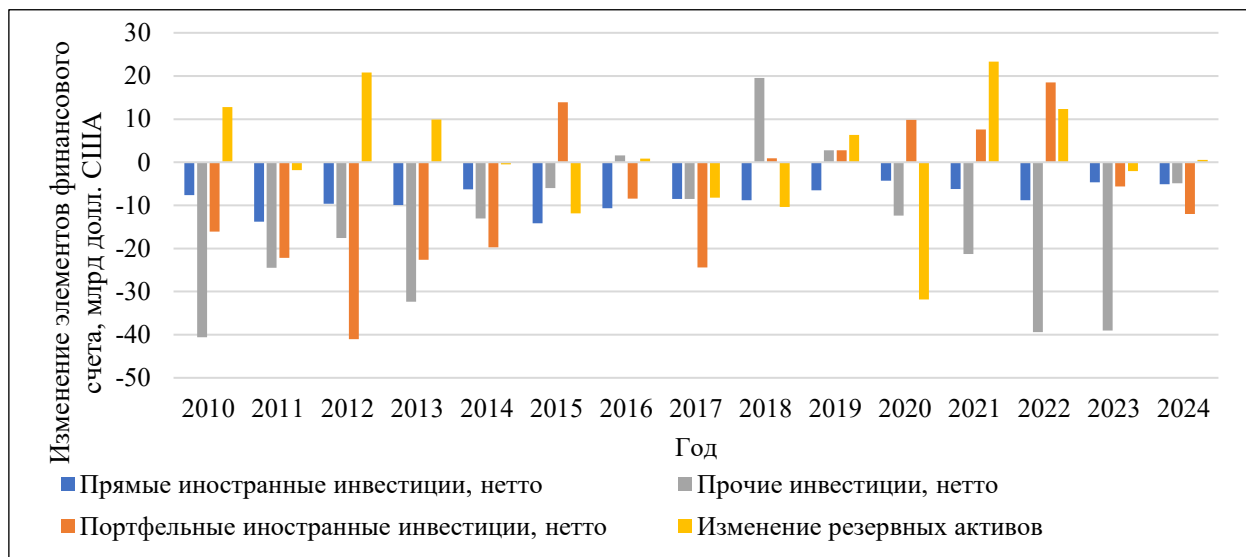
Источник: составлено автором по материалам [168].

Турция.

Турция на протяжении более чем полутора десятилетий находится в сложном экономическом положении, характеризующемся хронически высоким уровнем инфляции, устойчивым давлением на турецкую лиру и периодическими эпизодами оттока капитала. Длительная зависимость экономики от притока иностранного финансирования в сочетании с неоднократными периодами политической и геополитической нестабильности создала структурную уязвимость перед внешними шоками. В условиях мировой финансовой фрагментации, усилившейся после пандемии COVID-19 и ужесточения глобальных финансовых условий, эта уязвимость достигла критической отметки, вылившись в резкое ускорение инфляции до 72% в 2022 году и последовательное ослабление национальной валюты. В ответ на вызовы Центральный банк Турции на протяжении 2010-2024 годов активно перестраивал систему регулирования движения капитала, постоянно находясь в поиске баланса между жесткими ограничительными мерами, необходимыми для сдерживания долларизации и спекулятивных атак, и мягкими либерализационными шагами, направленными на поддержание инвестиционной активности и экономического роста. Характерной особенностью современной

ситуации является усиление вмешательства государств во внешнеторговую деятельность [112] и в ситуацию с МДК.

Турция является нетто-импортером капитала на протяжении почти всего рассматриваемого периода 2010-2024 годов. Динамика компонентов финансового счета представлена на рисунке 15.



Источник: составлено автором по материалам [170].

Рисунок 15 – Динамика финансового счета Турции за 2010-2024 гг.

Сальдо финансового счета оставалось отрицательным в 13 из 15 лет, причем наиболее сильный чистый приток зафиксирован в 2010, 2013 и 2023 годах (свыше 50 млрд долл. США), а положительные значения в 2018 и 2021 годах были незначительными. По ПИИ фиксируется устойчивый приток капитала от 4 до 14 млрд долл. США ежегодно. Прочие инвестиции (кредиты, депозиты, торговые кредиты) – основной канал привлечения внешнего капитала, особенно в 2010–2013 годах и 2021–2023 годах (до 40 млрд долл. США). В то же время по портфельным инвестициям после 2014 года систематически происходил чистый отток капитала (2015 год, 2018–2022 годы).

Основные меры контроля за МДК в Турции были направлены на охлаждение спекулятивного капитала и стимулирование привлечения в экономику долгосрочных инвестиций.

Начиная с 2021 года Центральный банк Турции активно использовал механизм повышенных резервных требований по валютным обязательствам банков.

В октябре и декабре 2021 года, а затем в течение 2022-2023 годов резервные требования по депозитам в иностранной валюте неоднократно повышались, причем ставки варьировались в зависимости от срока привлечения средств. Одновременно применялся механизм дифференциации резервных требований в зависимости от доли депозитов в турецких лирах в общем объеме обязательств банка. Банки с низкой долей лировых депозитов облагались дополнительными 500 базисными пунктами резервных требований, что стимулировало конверсию валютных сбережений в национальную валюту.

Кроме того, в качестве инструмента охлаждения спекулятивных потоков Центральный банк Турции активно манипулировал лимитами своп-операций. В период 2022–2024 годов неоднократно осуществлялось изменение лимитов на операции в сегменте валютных свопов. В частности, совокупный лимит своп-транзакций, проводимых посредством метода котирования, был снижен с 30% до 0,5% от совокупного лимита банковских транзакций на валютном рынке. Параллельно происходило ужесточение условий по своп-операциям с золотом, а также повышение ставок покупки и продажи по обеспечительным депозитам, номинированным в иностранной валюте.

Дополнительно были введены требования к обязательной репатриации части экспортной валютной выручки. В 2022 году норматив обязательной продажи был повышен до 40%, а затем, по мере посткризисной стабилизации макроэкономической конъюнктуры, в 2024 году снижен до 30%. По мере ослабления кризисных явлений и восстановления устойчивости валютного рынка турецкие регуляторные органы перешли к политике поэтапной либерализации, демонстрируя интенцию к поиску оптимального баланса между контролем трансграничных потоков и поддержанием открытости финансовой системы. В 2024 году было принято решение о снижении резервных требований по валютным депозитам: в сентябре норматив резервирования был снижен с 8% до 5%, а в ноябре – до 4%. Эти шаги отражали переход от экстренного администрирования к более гибкому регулированию, направленному на поддержку экспортеров и восстановление деловой активности. Список используемых в Турции механизмов контроля за МДК представлен в таблице 12.

Таблица 12 – Основные используемые механизмы контроля в Турции в 2010-2024 гг.

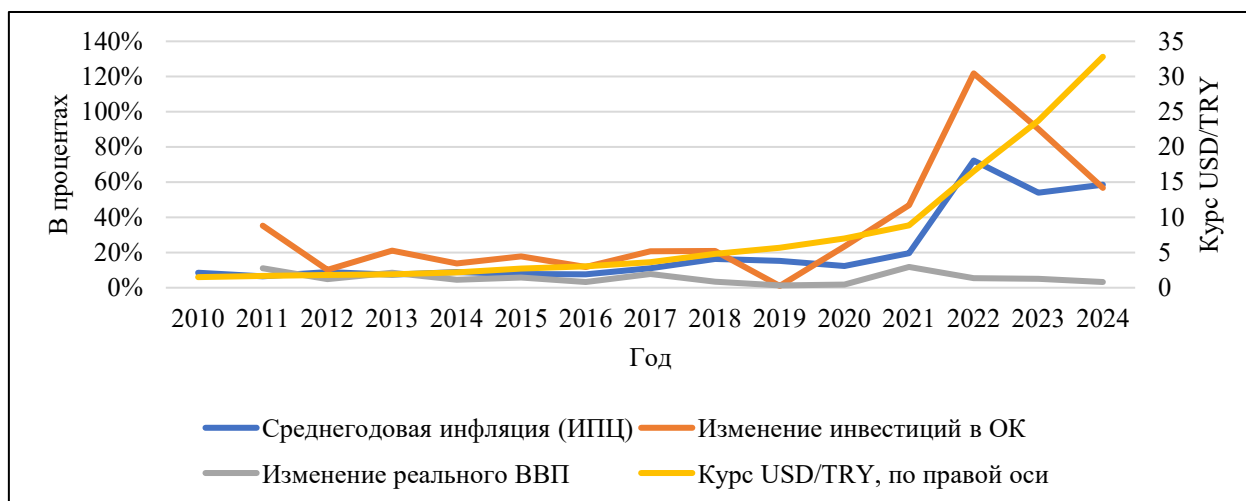
Наименование меры	Контекст применения в Турции
Запрет на валютные своп-операции с нерезидентами	Неоднократное снижение лимитов на операции на рынке валютных свопов (включая свопы с золотом) для ограничения спекулятивных операций и оттока ликвидности, в том числе снижение общего лимита своп-операций методом котирования с 30% до 0,5% от лимита транзакций банков
Резервный спецсчет (обязательное кредитование)	Введение дифференцированных резервных требований в зависимости от доли депозитов в турецких лирах, а также повышение ставок покупки и продажи по обеспечительным депозитам в иностранной валюте для удорожания спекулятивных операций
Повышенные резервные требования	Многократное повышение нормативов резервных требований по депозитам, номинированным в иностранной валюте
Ограничения на перевод доходов (дивиденды и других типов)	Введение и последующая корректировка требования об обязательной продаже части экспортной выручки (повышение до 40% в 2022 году с последующим снижением до 30% в 2024 году) для консолидации валютной ликвидности и поддержки резервов
Лимиты на инвестиции за рубеж	Ограничения на приобретение иностранных ценных бумаг и инвестиции резидентов за рубежом, включая ужесточение правил предоставления валютных кредитов резидентам, не имеющим валютной выручки

Источник: составлено автором по материалам [168].

Применение этих мер, особенно своевременное сочетание жестких резервных требований и последующей либерализации, оказало заметное влияние на макроэкономические показатели. Лучше всего это проявляется на динамике инвестиций в ОК, которые, несмотря на чрезмерно высокую инфляцию (более 70%), демонстрировали уверенный рост (в 2022-2023 годах выросли на 122% и 90% соответственно). Комбинация жестких административных мер по сдерживанию долларизации национальной экономики позволила смягчить тенденцию к бегству капитала, а также создать почву для удержания сбережений внутри экономики страны. Более того, как демонстрирует динамика инвестиций в ОК, сбережения направлялись в реальный сектор экономики через механизмы банковского кредитования.

Аналогичную тенденцию демонстрирует динамика ВВП, который после небольшого роста в 2019 году (+0,8% г/г) рос на более чем 5% в 2021-2023 годах, что представляет собой исключительно высокие показатели на фоне глобального экономического замедления. Динамика инфляции, хоть и оставалась одним

из основных системных вызовов для страны, продемонстрировала тенденцию к замедлению. С пиковых 72% годовых в 2022 году инфляция стала замедляться и к 2024 году снизилась до 59%. Хотя даже показатель 2024 года является относительно высоким, динамика все равно демонстрирует тенденцию к «охлаждению» перегретой экономики. Динамика показателей представлена на рисунке 16.



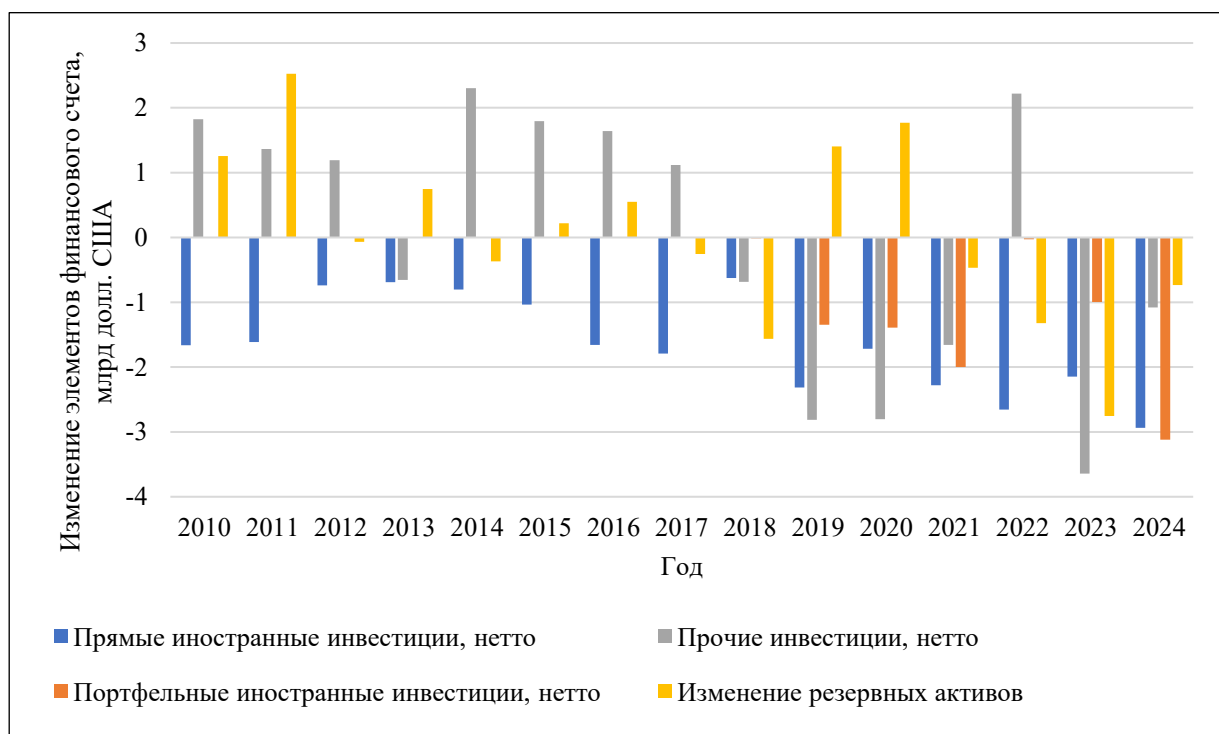
Источник: составлено автором по материалам [170; 203].

Рисунок 16 – Динамика ВВП, инфляции, ключевой ставки и курса национальной валюты Турции за 2010-2024 гг.

Узбекистан.

На протяжении длительного периода Узбекистан находится в сложном экономическом положении, что требует от властей постоянного поиска баланса между жесткими и мягкими мерами регулирования МДК. Основные проблемы страны в этой сфере традиционно связаны с высоким инфляционным давлением, рисками бегства капитала, наличием параллельного и черного рынков валюты, а также необходимостью стимулирования притока ПИИ при одновременном сдерживании спекулятивных операций. В ответ на эти вызовы республика последовательно, хотя и неравномерно, трансформировала систему механизмов контроля за МДК, стремясь удержать ликвидность внутри страны, не допустить резкого ослабления национальной валюты и при этом создать более предсказуемые условия для инвесторов.

Узбекистан на протяжении почти всего рассматриваемого периода 2010–2024 годов выступал как нетто-импортер капитала. СТО был в основном отрицательным, наиболее значительный приток иностранного капитала наблюдался в 2023–2024 годах (9,5 и 7,9 млрд долл. США соответственно), а также в 2021 году (6,4 млрд долл. США); отток капитала происходил в 2010–2012 годах, 2014–2016 годах. По ПИИ отмечался устойчивый приток капитала. Портфельные инвестиции были незначительными до 2019 года (от 1 до 13 млн долл. США), однако с 2019 года приток вырос (до почти 3 млрд долл. США в 2024 году). С 2018 года устойчиво растет приток прочих инвестиций, в основном в форме привлечения иностранных кредитов. Динамика компонентов финансового счета Узбекистана представлена на рисунке 17.



Источник: составлено автором по материалам [170].

Рисунок 17 – Динамика финансового счета Узбекистана за 2010–2024 гг.

Основными задачами регулирования МДК в рамках механизмов развития являлись трансформация структуры притока капитала в пользу долгосрочных источников развития и ограничение оттока национального капитала за рубеж.

С начала 2010-х Узбекистан постепенно отказывался от наиболее жестких антикризисных мер в пользу механизмов развития. В период 2017–2018 годов были последовательно отменены два ключевых регуляторных требования: обязательная репатриация валютной выручки экспортерами и предварительная регистрация экспортно-импортных контрактов в банковских учреждениях, что объективно ослабило степень прямого административного давления на участников внешнеэкономической деятельности. Одновременно с этим национальные регуляторы осуществляли точечное ужесточение по отдельным каналам капитальных трансакций, например, в 2020 году было введено обязательное декларирование и предъявление наличной валюты на таможне при превышении порога в 70 млн сумов. Эта операция является аналогом количественных ограничений на операции с наличной валютой, что существенно снижает вероятность бесконтрольного вывоза валюты за рубеж.

В 2022 году были снижены штрафы за невыполнение требования о репатриации активов за рубежом. Эта мера отражает тот факт, что регулятор попытался смягчить санкционное давление на компании и физические лица, не выполняющие законодательное требование, при этом стараясь не потерять контроль над ситуацией.

Более того, с 2021 года в стране действовал уведомительный порядок совершения трансграничных сделок, а также механизм обязательного предварительного лицензирования сделки по приобретению более 5% в уставном капитале банка.

Кроме того, в 2019-2020 годах ужесточили требования к открытию зарубежных счетов. Теперь юридические лица-резиденты обязаны уведомлять налоговые органы и Центральный банк об открытии или закрытии таких счетов, а также ежеквартально отчитываться об остатках и движении средств по ним. Также с 2020 года действуют правила, разрешающие операции с криптоактивами только через национальных провайдеров, что закрывает еще один канал неконтролируемого трансграничного перемещения капитала. В таблице 13 можно обобщенно представить опыт использования механизмов контроля в Узбекистане.

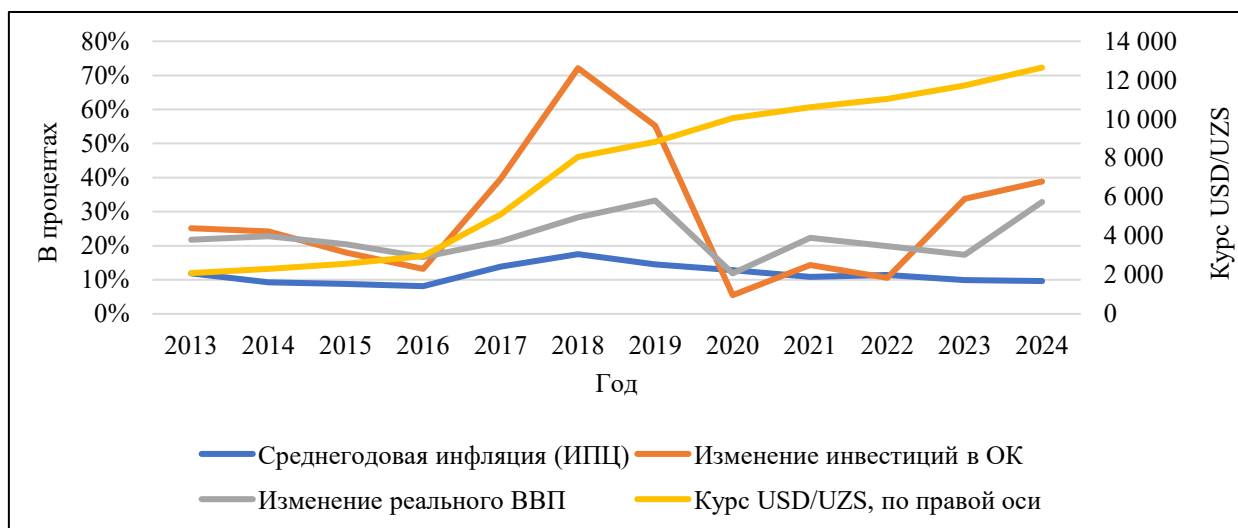
Таблица 13 – Основные используемые механизмы контроля в Узбекистане в 2010-2024 гг.

Наименование меры	Контекст применения в Узбекистане
Ограничения на операции с наличной валютой	С 2020 года введено обязательное декларирование и предъявление таможенному инспектору наличной валюты при превышении эквивалента 70 млн сумов
Ограничения на вывод наличной валюты	Установлен лимит вывоза наличной валюты физическими лицами в эквиваленте 100 млн сумов; превышение возможно только в исключительных случаях
Предварительное одобрение сделок	Приобретение 5% и более в уставном капитале банка (физическими или юридическими лицами, включая нерезидентов) требует предварительного разрешения Центрального банка Узбекистана
Лицензирование ПИИ нерезидентов	Для получения статуса предприятия с иностранными инвестициями требуется минимальный уставный капитал от 50 тыс. долл. США, доля иностранного инвестора – не менее 15%
Ограничения на перевод доходов (дивиденды и других типов)	Репатриация дивидендов и других доходов нерезидентов осуществляется в рамках общего валютного контроля
Лимиты на инвестиции за рубеж	Инвестиционная деятельность за пределами Узбекистана на сумму свыше 10 тыс. долл. США допускается только по решению правительства
Ограничения на покупку иностранных ЦБ	Размещение и обращение за рубежом ценных бумаг резидентов, в которых государство имеет долю и которые имеют стратегическое значение, подлежат предварительному рассмотрению уполномоченной комиссией (до 2018 года)
Ограничения на открытие счетов нерезидентами	Нерезиденты могут открывать счета в национальной и иностранной валюте в коммерческих банках Узбекистана, но их операции ограничены (например, зачисление средств только от разрешенных видов деятельности – продажи акций на организованных торгах, дивидендов)

Источник: составлено автором по материалам [168].

Применение указанных механизмов в разные периоды оказало заметное влияние на макроэкономические показатели, хотя эффект был не всегда линейным. С 2017–2018 годов после отмены обязательной продажи валютной выручки и упрощения регистрации контрактов рост инвестиций в ОК ускорился: в 2017 году он составил 72% год к году, в 2018 году – 55%, что во многом стало результатом снижения административных барьеров для входящих потоков. Однако высокая инфляция оставалась проблемой: в 2017 году выросла до 14%, в 2018 – до 18%, что отчасти было связано с либерализацией валютного рынка. В ответ на это власти в 2020 году ввели более жесткие правила декларирования наличной валюты, что помогло ситуации стабилизироваться, и к 2020–2021 годам инфляция снизилась до

13% и 11% соответственно. В 2021–2023 годах, несмотря на сохранение инфляции на уровне 10–11%, удалось добиться устойчивого роста инвестиций в ОК – 34% в 2022 году и 39% в 2023 году. Этому способствовало, в частности, введение в 2021 году порога для просроченной дебиторской задолженности (не более 10% от валютной выручки за 36 месяцев), что представляет собой мягкий лимит на отвлечение средств. Динамика макроэкономических показателей Узбекистана представлена на рисунке 18.

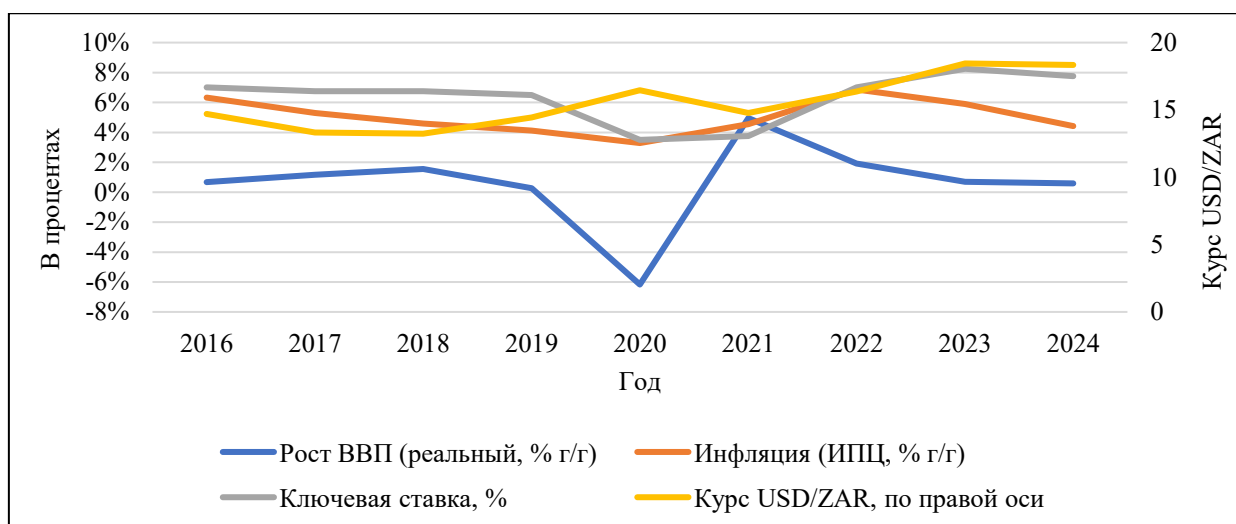


Источник: составлено автором по материалам [170; 203].

Рисунок 18 – Динамика ВВП, инфляции, ключевой ставки и курса национальной валюты Узбекистана за 2013-2024 гг.

Южно-Африканская Республика.

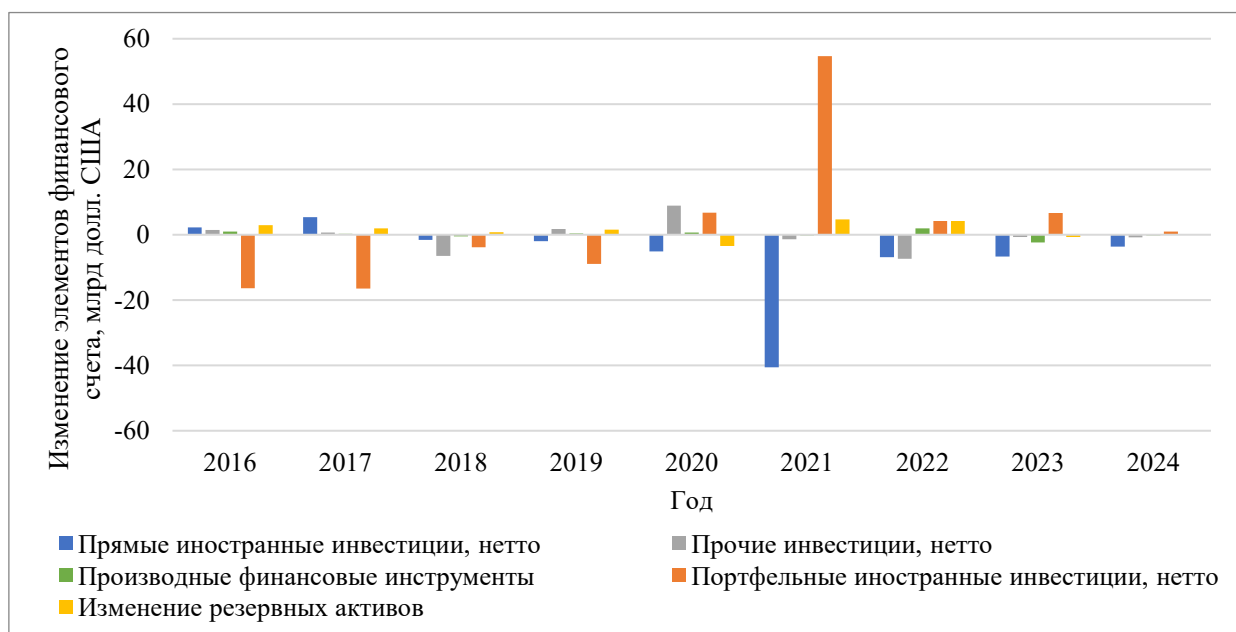
Положение Южно-Африканской Республики (далее – ЮАР) на протяжении длительного периода было неустойчивым, оно усугубляется значительными проблемами в сфере МДК. Ключевой проблемой является массовый отток портфельных инвестиций: с 2020 по 2024 год иностранные инвесторы сократили свои вложения в ЮАР на 73 млрд долл. США. Этот отток, усугубленный политической неопределенностью после потери суверенного рейтинга, создает постоянное давление на курс национальной валюты – ранда, который с 2018 года обесценился на 47% по отношению к доллару США. Динамика ключевых показателей ЮАР представлена на рисунке 19.



Источник: составлено автором по материалам [170; 203].

Рисунок 19 – Динамика ВВП, инфляции, ключевой ставки и курса национальной валюты ЮАР за 2016-2024 гг.

Динамика элементов финансового счета отражает уязвимость экономики к внешним шокам. ПИИ вплоть до 2019 года неустойчивы и невелики по объему, однако с 2019 года начинают устойчиво расти под влиянием политики количественного смягчения со стороны развитых стран. Портфельные инвестиции неустойчивы, рекордный отток зафиксирован в 2021 г. в размере 54,7 млрд долл. США. Прочие инвестиции и ПФИ вносят относительно небольшой вклад в динамику потоков капитала. Динамика элементов финансового счета представлена на рисунке 20.



Источник: составлено автором по материалам [170].

Рисунок 20 – Динамика финансового счета ЮАР за 2016-2024 гг.

Основными задачами регулирования МДК в ЮАР являлось стимулирование долгосрочных инвестиций в экономику страны, ограничение притока спекулятивного капитала и вывоза национального капитала за рубеж.

Одним из самых важных механизмов, использовавшихся в ЮАР, является установление лимитов на зарубежные инвестиции для резидентов. Данный лимит был повышен с 30% до 45% Министерством финансов ЮАР в 2022 году, что, с одной стороны, спровоцировало новую волну вывода капитала, с другой стороны, еще больше упорядочило уже существовавшие потоки. Для отслеживания движения средств активно использовалось уведомление о сделках и система предварительного одобрения, особенно когда речь идет о крупных трансграничных переводах. Кроме того, за последние пять лет подразделение финансового надзора Резервного банка Южной Африки (англ. South African Reserve Bank, далее – SARB) выдало более 300 ордеров на конфискацию средств за нарушения валютного законодательства. Это хороший пример того, как на практике применяются ограничения на перевод выручки от продажи активов и меры по борьбе с незаконным вывозом капитала [168]. Отдельного внимания заслуживает подход к регулированию криптоактивов. Верховный суд ЮАР постановил, что криптовалюты не подпадают под определение «капитала», закрепленное в законодательстве 1961 года. Однако SARB де-факто контролирует их трансграничное движение [168].

Влияние всего этого комплекса мер на макроэкономическую ситуацию оказалось неоднозначным, особенно на фоне непростых глобальных и внутренних условий. Ужесточение контроля при одновременном повышении лимитов на вывоз капитала не смогло переломить тенденцию к стабильно низкому росту ВВП: в 2023 году рост составил всего 0,7%, а в 2024-м году 0,6%. Впрочем, в отдельные периоды меры по стабилизации потоков давали положительный эффект. Например, несмотря на отток иностранного капитала с рынка акций, облигации ЮАР сохранили свою привлекательность для нерезидентов. В 2023–2024 годах в государственные облигации удалось привлечь 185 миллиардов рандов. Этому способствовали высокие реальные процентные ставки и относительная макроэкономическая стабильность, достигнутая в том числе за счет последовательной политики таргетирования инфляции (снижение с 6,9% в 2022 году до 4,4% в 2024-м) и сохранения независимости SARB.

Тем не менее совокупный объем иностранных инвестиций в экономику ЮАР остается довольно низким. Страна фактически балансирует между жесткими методами сдерживания оттока капитала и либерализацией входящих потоков. В таблице 14 представлен опыт использования механизмов контроля в ЮАР.

Таблица 14 – Основные используемые механизмы контроля в ЮАР в 2010-2024 гг.

Наименование меры	Контекст применения в ЮАР
Уведомление о сделках	Резиденты и нерезиденты обязаны уведомлять SARB о крупных трансграничных переводах и сделках с иностранными активами в рамках валютного контроля
Предварительное одобрение сделок	Для осуществления определенных категорий трансграничных платежей (в том числе иностранным кредиторам) требуется предварительное разрешение SARB, что подтверждается судебными делами
Контроль над криптоактивами	Несмотря на решения суда о том, что криптовалюты не являются «капиталом» по законам 1961 года, SARB де-факто регулирует их переводы за рубеж
Лимиты на инвестиции за рубеж	В 2022 году Министерство финансов ЮАР увеличило лимит на зарубежные инвестиции для резидентов с 30% до 45% от их активов, что легализовало часть исходящих потоков
Запрет на хранение активов за рубежом	Действуют ограничения на вывоз капитала и хранение активов за границей
Отчетность по зарубежным активам	Обязательная отчетность по счетам, открытым в иностранных банках
Ограничения на перевод выручки от продажи активов	SARB выдало более 300 ордеров на конфискацию средств за нарушения валютного регулирования

Источник: составлено автором по материалам [168].

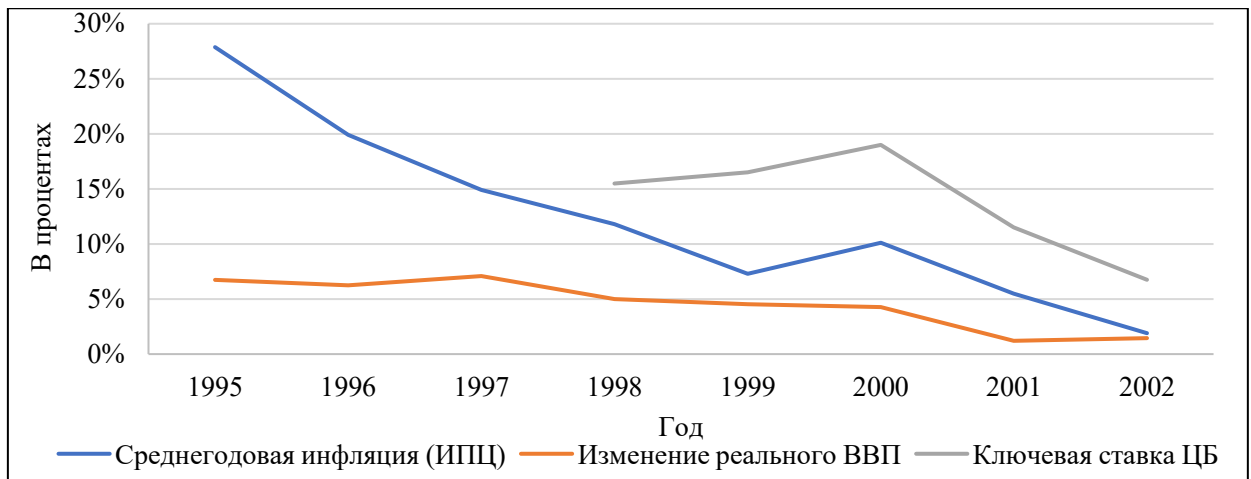
Польша.

Польша, как одна из наиболее успешных стран с переходной экономикой, в 1990-е годы столкнулась с комплексом уникальных вызовов, связанных с трансформацией от плановой к рыночной системе. В течение рассматриваемого периода (1994-2000 гг.) экономика Польши характеризовалась как переходная (переход от закрытой), с различными режимами курса (от фиксированного к плавающему), развивающимся национальным финансовым рынком, дефицитом СТО и положением периферийной экономики в системе МРТ, специализирующейся на экспорте продукции средней сложности. В отличие от кризисных ситуаций в Аргентине и Индонезии, вызванных острыми дисбалансами, ключевой вызов для Польши заключался в построении с нуля рыночных институтов, обеспечении

макроэкономической стабилизации и управлении интеграцией в глобальную финансовую систему при высокой исходной инфляции и отсутствии опыта работы в новых условиях. Ранний период трансформации (до 1995 года) характеризовался крайней нестабильностью: проводилась деноминация злотого (1995 год) для упрощения расчетов после периода гиперинфляции, шла масштабная приватизация, формировалась банковская система. В связи с этим фокус внимания смещается на временной интервал после 1995 года, когда национальная экономика вышла на траекторию поступательного роста, однако сохраняла высокую степень уязвимости к экзогенным шокам вследствие возрастающей открытости и наличия проблем переходного периода.

Ключевыми системными вызовами для Польши в рассматриваемый период выступили: 1) необходимость дальнейшего подавления хронически высокой инфляции, унаследованной от этапа шоковой терапии; 2) управление растущим, но нестабильным притоком капитала, способным генерировать перегрев экономической конъюнктуры и формирование спекулятивных пузырей; 3) защита формирующейся банковской системы от валютных рисков, ассоциированных с долларизацией экономики и потенциальными резкими флуктуациями курса национальной валюты (злотого); 4) предотвращение чрезмерной аккумуляции внешнего долга частным сектором, который активно наращивал заимствования за рубежом в условиях относительно более низких иностранных процентных ставок [180].

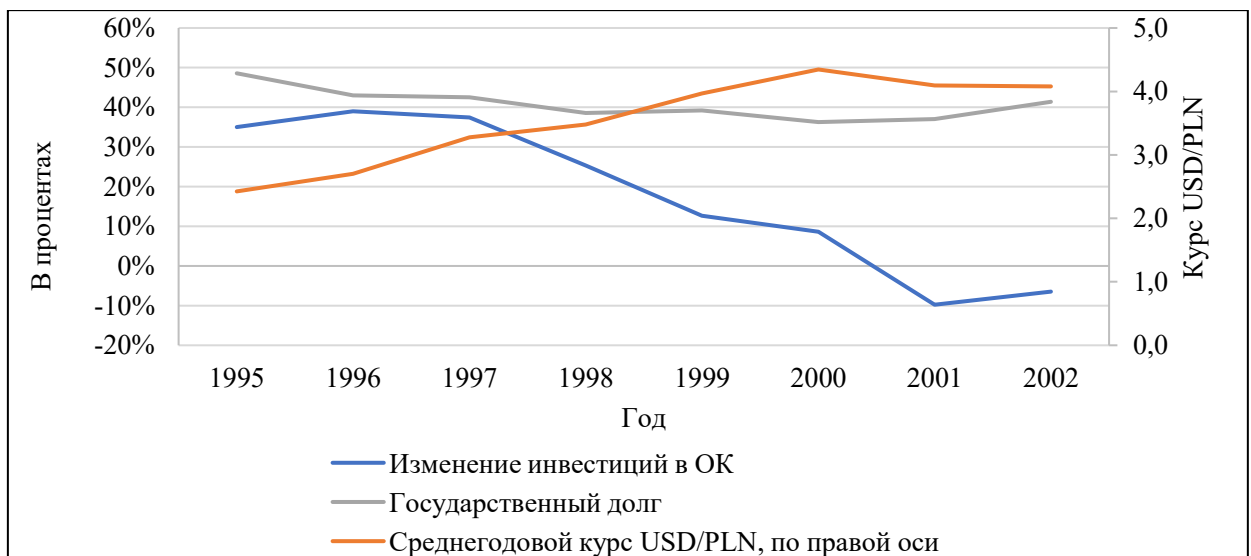
Динамика ключевых макроэкономических индикаторов в 1995–1996 годах демонстрирует успешное решение первой из перечисленных задач. После болезненной стабилизации начала 1990-х годов экономика Польши вышла на траекторию ускоренного роста: реальный ВВП увеличился на 6,7% в 1995 году и на 6,2% в 1996 году. Параллельно продолжалась успешная борьба с инфляционной динамикой: уровень инфляции снизился с 27,9% в 1995 году до 19,9% в 1996 году. Динамика этих показателей представлена на рисунке 21.



Источник: составлено автором по материалам [170; 203].

Рисунок 21 – Динамика инфляции, ВВП и ключевой ставки Польши в 1995-2002 гг.

Одновременно с ростом и снижением инфляции формировались вызовы, связанные с открытостью экономики. Государственный долг страны в процентах к ВВП продолжал устойчиво снижаться – с 48,6% в 1995 году до 43% в 1996 году. Однако стали расти частные внешние заимствования. Инвестиции в ОК демонстрировали бум, увеличившись на 35% в 1995 году и на 39% в 1996 году [170], чему способствовал как приток иностранного капитала, так и рост внутренних сбережений. Важным фактором поддержания конкурентоспособности растущего экспорта стало планомерное ослабление национальной валюты в рамках политики управляемого плавания: курс злотого увеличился с 2,4 в 1995 году до 2,7 злотых за доллар США в 1996 году. Динамика этих показателей представлена на рисунке 22.

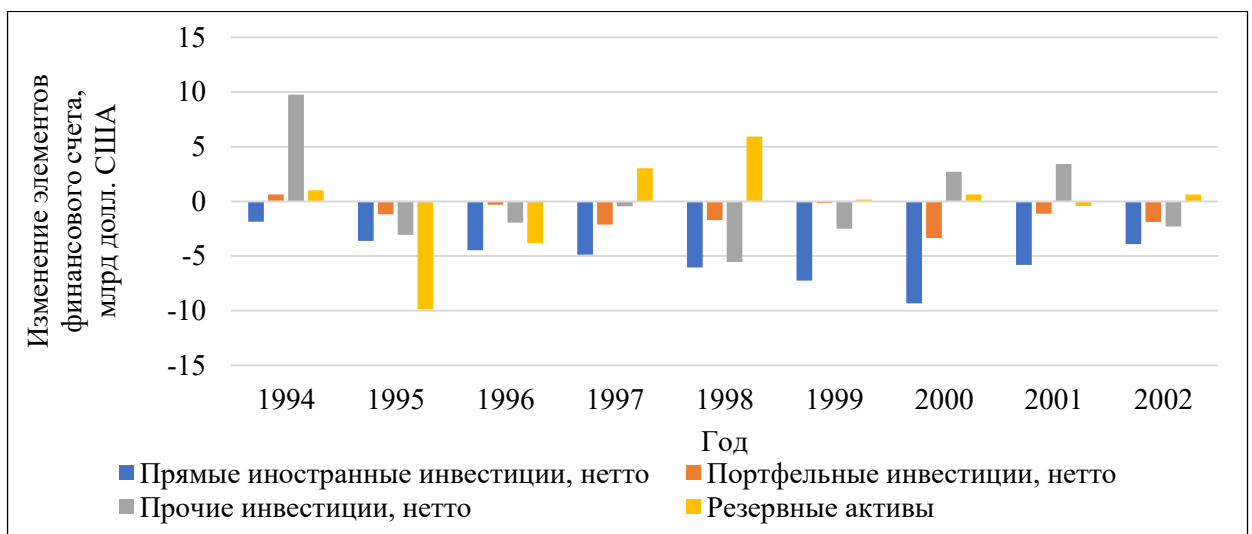


Источник: составлено автором по материалам [170; 203].

Рисунок 22 – Динамика курса национальной валюты, внешнего долга и инвестиций в ОК Польши в 1995-2002 гг.

В финансовом счете в 1995-1996 годах наблюдался стабильный приток прямых иностранных инвестиций (не менее 3,6 млрд долл. США ежегодно). Эти инвестиции были ключевым источником модернизации экономики, технологий и устойчивого долгосрочного финансирования.

Портфельные инвестиции относительно невелики (увеличение обязательств в пределах 1,2 млрд долл. США в год), что свидетельствовало о недостаточной емкости фондового рынка. За счет притока иностранного капитала наращивались резервные активы. Динамика составляющих финансового счета Польши представлена на рисунке 23.



Источник: составлено автором по материалам [170].

Рисунок 23 – Динамика финансового счета Польши в 1994-2002 гг.

Таким образом, к 2000 году Польша успешно преодолела фазу острого трансформационного кризиса, но встала перед новым комплексом задач: необходимо было управлять экономическим ростом, трансформировать привлеченный капитал во внутренние инвестиции, предотвращать накопление чрезмерных рисков в банковской системе и противодействовать потенциальным внешним шокам.

Для решения проблем переходного периода польские власти сделали ставку не на чрезвычайные ограничения, а на прагматичный и селективный набор регуляторных мер. Главная задача была в том, чтобы создать институциональные основы для управления капиталом, что сочетало в себе либерализацию с отдельными контрольными механизмами, а также пункты стратегии будущего вступления Польши в ЕС. Внедрялись меры, затрагивающие банковский сектор и финансовый

счет. Ключевой из них стало введение жестких лимитов на открытую валютную позицию коммерческих банков. Для еще только формировавшейся банковской системы, которая не умела управлять валютными рисками, это было критически важно, так как такая мера защищала банки от последствий резких колебаний курса злотого по отношению к мировым валютам, прежде всего к доллару США.

Также принимались меры, направленные на валютные операции корпораций. Чтобы сдержать рост внешней задолженности частного сектора и управлять притоком спекулятивного капитала, власти установили ограничения на получение иностранных кредитов резидентами, а также на предоставление кредитов нерезидентам. Кроме того, для поощрения эффективных инвестиций практиковалось лицензирование прямых иностранных инвестиций в чувствительных секторах экономики. Также применялись повышенные резервные требования от операций с ценными бумагами, что снижало привлекательность краткосрочных спекулятивных продаж. Список основных механизмов контроля, примененных в Польше, представлен в таблице 15.

Таблица 15 – Основные используемые механизмы контроля в Польше в 1995-2002 гг.

Механизм контроля за МДК	Период использования механизма
Лицензирование ПИИ нерезидентов	1995 г. - на постоянной основе
Повышенные резервные требования	1995 г. – 2000 г.
Лимиты на кредитование нерезидентов	1995 г. – 2002 г. (постепенная либерализация)

Источник: составлено автором по материалам [84; 163].

Влияние этого комплекса мер в сочетании с общей макроэкономической стабильностью стало особенно заметно в период после 1998 года. Польша избежала рецессии, инфляция снизилась до 1,9% в 2002 году, что позволило резко снизить ставку Национального Банка Польши с 19% в 2000 до менее 7% в 2002. Курс злотого, после периода планового ослабления до 4,3 злотых за доллар США в 2000 году, стабилизировался и начал укрепляться, достигнув 4,1 злотых за доллар США в 2002 году, что отражало рост доверия к экономике. Внешний долг к ВВП колебался в диапазоне 36-41% [170]. Показательно, что в финансовом счете приток ПИИ

оставался устойчивым даже в беспокойные 1999-2000 годы (более 5 млрд долл. США в год), а волатильность портфельных инвестиций (отток в 2000 г. на фоне краха доткомов) не привела к кризису благодаря наличию ограничительных буферов и контролю за банковскими рисками. Обобщенный опыт применения механизмов контроля за МДК в Польше в 1995-2002 гг. можно представить в таблице 16.

Таблица 16 – Опыт использования механизмов контроля за МДК в Польше в 1995-2002 гг.

Причины возникновения кризисной ситуации	Использованные меры контроля	Влияние на макроэкономические показатели
Уязвимость банковской системы к валютным рискам; риск чрезмерного роста внешнего долга частного сектора; управление притоком капитала и защита стратегических активов; нелегальный отток капитала и необходимость мониторинга	Лицензирование ПИИ нерезидентов Ограничения на перевод доходов (дивиденды, проценты, роялти) Лимиты на кредитование нерезидентов	Повышение устойчивости: банковская система избежала кризиса в 1998-1999 гг. на фоне сильных колебаний курса; контроль над долгом: государственный долг к ВВП оставался стабильным, в диапазоне 36-42% в 1997-2002 гг., без спирального роста; селективный приток: устойчивый приток ПИИ (рост с 3,6 млрд долл. США до 9,3 млрд долл. США в 1995-2000 гг.) при сглаживании спекулятивной волатильности портфельных инвестиций; положительная динамика по привлечению инвестиций в ОК в период 1994-2002 гг.

Источник: составлено автором по материалам [84; 163; 170].

Таким образом, меры контроля за движением капитала в Польше в 1995-2002 годах представляли собой инструмент планомерного построения институтов регулирования, а не реакцию на острый кризис. Они были частью комплексной стратегии, включавшей жесткую монетарную политику, бюджетную дисциплину и последовательную интеграцию в европейские структуры. Этот подход позволил Польше не только избежать дестабилизирующих шоков, характерных для многих переходных экономик, но и создать фундамент для устойчивого роста и успешного вступления в ЕС в 2004 году.

Анализ практики применения механизмов контроля за движением капитала в странах антикризисного блока (Аргентина, Бразилия, Индонезия, Россия) подтверждает, что в условиях острого кризиса платежного баланса и бегства

капитала чрезвычайные административные меры выступают эффективным инструментом краткосрочной стабилизации.

Наиболее показателен опыт России 2022–2024 годов, где в условиях беспрецедентного санкционного давления комплексный набор механизмов контроля (запрет конвертации, ограничения на вывоз валюты, регулирование операций нерезидентов) позволил достичь высокой эффективности – стабилизировать валютный курс, сдержать инфляцию и предотвратить коллапс финансовой системы. При этом, как показывает пример Аргентины, длительное использование чрезвычайных мер без своевременной адаптации может порождать новые искажения (черный рынок валюты).

В свою очередь, страны блока развития (Китай, Турция, Узбекистан, ЮАР, Польша) демонстрируют, что контроль за движением капитала может быть не только антикризисным, но и инструментом планомерной структурной политики – от интеграции цифрового юаня в Китае до стимулирования инвестиций через резервные требования в Турции и последовательной либерализации в остальных странах. Общий вывод заключается в том, что эффективность контроля за движением капитала определяется не самим набором мер, а их соответствием фазе экономического цикла, институциональной зрелости страны, специфике финансовых систем национальной экономики и способности регулятора своевременно модифицировать инструментарий.

При этом дополнительно отметим, что российский пример доказывает, что даже в условиях жестких внешних шоков грамотно выстроенная система контроля способна обеспечить макроэкономическую стабильность.

2.2 Подходы к выбору механизмов контроля за движением капитала международными финансовыми организациями

МФИ вовлечены в регулирование МДК на основании своих международных мандатов. На протяжении последних десятилетий взгляды МФИ по вопросу контроля за движением капитала менялись. В частности, глубоко пересмотрена позиция МВФ в отношении необходимости регулирования движения капитала. Однако в текущих условиях, на фоне значительной волатильности на рынке

капитала, позиция МФИ в целом консолидировалась вокруг мнения о необходимости регулирования потоков капитала. В противном случае это может негативно сказаться на финансовой стабильности, а также подорвать экономический суверенитет государств [141]. Далее будут рассмотрены подходы к выбору механизмов контроля за движением капитала со стороны «Группы двадцати», МВФ, ОЭСР, Совета по финансовой стабильности (далее – СФС), а также ООН.

Позиция «Группы двадцати» по регулированию МДК сформирована после кризиса 2008-2009 годов. Эксперты «Группы двадцати» внесли предложения по механизмам, которые могут использоваться государствами для контроля или ограничения перемещения капитала [100]. В частности, предложено три основных уровня, использование которых должно рассматриваться в зависимости от ситуации в национальной экономике.

Первый уровень предполагает использование официальных валютных резервов. Монетарные власти могут интервенциями на рынке сглаживать чрезмерные колебания курса, вызванные притоком или оттоком капитала, выступая в качестве буфера.

Второй уровень – это корректировка обменного курса национальной валюты (девальвация или ревальвация) в ответ на устойчивые дисбалансы. Эта мера, являясь рыночно-ориентированной, направлена на автоматическую корректировку объемов и направления трансграничных потоков.

Если два предыдущих уровня не смогли принести желаемый результат, «Группа двадцати» рекомендует переходить к третьему уровню регуляторной защиты, а именно к прямым административным механизмам контроля за МДК. Этот этап предполагает широкий перечень мер, начиная от обязательного резервирования по трансграничным операциям, заканчивая получением предварительного разрешения на проведение сделок. Такие механизмы направляю влияют на объем операций, так как могут существенно удорожить их.

Подытоживая, подход «Группы двадцати» основан на трехступенчатой эскалации: от мягких инструментов, до жестких административных ограничений на МДК.

Помимо «Группы двадцати», активную работу по разработке универсальных механизмов регулирования МДК проводил и МВФ. Важно отметить, что «Группа

двадцати» и МВФ часто объединяли свои усилия в данной деятельности. По результатам саммитов «Группы двадцати», включая 2015, 2018 годы и другие, особо отмечалась роль организации как центра сетевого взаимодействия, способствующего достижению финансовой стабильности с учетом интересов стран с разным уровнем экономического развития благодаря практикам инклюзивности [100].

В 2012 году МВФ официально закрепил возможность введения мер контроля за движением капитала, тем самым легитимизировав возможность введения ограничительных мер для трансграничных финансовых потоков. До этого момента, на протяжении десятилетий, политика Фонда строилась на приоритете полной открытости национальных экономик для иностранных финансов, вне зависимости от уровня их развития. Так, статьями VIII и XIV Статей соглашения МВФ от 1944 года изначально закреплялся принцип свободы движения капитала, а временные ограничения допускались лишь для стран с переходной экономикой.

Однако к началу второго десятилетия XXI века в МВФ пришли к выводу, что финансовая глобализация, несмотря на ее положительные черты, может оказать разрушительное воздействие на макроэкономическую стабильность, провоцировать валютные кризисы и экономические дисбалансы, нередко наносящие непоправимый ущерб национальным экономическим системам, как было рассмотрено в первой главе. Такие риски особенно высоки в условиях слабой развитости рыночных институтов и недостаточной устойчивости стран к внешним шокам. Данный «поворот» в оценке Фондом последствий МДК стал прямым результатом мирового финансово-экономического кризиса 2008–2009 годов. Основными документами, в которых МВФ оформил этот концептуальный поворот, являются: 1. Многосторонние аспекты политики, влияющей на потоки капитала (англ. *The Multilateral Aspects of Policies Affecting Capital Flows*) [198], где рассматриваются последствия мер контроля для международной системы) и, наконец, 2. Либерализация и регулирование потоков капитала: институциональный взгляд (англ. *The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View*) [197] - ключевой документ, утвержденный Исполнительным советом МВФ. Второй документ является официальным закреплением измененного институционального

взгляда МВФ на легитимизацию применения странами механизмов контроля за МДК в установленных в документе обстоятельствах.

Подход ОЭСР к контролю за движением капитала строится на неолиберальных экономических идеях. Центральную роль в регулировании потоков капитала играет Кодекс либерализации движения капитала (англ. Code of Liberalisation of Capital Movements), который с 1961 года [53] является уникальным обязательным многосторонним инструментом, обеспечивающим открытость рынков и макроэкономическую стабильность среди стран-участниц [183]. Кодекс выступает институциональным сборником базовых неолиберальных постулатов, а именно: презумпции, согласно которой максимальная степень открытости финансовых рынков и минимизация государственного вмешательства ведут к оптимальному распределению капитала в глобальном масштабе, стимулируют экономический рост и обеспечивают повышение совокупного общественного благосостояния.

Юридически обязывающий характер Кодекса акцентирует приоритет норм, основанных на рыночных принципах, над национальным суверенитетом в сфере финансового регулирования. Ключевым элементом выступает принцип прогрессивной либерализации, который предполагает необратимый и поступательный процесс поэтапного устранения ограничений в отношении широкого спектра операций с капиталом – от ПИИ и сделок с недвижимостью до трансграничного движения личных капиталов [183].

Институт оговорок, предоставляющий странам возможность временно сохранять отдельные ограничения, лишь подтверждает общее правило, не создавая исключения из либерализационного тренда. Данный механизм, вопреки внешней видимости гибкости, функционирует в рамках строгой неолиберальной дисциплины. Посредством системы регулярных взаимных обзоров Комитет по движению капитала и невидимым операциям ОЭСР осуществляет постоянное мягкое, но настойчивое давление на государства-участники, побуждая их к ревизии существующих оговорок и их поэтапной отмене [183].

Таким образом, Кодекс либерализации капитала служит не просто техническим документом, а нормативным каркасом, закрепляющим неолиберальный консенсус в финансовой сфере среди развитых стран.

Он эффективно сужает пространство для маневра национальных правительств, ограничивая возможность использования контроля за движением капитала как инструмента макроэкономической или социальной политики, и продвигает модель, где глобальная мобильность капитала рассматривается как безусловное благо и самоцель.

Мировой финансовый кризис 2008–2009 годов стал поворотным моментом в процессе осмысления новой парадигмы - глобального финансового регулирования. Данный подход основывался на перестройке мировой финансовой архитектуры и переходе к «мягкоправовому регулированию», основанному на деятельности «Группы двадцати» и СФС. Созданный в 2009 году на основе преобразованного Форума финансовой стабильности, СФС стал основным звеном глобального сотрудничества в области макропруденциального надзора и координации между национальными финансовыми регуляторами. В рамках расширенного мандата СФС были переданы функции, направленные на устранение глобальных дисбалансов, связанных в том числе с негативными последствиями МДК.

Роль СФС в международной системе регулирования заключается в выработке рекомендаций и стандартов, следование которым позволило бы сформировать паттерны поведения участников рынка, обеспечивая тем самым устойчивость глобальной финансовой системы. Будучи ключевым наднациональным органом, СФС координирует работу национальных финансовых властей и международных органов по установлению стандартов, выявляет уязвимости и продвигает проведение необходимых реформ.

Постоянный юридический статус СФС и его институциональные основы были закреплены в 2009 году, когда члены «Группы двадцати» одобрили его Устав [88], а затем в течение последующих лет саммиты организации, например, саммит в Санкт-Петербурге, в 2013 году определяли перспективы последующей институционализации СФС [119]. В соответствии с Уставом, СФС призван содействовать международной финансовой стабильности путем совершенствования регулирования, надзора и других мер в финансовом секторе [47]. Ключевым стандартом в этой области, признанным и продвигаемым СФС через свой Компендиум, являются Принципы для финансовых рыночных инфраструктур (англ. Principles for Financial Market Infrastructures), разработанные Комитетом по

платежным и расчетным системам БМР и Международной организацией комиссий по ценным бумагам (далее – англ. International Organization of Securities Commissions, IOSCO) [43; 115]. Эти принципы устанавливают жесткие требования к системно значимым платежным системам, системами расчетов по ценным бумагам и клиринговым палатам, которые являются основными каналами для движения капитала между странами. Их соблюдение минимизирует риск цепочек неплатежей в глобальном масштабе.

Хотя стандарты СФС не являются юридически обязательными, они формируют единое нормативное поле. Страны-члены СФС внедряют эти принципы через национальное законодательство, что способствует гармонизации регулирования и снижает вероятность арбитража и концентрации рисков, связанных с движением капитала. Таким образом, через данные стандарты СФС опосредованно, но существенно влияет на условия и стабильность глобальных валютных потоков.

Новым вектором глобального финансового регулирования стал переход на модель «ответственного инвестирования» бизнеса в рамках концепции устойчивого развития. ESG (англ. Environmental, Social, Governance) приобретают все большее значение в качестве нового ориентира для инвестиционных компаний по всему миру, концентрирующих в своих руках значительную часть капитала. Впервые эти принципы были систематизированы Кофи Аннаном, бывшим Генеральным секретарем ООН, подчеркнувшим необходимость учета экологических и социальных факторов при выработке корпоративных стратегий. В контексте экономической и финансовой устойчивости ESG становится необходимым элементом борьбы с глобальными вызовами, в том числе с климатическими изменениями. Широкое распространение термин ESG получил благодаря инициативе Принципы ответственного инвестирования (англ. Principles of Responsible Investment, далее – PRI), поддержанной ООН [201]. Шесть принципов PRI охватывают следующие обязательства: использование информации о применении ESG-принципов в процесс принятия решения; включение вопросов следования ESG-принципам в процесс владения акциями; обязательное раскрытие информации о следовании ESG-принципам от объектов инвестиций; продвижение принятия и реализации Принципов в инвестиционной отрасли; совместная работа

для повышения эффективности внедрения Принципов; а также отчетность о деятельности и прогрессе в их реализации [81]. Институциональные инвесторы, присоединившиеся к инициативе, берут на себя обязательства следовать этим принципам, тем самым способствуя формированию более устойчивой глобальной финансовой системы.

Движение PRI демонстрирует впечатляющий рост, что свидетельствует о переходе ответственного инвестирования из нишевой концепции в мейнстрим – в 2020 году подписанты данной инициативы управляли активами на сумму свыше 40 трлн долл. США [19].

Таким образом, международное сообщество постепенно приходит к пониманию, что система регулирования финансовых потоков, базирующаяся на принципах устойчивого развития, прозрачности и координации, станет ключевым механизмом минимизации рисков и обеспечения стабильности глобальной экономики. В целом сравнение подходов к контролю за МДК со стороны МФИ представлено в таблице 17.

Таблица 17 – Опыт использования механизмов контроля за МДК международными организациями

Международная организация	Концепция регулирования МДК	Механизмы регулирования МДК	Результативность регулирования МДК
1	2	3	4
«Группа двадцати»	Содействие устойчивому и сбалансированному росту глобальной экономики через координацию макроэкономической политики, включая регулирование потоков капитала для финансовой стабильности	Политические мандаты и координация	Средняя. Решения носят политически обязывающий, но не юридически обязательный характер; эффективность высока в кризисы (например, 2008 г.), но в рутинных условиях зависит от добровольной реализации странами-членами
МВФ	Обеспечение стабильности международной валютно-финансовой	Кредитные программы (условия) и аналитические рекомендации	Высокая в рамках программ; через условия кредитования МВФ может напрямую влиять на политику стран-заемщиков;

Продолжение таблицы 17

1	2	3	4
—	системы; допускает использование мер контроля за МДК в случае кризисов платежного баланса или угрозы финансовой стабильности	—	вне программ влияние носит рекомендательный и морально-аналитический характер
ОЭСР	Либерализация движения капитала как основа экономического роста и интеграции	Кодекс либерализации (обязательства)	Высокая для стран-членов; кодекс создает жесткие юридические обязательства, соблюдение которых строго мониторится; влияние на не члены ограничено
СФС	Повышение финансовой стабильности через устранение системных рисков, в т.ч. связанных с трансграничными потоками капитала	Стандарты и принципы (soft law)	Средне-высокая, но фрагментированная; стандарты СФС стали новой глобальной нормой для финансовых регуляторов, однако их внедрение зависит от национальных юрисдикций, что создает риски арбитража
ООН	Регулирование МДК с позиций развития, сокращения неравенства, защиты прав человека и суверенитета государств	Доклады, резолюции и политические декларации	Низкая в практическом регулировании; инструменты носят сугубо рекомендательный и дискуссионный характер; основная результативность – в формировании критической повестки

Источник: составлено автором.

Подытоживая, если посмотреть на подходы ведущих МФИ, видно, что их позиции постепенно сближаются вокруг одного тезиса: регулирование потоков капитала необходимо для обеспечения финансовой стабильности и защиты экономического суверенитета государств.

Самый концептуальный поворот в глобальной финансовой парадигме совершил МВФ. В 2012 году МВФ легитимизировал меры контроля за движением капитала, по сути, отказавшись от многолетнего принципа безусловной открытости экономик, который долгое время был практически неоспоримой догмой.

«Группа двадцати» предложила эскалационную модель: переход от валютных интервенций и корректировки курса к прямым административным ограничениям. Такой подход дает государствам возможность подстраивать инструменты под текущую макроэкономическую ситуацию.

Совсем иначе выглядит позиция ОЭСР, закреплённая в юридически обязывающем Кодексе либерализации движения капитала. Она сохраняет жесткую неолиберальную ориентацию и оставляет национальным регуляторам гораздо меньше свободы для маневра.

Совет по финансовой стабильности действует иначе – через инструменты «мягкого права» и стандартизацию финансовой инфраструктуры. Его влияние на глобальные потоки капитала опосредованное, но весомое, и направлено оно в первую очередь на минимизацию системных рисков.

Новым вектором становится и модель ESG-инвестирования, инициированная ООН. Через принципы ответственного инвестирования она пытается формировать более устойчивую глобальную финансовую систему, интегрируя экологические и социальные факторы в процессы управления капиталом.

Таким образом, современная архитектура международного регулирования МДК представляет собой разнородную, но постепенно сближающуюся систему, где рыночная либерализация дополняется признанием необходимости государственного контроля для обеспечения макроэкономической стабильности и долгосрочного развития.

2.3 Оценка результативности механизмов контроля за движением капитала

В качестве критериев оценки результативности мер контроля за движением капитала нами предлагается разделение на две группы в зависимости от целевой направленности применяемых механизмов. Первая группа – антикризисные механизмы – оценивается по способности обеспечить корректировку масштабов ввоза и вывоза капитала, а также трансформацию структуры капитала в интересах принимающей стороны. Вторая группа – механизмы развития – оценивается

по способности направлять потоки капитала на достижение устойчивого экономического роста.

Поскольку влияние каждого отдельного механизма контроля крайне сложно изолировать от воздействия других инструментов государственной экономической политики и внешних факторов, выявление прямой связи между применением мер контроля за движением капитала и достижением целей регулирования затруднительно. В этой связи объектом анализа становится не изолированная оценка результативности отдельных инструментов, а обобщенный опыт страны по их применению в целом. Такой подход позволяет оценить совокупную результативность всего комплекса мер, включавшего не только контроль за движением капитала, но и денежно-кредитную, бюджетную и структурную политику.

Первым показателем является способность обеспечить корректировку масштабов ввоза и вывоза капитала [58]. В рамках данного показателя оценивается соответствие объемов финансовых потоков реальным экономическим потребностям страны, то есть масштабы движения капитала должны быть обоснованными состоянием платежного баланса. По данному показателю в привлечении капитала нуждается лишь страна с отрицательным СТО, для страны с положительным СТО привлечение иностранного капитала будет избыточным. В качестве ключевого аналитического инструмента предлагается использование коэффициента корреляции СТО. Данный показатель выступает интегральным индикатором, отражающим взаимосвязь между трансграничным движением капитала и фундаментальными макроэкономическими процессами, фиксируемыми в СТО. Сущность и методология расчета коэффициента корреляции СТО заключаются в статистическом анализе динамики двух агрегированных величин: СТО и чистого притока ПИИ. ПИИ, в отличие от портфельных инвестиций, рассматриваются как наиболее стабильная и связанная с долгосрочными интересами форма капитала, поэтому их корреляция с сальдо СТО особенно показательна. Использование данного корреляционного анализа в совокупности с другими метриками позволяет дать количественную оценку степени связи между финансовыми потоками и потребностями реальной экономики [58]. Расчет показателя производится по формуле (1)

$$k = \frac{\frac{CA_{t+2}}{FDI_{t+2}}}{\frac{CA_t}{FDI_t}}, \quad (1)$$

где k – коэффициент корреляции СТО и ПИИ;

CA – сальдо СТО;

FDI – сальдо ПИИ;

t – год.

В идеальной модели, соответствующей фундаментальным экономическим потребностям, дефицит СТО должен финансироваться устойчивым притоком капитала, и наоборот, профицит по СТО сопровождаться чистым оттоком капитала. Следовательно, должна наблюдаться статистически значимая отрицательная корреляция. Ослабление, исчезновение или, тем более, инверсия этой связи (например, возникновение положительной корреляции, когда дефициту СТО сопутствует отток капитала) интерпретируется как сигнал глубокой дисфункции. Такая ситуация свидетельствует о том, что трансграничные потоки утратили связь с реальным сектором и детерминируются исключительно ожиданиями краткосрочной финансовой выгоды или пессимистическими ожиданиями, что предвещает дестабилизацию платежного баланса и валютного курса [58]. Данный показатель будет использоваться в совокупности с другими, его влияние на общий итог в оценке опыта выхода стран из кризисных ситуаций будет равняться 0,3 (30%).

Вторым показателем является динамическая трансформация структуры капиталовложений, что находит отражение, прежде всего, в изменении соотношения между притоком ПИИ и спекулятивных краткосрочных вложений. Следует подчеркнуть, что по мере совершенствования институциональной среды и повышения качества экономических институтов становится заметен прирост доли ПИИ относительно краткосрочных капиталов, что свидетельствует о результативности контрольных механизмов. Данный феномен объясняется тем, что ПИИ формируют не только приток финансовых ресурсов, но и обеспечивают передачу современных технологических решений, организационных знаний, а также участвуют в создании новых рабочих мест, тогда как краткосрочные спекулятивные капиталовложения зачастую сопряжены со значительными системными рисками и

оказывают дестабилизирующее воздействие на экономику. ПИИ служат катализатором долгосрочного устойчивого развития.

Данный показатель количественно оценивается на основе структурных сдвигов в инвестиционных потоках [58]. Для этого предлагается применение двух взаимодополняющих формул: коэффициента приоритизации ПИИ и коэффициента стабилизации «горячих денег».

Коэффициент приоритизации ПИИ рассчитывается по формуле (2)

$$C_{\text{ПИИ}} = \frac{\frac{FDI_{t+2}}{CF_{t+2}}}{\frac{FDI_t}{CF_t}}, \quad (2)$$

где C_{FDI} - коэффициент приоритизации ПИИ;

FDI – сальдо ПИИ;

t – год;

CF – сальдо прямых, портфельных и прочих инвестиций.

Суть показателя заключается в измерении относительного изменения доли ПИИ в общей структуре потоков капитала. Значение коэффициента приоритизации ПИИ, превышающее единицу, свидетельствует об успешной структурной трансформации, демонстрируя, что предпринятые меры способствовали повышению инвестиционной привлекательности для стратегических, а не спекулятивных инвесторов. Рост данного коэффициента коррелирует с усилением долгосрочной основы экономического роста.

Следующий показатель эффективности смещает фокус анализа с количественной корректировки объемов на качественную трансформацию структуры трансграничных потоков капитала. Коэффициент стабилизации «горячего капитала» нацелен на прямую оценку веса краткосрочных спекулятивных потоков [58]. Его расчет производится по формуле (3)

$$C_{\text{stab}} = \frac{\frac{PI_{t+2}}{CF_{t+2}}}{\frac{PI_t}{CF_t}}, \quad (3)$$

где C_{stab} – коэффициент стабилизации «горячего капитала»;
 PI – сальдо ПИИ;
 t – год;
 CF – сальдо прямых, портфельных и прочих инвестиций.

Так как не весь капитал, приходящий в страну, одинаково полезен для ее долгосрочного развития, коэффициент стабилизации «горячего капитала» позволяет определить динамику удельного веса наиболее мобильной и волатильной функциональной категории до и после введения механизмов контроля за МДК. Если в анализируемом периоде значение коэффициента снизилось до значения менее единицы, это означает об успехе в снижении рисков уязвимости экономики к спекулятивным шокам. В итоге этот показатель отражает эффективность ребалансировки функциональных категорий в пользу более устойчивых и стратегических форм.

Три перечисленных выше показателя предлагается объединить в систему оценки, в которой каждый коэффициент имеет значительное влияние на результативность использования набора механизмов контроля. Веса в рамках данной группы распределены следующим образом: коэффициент корреляции СТО и коэффициент приоритизации ПИИ имеют вес 0,3 балла каждый, а коэффициент стабилизации «горячих денег» – 0,4 балла. Использование данной системы оценки помогает определить не только эффективность ограничения спекулятивного потока капитала, но и результативность привлечения финансовых потоков в продуктивные ПИИ, тем самым способствуя структурной модернизации финансового счета.

При этом при оценке эффективности антикризисных мер ключевое значение имеет скорость устранения негативных факторов, однако сравнивать кризисный год со следующим напрямую некорректно, так как столь короткий срок не позволяет отделить временные эффекты от устойчивых трендов. Именно поэтому в анализе всех коэффициентов используется горизонт в два года (кризисный год и год +2), что дает возможность оценить не сиюминутную реакцию, а способность антикризисной политики преодолеть инерцию кризисных процессов.

Переходя к оценке механизмов развития, отметим, что для данной группы применяется иной набор показателей, сфокусированных на долгосрочной структурной динамике и качестве экономического роста.

Первым показателем является динамика ВВП, которая имеет вес 0,4 в итоговой оценке результативности случаев использования механизмов развития. Расчет данного показателя производится по формуле (4)

$$r_{GDP} = \frac{GDP_{t+5}}{GDP_t}, \quad (4)$$

где r_{GDP} – динамика ВВП;

GDP – объем ВВП;

t – год.

Данный индикатор показывает, начала ли экономика расти после введения комплекса мер. Однако одного роста ВВП недостаточно – он может быть кратковременным и обусловленным, например, высокими ценами на сырье.

Вторым показателем является коэффициент динамики реального ВВП на душу населения, который имеет вес 0,3. Показатель рассчитывается по формуле (5)

$$\Delta GDP_{pc} = \frac{\frac{GDP_{t+5}}{Pop_{t+5}}}{\frac{GDP_t}{Pop_t}}, \quad (5)$$

где ΔGDP_{pc} – изменение реального ВВП на душу населения;

GDP – объем ВВП;

Pop – население;

t – год.

Показатель отражает изменение экономического благосостояния на душу населения в реальном выражении за оцениваемый период. Значение выше 1 свидетельствует о росте, ниже 1 – о снижении.

Третьим показателем выступает динамика доли ВНС в ВВП, имеющая вес 0,3 и представленная в формуле (6)

$$D = \frac{\frac{GNS_{t+5}}{GDP_{t+5}}}{\frac{GNS_t}{GDP_t}}, \quad (6)$$

где D – динамика доли ВНС в ВВП;
 GNS – валовое национальное сбережение;
 t – год;
 GDP – объем ВВП.

Данный показатель оценивает структурный сдвиг в экономике: увеличение доли сбережений в ВВП свидетельствует о повышении роли накопления капитала и создает фундамент для будущего роста производительности.

При оценке эффективности механизмов развития ключевое значение имеет не скорость реагирования, а устойчивость и качество достигнутых структурных изменений. В отличие от антикризисного блока, где эффект может проявиться в краткосрочной перспективе (как указывалось ранее, в течение двух лет), трансформация инвестиционной структуры и рост благосостояния требуют более длительного временного горизонта. Именно поэтому в анализе всех показателей для данной группы используется период в пять лет (базовый год и год +5), что позволяет выявить не временную конъюнктуру, а устойчивые тренды экономического роста, структурной модернизации и повышения уровня жизни населения.

Обобщенная матрица оценки двух блоков механизмов представлена в таблице Ж.1.

Далее на основе изученных примеров использования механизмов контроля за МДК будет произведена оценка их влияния на макроэкономические показатели в стране, результаты оценки представлены в таблице 18.

Таблица 18 – Результаты оценки опыта применения механизмов контроля за МДК

Группа механизмов	Страна	Кризисный год	Год сравнения	Оценка по показателю	Оценка по показателю	Итого
1	2	3	4	5	6	7
Антикризисные механизмы	Россия	2022	2024	$k = 0,8$	0,3	1
				$C_{ПИИ} = 1,5$	0,3	
				$C_{stab} = 0$	0,4	
	Бразилия	2008	2010	$k = 1,1$	0,3	0,6
				$C_{ПИИ} = 0,8$	0,3	
				$C_{stab} = 5,5$	0	
	Аргентина	2001	2003	$k = -0,7$	0	0
				$C_{ПИИ} = -0,8$	0	
				$C_{stab} = 6,9$	0	
	Индонезия	1997	1999	$k = -1,7$	0	0
				$C_{ПИИ} = -0,4$	0	
				$C_{stab} = 0,2$	0	
Механизмы развития	Китай	2019	2024	$r_{GDP} = 1,3$	0,4	0,7
				$\Delta GDP_{pc} = 1,3$	0,3	
				$D = 1,0$	0	
	Турция	2019	2024	$r_{GDP} = 1,3$	0,4	0,7
				$\Delta GDP_{pc} = 1,3$	0,3	
				$D = 1,0$	0	
	Узбекистан	2019	2024	$r_{GDP} = 1,3$	0,4	0,7
				$\Delta GDP_{pc} = 1,2$	0,3	
				$D = 0,9$	0	
	Польша	1996	2001	$r_{GDP} = 1,2$	0,4	0,7
				$\Delta GDP_{pc} = 1,3$	0,3	

Продолжение таблицы 18

1	2	3	4	5	6	7
—	—	—	—	$D = 0,9$	0	—
	ЮАР	2019	2024	$r_{GDP} = 1,0$	0,4	0,4
				$\Delta GDP_{pc} = 1,0$	0	
				$D = 1,0$	0	

Источник: рассчитано автором на основании [170; 203].

Высший балл (оценка 1,0) демонстрирует Россия и ее способность выходить из кризисной ситуации на примере событий 2022-2024 гг., несмотря на сложные стартовые условия. Первый и второй индикаторы дали положительные результаты. Коэффициент корреляции между сальдо СТО и объемом ПИИ составил 0,8, а коэффициент приоритизации ПИИ – 1,5. Это говорит о том, что после введения регуляторных мер значимых структурных дисбалансов в динамике этих двух показателей не возникло, и прямые инвестиции привлекались успешно. Третий индикатор – коэффициент стабилизации «горячего капитала» – получил максимальную весовую оценку. Его нулевое значение объясняется тем, что сальдо портфельных инвестиций в 2024 году оказалось околонулевым, а значит, спекулятивные потоки были эффективно нейтрализованы. Российская модель демонстрирует проактивный и системный подход: она селективно поддерживает ПИИ и одновременно подавляет краткосрочный спекулятивный капитал.

Бразилия, в свою очередь, получила итоговый балл 0,6. Коэффициент корреляции между СТО и ПИИ здесь положительный (1,1), что указывает на отсутствие структурного дисбаланса, поэтому по первому показателю страна получила полную весовую оценку. Коэффициент приоритизации ПИИ (0,8) также получил полный вес, отражая умеренный, но положительный приток прямых инвестиций. Однако коэффициент стабилизации «горячего капитала» (5,5) оказался обнулен, поскольку такое значение интерпретируется как неспособность стабилизировать краткосрочные спекулятивные потоки. Подводя итог, механизмы контроля за МДК, введенные Бразилией после кризиса 2008 года, имели системный характер и в целом позволили купировать основные (но не все) риски роста волатильности и привлечь ПИИ.

Опыт использования механизмов контроля за МДК со стороны Аргентины по разработанной модели оказался крайне неэффективен. Полученное отрицательное значение коэффициента корреляции СТО и ПИИ указывает на то, что страна не смогла компенсировать дефицит СТО привлечением качественного инвестиционного капитала. Отрицательный коэффициент приоритизации ПИИ также указывает на неспособность властей обеспечить стабильный приток ПИИ. В целом, Аргентина демонстрирует классический пример неэффективного кризисного администрирования, когда контроль вводился как «пожарная стена» после дефолта 2001 года, но не смог ни привлечь качественный капитал, ни запустить восстановление экономики после спада.

Индонезия (1999 год) также получает итоговый балл 0. Глубоко отрицательное значение коэффициента корреляции счета текущих операций и прямых иностранных инвестиций (-1,7) сигнализирует о тяжелейшем структурном кризисе потоков. Крайне слабый коэффициент приоритизации прямых иностранных инвестиций (-0,4) отражает отток прямых инвестиций. Коэффициент стабилизации «горячего капитала» (0,2) показывает крайне низкую эффективность в сдерживании спекулятивных потоков. Все три показателя обнулены. Запоздалые и нескоординированные меры контроля, введенные в разгар паники 1997-1998 годов, не смогли ни привлечь прямые иностранные инвестиции, ни стабилизировать бегство краткосрочного капитала.

Дополнительно подчеркнем, что в случае антикризисных механизмов ключевое значение имеет скорость влияния используемых механизмов на экономику страны. Примененный в Индонезии и Аргентине набор мер контроля за движением капитала, введенный запоздало – в разгар острой фазы кризиса – не достиг целей стабилизации экономики в требуемом двухлетнем интервале, что отразилось в нулевых итоговых баллах по всем трем показателям.

Далее рассмотрим результат использования механизмов развития.

Китай демонстрирует итоговый балл 0,7. Динамика ВВП является положительной (1,3), указывая на значительный рост экономики страны за пятилетний период. Динамика ВВП на душу населения, демонстрирующая аналогичный результат, указывает на устойчивое повышение благосостояния населения. Однако динамика доли ВНС в ВВП за пять лет является околонулевой,

что дает нулевую оценку по третьему показателю. В итоге китайская модель использования механизмов контроля проявляет хорошие результаты, однако в части увеличения объема сбережений Китай еще может улучшить свой показатель.

Результат Турции аналогичен китайскому – Турция набрала итоговые 0,7 балла. Динамика реального ВВП и ВВП на душу населения демонстрируют высокие темпы экономического роста в 2019-2024 годах, поэтому по первым двум показателям страна получила полные веса – 0,4 и 0,3 соответственно. Доля ВНС в ВВП, как и в случае с Китаем, осталась на уровне 1,0, в результате чего по данному показателю Турция также не получает баллы.

Узбекистан демонстрирует такой же итоговый балл – 0,7. Рост реального ВВП (1,3) и ВВП на душу населения (1,2) подтверждают устойчивый экономический рост и повышение уровня жизни за пятилетний период, что принесло веса 0,4 и 0,3 соответственно. А вот третий показатель – динамика доли сбережений в ВВП – составил 0,9, то есть снизился за рассматриваемое время.

И Турция, и Узбекистан показывают впечатляющие темпы экономического роста. Однако отсутствие положительной динамики доли сбережений в ВВП – это тревожный сигнал: внутренний инвестиционный потенциал сокращается, что в долгосрочной перспективе может привести к зависимости от внешних источников финансирования.

Польша (период 1996–2001 годов) получает те же 0,7 балла. Рост реального ВВП (1,2) и ВВП на душу населения (1,3) свидетельствуют о заметном подъеме экономики и благосостояния в постпереходный период, поэтому по первым двум показателям страна получила полные веса. Польская модель – классический пример успешной трансформации, когда экономический рост сопровождался опережающим ростом доходов населения.

ЮАР набирает всего 0,4 балла. Динамика реального ВВП лишь незначительно превысила единицу, что говорит об отсутствии существенного роста за период; по этому показателю страна получила 0,4, но прирост за пять лет нельзя назвать значительным. Динамика реального ВВП на душу населения также равна 1,0, что означает отсутствие повышения экономического благосостояния. Третий показатель также остался неизменным. Таким образом, ЮАР в целом отражает

отсутствие серьезной экономической динамики и отсутствие прогресса в повышении уровня благосостояния населения.

По итогам проведенного исследования разработана двухблочная система оценки результативности мер контроля, дифференцированная для антикризисных механизмов и механизмов развития. Система включает три показателя для блока антикризисных механизмов (корреляция СТО и ПИИ, приоритизация ПИИ, стабилизация «горячих денег») и три показателя для блока механизмов развития (динамика ВВП, динамика ВВП на душу населения, динамика доли валового национального сбережения в ВВП). Апробация предложенной модели на девяти страновых кейсах показала, что наивысший итоговый балл (1,0) среди антикризисных механизмов достигла только Россия (2022-2024 гг.), тогда как Бразилия получила 0,6, а Аргентина и Индонезия – 0 баллов, что эмпирически подтверждает решающее значение своевременности и системности имплементируемых ограничений с учетом специфики финансовых систем стран-реципиентов капитала. В блоке механизмов развития Китай, Турция, Узбекистан и Польша продемонстрировали итоговый балл 0,7, обеспечив рост ВВП и благосостояния населения, однако ни одной из стран не удалось нарастить долю национальных сбережений в ВВП. В итоге, контроль за движением капитала – это действительно эффективный инструмент в руках государства, если он применяется проактивно, системно и своевременно. Но его потенциал все же ограничен, когда нет комплексных мер по наращиванию внутреннего инвестиционного потенциала.

Однако полученные результаты не снимают главного вопроса: почему в некоторых случаях, даже при формально успешной динамике отдельных показателей, механизмы контроля так и не позволяют увеличить внутренний инвестиционный потенциал и обеспечить долгосрочную устойчивость роста. Чтобы ответить на него, нужно детальнее разобраться в основных проблемах действующей системы контроля за движением капитала. Среди них – институциональные ограничения, слабая координация с другими направлениями экономической политики, а также новые вызовы, вызванные фрагментацией глобального финансового пространства и цифровизацией финансовых потоков.

Глава 3

Направления совершенствования механизмов контроля за движением капитала

3.1 Основные проблемы действующего контура контроля за движением капитала

Рост глобальных финансовых рисков и изменения в мировой финансовой архитектуре заметно меняют среду, в которой работают меры контроля за движением капитала, и напрямую сказываются на их эффективности. Основными проблемами действующего контура контроля за движением капитала мы считаем: недостаточную развитость и глубину финансовых рынков большинства развивающихся стран, превалирование спекулятивных капиталов над стратегическими долгосрочными инвестициями, доминирование мега-игроков глобального финансового рынка, способных оказывать дестабилизирующее влияние, архаичность контрольных механизмов в эпоху цифровых финансовых инноваций.

Первая проблема – *недостаточная развитость и глубина финансовых рынков большинства развивающихся стран*. Развивающиеся страны характеризуются, как правило, относительно небольшими по емкости финансовыми рынками, инфраструктурной и институциональной незрелостью локальных финансовых систем, ограниченной ликвидностью вторичного рынка обращающихся инструментов, недостаточно диверсифицированной продуктовой линейкой. В таких условиях для иностранных инвесторов, которые желают разместить капитал на рынке той или иной страны может не найтись необходимого финансового инструмента с требуемыми качественными характеристиками (соотношение доходность-ликвидность-надежность). При этом механизмы, позволяющие трансформировать привлеченный иностранный капитал в долгосрочные внутренние инвестиции, также оказываются неразвитыми. В результате крупные движения капитала («приливы») могут провоцировать кредитные бумы и формирование ценовых пузырей на рынках активов. При этом большинство имеющихся в арсенале

принимающих стран мер контроля за движением капитала окажется недостаточно для восстановления финансовой стабильности.

Исследования показывают, что эффективность контроля за движением капитала существенно коррелирует с качеством институтов и уровнем развития финансового рынка [164]. В частности, отмечается, что глобальный финансовый цикл, связанный с движением кредитов и портфельных инвестиций, создает риски чрезмерного кредитного роста и пузырей на рынках активов [189]. В этих условиях стандартные меры могут быть недостаточно эффективными, что требует структурных решений, включая введение более жестких ограничений на левверидж (соотношение заемных средств к собственным) и использование макропруденциальных инструментов. В таблице 19 представлено сравнение размеров рынков акций, корпоративных и государственных облигаций трех стран с развивающимися экономиками (Аргентина, Бразилия и России) с капитализацией рынков США.

Таблица 19 – Сравнительный анализ капитализации ключевых сегментов финансового рынка развивающихся рынков и США в 2025 году

В миллиардах долларов США

Показатель	Аргентина	Бразилия	Россия	Справочно: США
Капитализация рынка акций	70	658	638	67 765
Капитализация рынка корпоративных облигаций	56	455	454	11 400
Капитализация рынка государственных облигаций	297	557	386	24 139

Источник: составлено автором по данным [11; 14; 36; 37; 38; 149; 175].

Вторая проблема – *превалирование спекулятивных («горячих») капиталов над стратегическими долгосрочными инвестициями*. Значительная часть трансграничных потоков, особенно на формирующиеся рынки, носит краткосрочный и спекулятивный характер, будучи ориентированной на извлечение мгновенной прибыли от арбитражных операций, разницы в процентных ставках или валютных колебаний, а не на вложения в реальный сектор экономики. Такие «горячие деньги» демонстрируют гиперчувствительность к глобальным факторам (например, к изменению монетарной политики ФРС) и минимальную привязку

к фундаментальным показателям страны-реципиента. Отмеченное в многочисленных исследованиях «стадное поведение» глобальных инвесторов усиливает волатильность на внутренних рынках принимающих стран, не создавая стимулов для долгосрочного поступательного развития. Таким образом, для оценки устойчивости экономики и потенциальных рисков важно анализировать не только общие объемы притока капитала, но и его качественный состав. В таблице 20 представлена структура привлеченных обязательств международной инвестиционной позиции (далее – МИП) Аргентины, Бразилии и России. Как следует из таблицы, в отличие от США, капитал на формирующиеся рынки привлекается в значительной степени в форме прочих инвестиций (текущие счета и депозиты, кредиты), тогда как у США доминирует привлечение прямых и портфельных инвестиций.

Таблица 20 – Структура остатков обязательств МИП стран в 2024 году

В миллиардах долларов США

Показатель	Аргентина	Бразилия	Россия	Справочно: США
Прямые инвестиции	179	1 141	258	17 810
Портфельные инвестиции	80	428	118	33 146
Прочие инвестиции	140	256	221	9 019
Производные инструменты	2	0,3	0,2	2 284
Итого обязательства	398	1 824	597	62 259

Источник: составлено автором по материалам [170].

Третий аспект - *доминирование в принимающих странах крупных игроков глобального финансового рынка*, способных дестабилизировать ситуацию на национальном финансовом рынке. Современный ландшафт МДК характеризуется концентрацией ресурсов в руках крупнейших глобальных институциональных инвесторов, управляющих активами (BlackRock, Vanguard, State Street), хедж-фондов и инвестиционных банков. В таблице 21 представлены финансовые показатели пяти крупнейших инвестиционных фондов.

Таблица 21 – Финансовые показатели крупнейших инвестиционных фондов

В миллиардах долларов США

Фонд/Компания	Объем собственного капитала	Объем активов под управлением, трлн долл. США	Совокупная прибыль
BlackRock	47,5 (2024 г.)	13,5 (2025 г.)	4,4 (9 мес. 2025 г.)
The Vanguard Group (информация по капиталу и прибыли недоступна)	—	12 (2025 г.)	—
State Street Corporation	25,3 (2024 г.)	5,4 (2025 г.)	0,8 (2024 г.)
J.P. Morgan Asset Management (показатели капитала и прибыли указаны по группе JPMorgan Chase & Co.)	344,8 (2024 г.)	3,6 (2025 г.)	58,1 (2024 г.)
Goldman Sachs Asset Management (показатели капитала и прибыли указаны по группе The Goldman Sachs Group)	122 (2024 г.)	3,2 (2025 г.)	18,4 (2024 г.)
Итого активы под управлением 5 крупнейших фондов, трлн долл. США		37,8	—
Справочно: капитализация рынка акций стран по итогам 2025 года:			
Аргентина		70	
Чили		487	
Россия		638	
Бразилия		658	
Страны БРИКС		31 292	

Источник: составлено автором по материалам [41; 146; 162; 165; 175; 179; 193; 194].

В рамках их стратегий, основанных на алгоритмической торговле, приток и вывод капитала в периоды кризисов, могут приобретать характер скоординированных атак на национальные валюты или на финансовые рынки относительно небольших стран. Данные по состоянию на июль 2025 года указывают, что активы такого фонда как BlackRock уже достигли 13,5 трлн долл. США [16] (наглядно представлено в таблице 21), что превосходит ВВП большинства стран

мира [63] (за исключением крупнейших экономик США и Китая) и капитализацию большинства формирующихся рынков.

Масштаб операций крупных международных игроков может на порядки превосходить интервенционные возможности центральных банков. При этом, традиционные механизмы контроля, рассчитанные на множество рассредоточенных инвесторов, оказываются малоэффективными против скоординированных действий таких гигантов глобального финансового рынка. В частности, действия крупных игроков способны нейтрализовать влияние валютных ограничений, манипулируя ПФИ или используя взаимосвязанные активы.

Дополнительный фактор, появившийся в последнее время – *относительно низкая эффективность контрольных механизмов в эпоху цифровых финансовых инноваций*. Бурное развитие децентрализованных финансов (англ. Decentralized Finance, далее – DeFi), ЦВ и иных криптоактивов создает принципиально новые каналы для трансграничного движения капиталов, обходящие традиционные институты посредники-банки. Из-за анонимности, скорости и глобальной доступности этих технологий классические механизмы контроля – например, требования репатриировать валютную выручку или ограничения на операции с капиталом через банковские счета – становятся легко уязвимыми. Централизованные системы валютного контроля просто не успевают за скоростью инноваций, которые происходят в распределенных реестрах.

Все перечисленные системные проблемы комплексно подрывают традиционный инструментальный контроль за международным движением капитала. Обобщенная характеристика этих проблем представлена в таблице И.1. Причем влияние здесь не изолированное, а синергетическое: множество проблем действуют одновременно, и вместе они создают повышенную уязвимость механизмов контроля.

Институциональная незрелость финансовых рынков, выступающая первой из идентифицированных проблем, объясняет повышенную уязвимость такого инструмента, как лимиты на кредитование нерезидентов. В условиях неразвитой финансовой системы, где банковские институты зачастую выступают доминирующими каналами трансмиссии привлеченного капитала, концентрация рисков в банковском секторе достигает критических пороговых значений.

Ограниченный спектр альтернативных финансовых инструментов вынуждает потоки капитала следовать по узким и уязвимым каналам, формируя системные «узкие места». Любое ужесточение контроля над кредитными операциями лишь усугубляет сложившуюся конфигурацию, искусственно сжимая и без того дефицитную ликвидность и объемы кредитования реального сектора, что в конечном счете подрывает траекторию экономического роста.

Эффективность механизмов контроля напрямую коррелирует с глубиной и ликвидностью внутреннего рынка, что требует их настройки не только исходя из текущих потоков, но и с оглядкой на фундаментальные параметры развития финансового сектора. Противодействие данной уязвимости предполагает параллельное использование макропруденциальных инструментов, например, введение динамических норм резервирования по внешним обязательствам/активам или циклических буферов капитала, активируемых в периоды массированных притоков, а также ускорение структурных реформ, направленных на диверсификацию финансовой системы [164].

Превалирование спекулятивных «горячих денег», составляющих суть второй проблемы, ослабляет традиционные ограничительные меры для движения капитала, делая необходимым внедрение механизмов, дифференцированных по экономическому смыслу инвестиций. В частности, классические механизмы, как налоги на обмен валюты или сборы, а также требования предварительного разрешения на осуществление инвестиций, будучи примененными ко всем операциям, создают неоправданные транзакционные издержки для стратегических инвесторов, не оказывая при этом сдерживающего воздействия на краткосрочных спекулянтов, чья ожидаемая доходность может многократно перекрывать издержки, связанные с валютным контролем.

Краткосрочный спекулятивный капитал, приносящий вред для национальной экономики ввиду своей непредсказуемости из-за слишком высокой чувствительности к рискам, преимущественно концентрируется на денежном рынке и в краткосрочных деривативах. Мы считаем, что для нейтрализации этого вызова необходимо внедрить градацию регулирующего воздействия, в основе которой будет временной горизонт инвестирования. По нашему мнению, результативным решением может являться создание «зеленых коридоров» для некоторых видов

инвестиций, а также введение безотзывных депозитных требований к притокам, ставка которых находится в обратной зависимости от срока инвестиций, или применение налогов Тобина в модифицированном виде так, чтобы при увеличении горизонта инвестиций ставка снижалась. Такой подход позволяет ввести фильтрацию капитала, не снижая потенциальные объемы притока ПИИ [143].

Третьей проблемой является концентрация финансовых ресурсов в руках глобальных мега-игроков. Наличие данных мега-игроков меняет основу противоборства между рыночными силами и национальным регулятором. Суть проблемы заключается в том, что финансовая мощь данных игроков зачастую превышает резервы центральных банков развивающихся стран и во многих случаях даже превосходит капитализацию национальных рынков. Действия таких игроков могут полностью парализовать механизмы, ориентированные на неорганизованных розничных инвесторов: например, контроль над валютными свопами и режимы специальных счетов теряют свою эффективность, когда крупный инвестор применяет сложные многоходовые стратегии (использует внебиржевые деривативы за пределами юрисдикции регулятора или открывает множество юридических лиц для организации запутанной цепочки платежей).

Чтобы купировать риски от этой проблемы, необходимо осуществить переход к консолидированному надзору за МДК, ввести обязательное раскрытие информации о конечных бенефициарах сложных валютных позиций и развивать органы наднациональной координации.

Еще одной проблемой мы выделяем цифровую трансформацию финансов. Она создает для национальной экономики риски нового уровня: если ранее сложившаяся парадигма контроля основывалась на управлении точками входа и выхода инвесторов из транснациональной сделки, то с развитием цифровизации национальные регуляторы вынуждены выстраивать новые рубежи финансовой безопасности, непрерывно отслеживая движение капитала внутри цифрового периметра в режиме реального времени. Ранее рабочие механизмы, например, запрет конвертации для покупки иностранных активов или контроль за движением средств по банковским счетам теряют смысл, если участники рынка решают использовать новые механизмы цифровой оплаты, минуя традиционных банковских посредников.

Серьезным ответом для данного вызова может стать законодательная адаптация под новые реалии, а также опережающее развитие регулятивных технологий для мониторинга транзакций, использующих блокчейн. Важно пересмотреть понятия «валютная операция», «счет» и «финансовый посредник», дополнив их провайдерами услуг с виртуальными активами, а также лицензировать деятельность криптобирж и ввести обязательную отчетность для них. Также важным шагом может стать развитие цифровых валют центральных банков (далее – ЦВЦБ). В тщательно продуманной среде они могут повысить прозрачность платежей, однако важно не допустить создание нового канала для утечки капитала [199]. Таким образом, каждая из рассмотренных структурных проблем является своего рода «анти-механизмом», так как они ослабляют или полностью нейтрализуют традиционные механизмы контроля за МДК, а их совокупное воздействие выводит борьбу с бесконтрольным МДК на принципиально новый уровень. Принимая во внимание эти проблемы эффективный контроль за МДК возможен только в случае отказа от разрозненных ограничений и перехода к целостной, адаптивной и технологичной макропруденциальной и валютной системе.

Анализ влияния современных экономических проблем на эффективность использования механизмов контроля за МДК представлен в таблице К.1.

Таким образом, трансформация системы мер контроля за движением капитала в условиях усиления глобальных финансовых рисков и фрагментации глобального финансового пространства требует учета новых объективных факторов, ограничивающих применение традиционного инструментария. Нами предложен комплекс мер, позволяющих усилить действие отдельных механизмов контроля за движением капитала в ответ на 4 основных вызова современной среды трансграничного движения капитала: неразвитость и низкая ликвидность внутренних финансовых рынков в развивающихся экономиках; преобладание краткосрочных спекулятивных, то есть «горячих», капиталов над стратегическими инвестициями; концентрация финансовой мощи и дестабилизирующий потенциал глобальных мега-игроков (институциональных инвесторов, фондов); деструктивное воздействие цифровых финансовых инноваций. В основе предложенной системы лежит тонкая настройка классических механизмов под каждый риск. Для неразвитых рынков предлагаются динамичные нормы, например, циклические

буферы капитала. Против «горячих» денег – дифференцированные по сроку налоги и резервные требования. Для сдерживания мега-игроков нужен консолидированный надзор и раскрытие бенефициаров. Ответом на цифровые инновации должны стать регулирование криптоактивов, мониторинг блокчейна и продуманные ЦВЦБ.

3.2 Разработка предложений по имплементации принципов выбора механизмов контроля за движением капитала

Эмпирический анализ, проведенный на примерах Бразилии, России, Индонезии и других стран, однозначно демонстрирует, что эффективность инструментов контроля за МДК носит сугубо контекстуальный характер и напрямую зависит от их соответствия конкретным целям и институциональной среде. Однако классические механизмы контроля, сформированные в XX веке, зачастую оказываются ограниченными в условиях новых вызовов, возникающих вследствие процессов усиления глобальных финансовых рисков и фрагментации глобального финансового пространства [66].

В этой связи стоит задача формирования предложений по разработке системного, адаптивного подхода к выбору и имплементации механизмов контроля за МДК. Такой подход должен быть основан на специфике модели интеграции страны в систему МРТ и МДК; особенностях национального финансового рынка и регуляторной среды в условиях повышения глобальных финансовых рисков (детальная информация представлена в таблице В.1), а также учитывать практики применения механизмов МДК национальными регуляторами (примеры описывались в разделе 2.3) и ограничения, накладываемые на результативность отдельных механизмов (информация представлена в разделе 3.1).

Полагаем, что имплементация подходов к выбору механизмов контроля за движением капитала должна строиться на уровне МФИ и на уровне национальных регуляторов.

Имплементация на уровне МФИ.

В соответствии с парадигмой наднационального регулирования потоков капитала, изложенной в параграфе 2.2, имплементация на международном уровне, по нашему мнению, должна осуществляться в форме корректировки положений

документов основных регуляторов в сфере международных валютно-финансовых отношений: ООН; МВФ; Группы 20, СФС; и системы саморегулируемых организаций.

Полагаем, что наиболее перспективным представляется отказ от унифицированного регулирования всех форм трансграничного движения капитала в пользу селективного подхода к регулированию отдельных форм инвестиций. В основу селективного подхода предлагаем положить систему ранжирования и классификации форм движения капитала, которая станет основой для дифференцированного применения регуляторных мер. Система включает два взаимодополняющих критерия оценки – критерий оценки «дружественности» привлекаемого капитала и критерий связи привлеченного капитала с долгосрочными целями развития принимающей стороны (инвестиционный).

По первому критерию капитал может быть классифицирован на «дружественный» и «недружественный». «Дружественный» происходит из юрисдикций, не представляющих прямых геополитических угроз для принимающей страны, соответствует долгосрочным ее стратегическим интересам, инвестируется на прозрачных условиях и с заявленными конечными целями. «Недружественный» капитал, наоборот, исходит из юрисдикций, которые ввели беспрецедентное внешнее давление, включая заморозку значительной части международных резервов, отключение от SWIFT, а также запреты на операции с активами ключевых эмитентов [65]. Кроме того, к категории «недружественный» может быть отнесен капитал с признаками спекулятивного, или используемый для приобретения крупных долей участия в стратегически важных компаниях с целью получения контроля над ними.

Для определения «дружественности» капитала дополнительно могут использоваться следующие признаки: вовлечение привлекаемого иностранного капитала в инновационное развитие принимающей страны, создание новых рабочих мест, усиление экспортного потенциала, обновление основных фондов и внедрение передовых технологий. Для «недружественного» капитала могут использоваться признаки: наличие формально закрепленных ограничений страной происхождения капитала на операции резидентов принимающей страны; наличие сведений о координированной экспансии на национальный рынок принимающей страны в том

числе посредством приобретения контроля над стратегически важными компаниями без явных признаков модернизации производства и дополнительных инвестиций.

По второму критерию предлагаем ранжировать капитал по четырем уровням: зеленый, желтый, оранжевый и красный [62]. Зеленый характеризует инвестиции в реальную экономику и капиталоемкие отрасли как более устойчивые для долгосрочного роста и научно-технического развития [62] (инфраструктура, высокие технологии, «зеленая» энергетика, развитие научно-исследовательских и опытно-конструкторских работ (далее – НИОКР). Этот капитал пользуется максимальной поддержкой, налоговыми и регуляторными преференциями. Пример: инвестиции в строительство завода.

Желтый уровень, в отличие от зеленого, присваивается капиталу, инвестируемому в иные секторы экономики, но с использованием портфельных инструментов (как долевого, так и долгового). Желтый уровень отражает умеренный риск сервисно-ориентированного капитала, где фокус делается на защите потребителя, прозрачности отчетности, устойчивости бизнес-моделей и цифровой безопасности. Данный тип потоков подлежит стандартному, но не обременительному регуляторному режиму, включающему мониторинг и базовые ограничительные меры. Пример: инвестиции в сферу туристического сектора, приобретение акций национальных компаний с горизонтом владения более трех лет.

Оранжевый уровень – это сугубо спекулятивный капитал. Сюда попадают инвестиции в деривативы с высоким плечом, операции с высокорисковыми цифровыми финансовыми активами анонимного характера, а также вложения из «недружественных» юрисдикций в стратегические активы. Оранжевый уровень присваивается горячему капиталу, подчеркивая его волатильность, краткосрочную природу и необходимость адаптивных ограничительных мер. Такой поток капитала либо жестко ограничивают, либо запрещают полностью. Примеры: короткие продажи фондового индекса через производные финансовые инструменты или вложения в криптоактивы с анонимных кошельков.

Красный уровень – это краткосрочные портфельные инвестиции. В том числе вложения в государственные долговые бумаги, размещение средств на банковских депозитах и предоставление краткосрочных займов. Такой поток требует превентивных мер контроля: налогов на финансовые операции (по образцу

бразильского IOF), резервных требований, ограничений на быструю репатриацию прибыли. Пример: покупка государственных облигаций нерезидентами на срок менее года. В таблице 22 представлено соответствие четырех уровней, их форм инвестиций и регулирования.

Таблица 22 – Авторская «светофорная модель» ранжирования и регулирования иностранных инвестиций

Уровень, присеваемый иностранному капиталу	Формы инвестиций	Формы регулирования
Зеленый	Инвестиции в приоритетные сферы реальной экономики (инфраструктура, высокие технологии, «зеленая» энергетика, несырьевой экспорт, развитие НИОКР, образование)	Максимальная свобода перемещения, налоговые и регуляторные преференции
Желтый	Инвестиции в другие секторы реальной экономики в форме долгосрочных портфельных инструментов (долевых и долговых) на срок более 3 лет	Стандартное, но не обременительное регулирование и мониторинг
Оранжевый	Исключительно спекулятивный капитал: инвестиции в высоколиквидные деривативы с высоким левэриджем, операции с высокорисковыми ЦФА анонимного характера, инвестиции из «недружественных» юрисдикций в стратегические активы	Жесткие ограничительные меры или полный запрет
Красный	Краткосрочные портфельные инвестиции, включая инвестиции в государственные долговые ценные бумаги, размещение средств на банковских депозитах, предоставление краткосрочных ссуд	Превентивные меры контроля: налоги на финансовые операции (по образцу IOF), резервные требования, ограничения на репатриацию прибыли в короткие сроки

Источник: составлено автором.

Представленная классификация должна стать основой для селективной системы контроля за МДК. Операции с «зеленым» капиталом могут требовать лишь уведомления регулятора, в то время как сделки с «красным» капиталом – прямого запрета или получения специального разрешения, выдаваемого на строгих

условиях [62]. Предложенная модель, представленная в таблице 23, позволяет точно выбирать формы иностранного капитала, наиболее приемлемые с точки зрения антикризисного регулирования и решения задач долгосрочного экономического развития.

Таблица 23 – Регулирование допуска иностранного капитала в национальную экономику в рамках «светофорной» модели

Уровень капитала	Ответ на Фрагментацию мировой экономики	Защита и стимулирование частных инвесторов	Стратегический надзор и контроль системно значимых игроков
Зеленый	Минимальный контроль	Стимулирование	Стратегическое партнерство
Желтый	Умеренный мониторинг	Защита инвесторов	Селективный допуск
Оранжевый	Умеренное ограничение	Подавление угроз	Запрет ПИИ/покупки активов из «недружественных» юрисдикций в стратегические сектора; мораторий/реструктуризация долга перед определенными кредиторами
Красный	Сдерживание волатильности	Снижение спекуляций	Управление рисками

Источник: составлено автором.

Предложенная матрица не является жестким шаблоном. Ключевым этапом имплементации является учет специфика национальной экономической системы, уровня развития финансовых рынков и используемых механизмов контроля за МДК.

Предложенная система стратификации международных инвестиций должна лечь в основу корректировки подходов МФИ к контролю за МДК. Мы полагаем, что наиболее заинтересованные в такой корректировке развивающиеся страны могли бы выступить с консолидированной позицией в рамках имеющихся у них голосов в ключевых МФИ.

МВФ.

Согласно уставным документам МВФ, в частности, статьям 8 и 14 Статей соглашений МВФ, ограничение на движение капитала не может вводиться без предварительного уведомления МВФ [29]. Данное требование в значительной мере не учитывает возможности стран с развивающейся экономикой. В этой связи нами

предлагается инициировать корректировку данной нормы с учетом форм инвестиций. В частности, предлагается разделы 2 и 3 статьи VIII объединить и представить в следующей редакции:

«Раздел 2. Обязательства относительно движения капитала.

а) Члены Фонда имеют суверенное право, без необходимости получения предварительного одобрения МВФ, регулировать движение капитала через свои границы в соответствии с национальным законодательством и интересами финансовой стабильности, при условии уведомления Фонда о введении таких мер;

б) При осуществлении регулирования капитала, Члены Фонда могут применять дифференцированный подход на основе общепризнанных принципов, включая, но не ограничиваясь:

1) Целью и характером инвестиций, их сроком и вкладом в развитие национальной экономики.

2) Уровнем рисков для финансовой стабильности, связанных с привлечением капитала.

в) В целях содействия упорядоченному росту и стабильности международной валютной системы, Члены Фонда обязуются уведомлять МВФ о введении ограничений на движение капитала, связанных с операциями, признанными спекулятивными или происходящими из «недружественных» юрисдикций, в течение 30 дней с момента их введения. Такое уведомление не является запросом на одобрение.»

В статье XIV предлагается внести поправки в разделы 2 и 3, добавив один новый раздел. Во-первых, за государствами-членами закрепляется право сохранять или адаптировать ограничения на движение капитала для обеспечения финансовой стабильности, при этом Фонд может рекомендовать их отмену, если сочтет их более не необходимыми. Во-вторых, государства-члены, имплементирующие меры контроля за движением капитала, обязуются предоставлять МВФ информацию относительно методологической базы классификации и применяемых регуляторных инструментов с целью обеспечения прозрачности и недискриминационного характера регулирования. Фонд наделяется полномочиями по инициации консультационного процесса в случае, если применяемые меры носят дискриминационный, непрозрачный либо произвольный характер и наносят

значимый экономический ущерб другим государствам-членам, либо международной валютной системе в целом. По завершении консультаций Фонд может вынести формальное заключение о несоответствии анализируемых мер зафиксированным принципам многостороннего сотрудничества. При этом данное заключение не влечет за собой автоматического ограничения доступа государства к финансовым ресурсам Фонда. Тем не менее, такое заключение может приниматься во внимание Советом Управляющих при принятии решений в отношении технического содействия, программ сотрудничества и обзоров экономической политики соответствующей страны. Фонд может представлять добровольные для исполнения рекомендации, направленные на повышение прозрачности и предсказуемости режима, однако государство обязано их рассмотреть. Ключевым нововведением является исключение из-под действия консультационных процедур мер, введенных в отношении капитала из «недружественных» юрисдикций или носящего спекулятивный характер, которые требуют простого уведомления Фонда.

Полагаем, что предложенные изменения могут быть инициированы российской стороной в рамках функционала российской дирекции в Фонде, предварительно заручившись поддержкой дирекций стран, заинтересованных в усилении контроля за движением капитала, в частности партнерами по блоку БРИКС: Бразилии, ЮАР, Индии, Китая. Совокупный удельный вес квот данных стран позволит продвинуть инициативу до вынесения на обсуждение советом директоров МВФ и получить дополнительную поддержку других развивающихся стран.

«Группа двадцати».

В связи с усилением рисков фрагментации мирового финансового пространства в рамках «Группы двадцати» предлагается вынести на уровень «Рабочей группы по прозрачности и устойчивости потоков капитала» вопрос о консенсусе по управлению потоками капитала. В компетенцию данной рабочей группы входит разработка и координация макроэкономической политики. Российская Федерация, в рамках итогового коммюнике, принимаемых на основе консенсуса, может закрепить задачу формирования концепции контроля за движением капитала в условиях фрагментации глобального финансового пространства в целях обеспечения финансовой стабильности. Потенциально, блок

развивающихся стран мог бы сформировать концептуальную декларацию «Об ответственном управлении потоками капитала», закрепляющую право стран на использование селективных мер контроля для обеспечения финансовой стабильности и достижения долгосрочного устойчивого развития.

ООН.

Для целей стимулирования ответственного поведения международных инвесторов на рынках принимающих стран Российской Федерацией в рамках участия в профильных рабочих группах с учетом возросших глобальных финансовых рисков может быть предложено внесение изменения в «Принципы ответственного инвестирования», посредством включения в них принципа следующего содержания:

«Обеспечение вклада в устойчивое развитие экономики принимающей страны.

Подписавшие Принципы инвесторы обязуются, осуществляя инвестиции в зарубежные активы, стремиться к тому, чтобы их деятельность вносила позитивный вклад в обеспечение долгосрочного и инклюзивного экономического развития принимающей страны:

- содействие развитию экономики принимающей стороны, трансферу технологий и ноу-хау, а также недискриминационной интеграции компаний принимающей стороны в глобальные цепочки добавленной стоимости.

- развитие человеческого капитала: инвестирование в обучение и повышение квалификации работников принимающей стороны, обеспечение достойных условий труда и соблюдение высших стандартов охраны труда и техники безопасности.

- фискальная ответственность и прозрачность: соблюдение налогового законодательства принимающей страны в духе и букве закона, отказ от агрессивного налогового планирования и прозрачная отчетность о финансовых потоках и выплатах государству.

- укрепление местных рынков и институтов: содействие развитию финансовых рынков принимающей страны, использование услуг местных банков и поставщиков, где это возможно, и поддержка развития надлежащих корпоративных практик.

Инвесторы будут учитывать данный принцип при принятии инвестиционных решений, активном владении активами и выборе объектов для инвестирования, отдавая предпочтение тем возможностям, где достигается синергия между коммерческой доходностью и измеримой общественно-экономической отдачей.»

Данные изменения позволят трансформировать подход к международным инвестициям из парадигмы, ориентированной преимущественно на финансовую отдачу для инвестора, в модель совместного создания ценности и взаимной ответственности. Внедрение предложенного принципа закрепит на глобальном уровне модель поведения инвесторов, обеспечивающую вклад иностранных инвестиций в развитие принимающей экономики. Это создаст важнейший противовес практике краткосрочных спекулятивных потоков, которые, опустошая природные и финансовые ресурсы, не формируют технологического, производственного и кадрового базиса для развития экономики принимающей стороны.

Более того, конкретизация обязательств по развитию человеческого капитала, передаче технологий и фискальной прозрачности превратит абстрактные принципы ESG в измеримые и наблюдаемые действия и позволит правительствам стран-реципиентов, особенно развивающихся, вести более предметный диалог с инвесторами, аргументированно отстаивая национальные приоритеты в рамках целей устойчивого развития ООН. Для самих инвесторов это снизит репутационные и регуляторные риски, укрепит социальную лицензию на деятельность и обеспечит более стабильную операционную среду в долгосрочной перспективе, так как их успех будет неразрывно связан с процветанием местной экономики.

На национальном уровне.

Предлагается имплементация подходов к модификации выбора механизмов контроля за МДК в условиях усиления глобальных финансовых рисков и фрагментации глобального финансового пространства с учетом следующих факторов: во-первых, качества привлекаемого капитала согласно классификации, представленной в таблицах 22-23; во-вторых, национальной специфики применения механизмов, детали по которой представлены в разделе 1.3; в-третьих, результативности применяемых механизмов контроля, информация представлена в

разделе 2.3; в-четвертых, ограничений на применение существующего набора механизмов контроля, информация о которых представлена в разделе 3.1.

Таким образом, с учетом теоретических наработок и анализа практики применения механизмов контроля на МДК, обоснован комплексный подход к корректировке механизмов контроля за движением капитала в условиях усиления глобальных финансовых рисков и фрагментации глобального финансового пространства. Такой подход включает изменение парадигмы контроля за МДК на уровне международных организаций, а также адаптацию наиболее результативных практик механизмов контроля к специфике национальных условий и новым вызовам глобального финансового рынка на уровне национальных регуляторов. В качестве ключевого элемента подхода используется стратификация форм движения капитала.

3.3 Разработка предложений по имплементации подходов к выбору механизмов контроля за движением капитала в Российской Федерации

Эволюция форм контроля за движением капитала в Российской Федерации демонстрирует высокую степень адаптивности к изменяющимся внутренним и внешним условиям, а также развитость применимого набора механизмов, который базируется как на высокой степени развитости банковского сектора и информационных технологий, так и на продвинутой основных институтов финансового рынка.

Основные ориентиры политики в области контроля за движением капитала были направлены на предотвращение наиболее уязвимых форм трансграничного движения капитала, включая вывод значительных финансовых средств за пределы национальной юрисдикции, осуществление краткосрочных и зачастую деструктивных спекулятивных операций на отечественных финансовых платформах, а также попытки хеджирования коммерческих рисков посредством инструментов, находящихся вне российского правового поля. Более того, в условиях нарастающего санкционного давления и существенно ограниченного доступа к глобальным финансовым ресурсам, данные меры стали основой для поддержания финансовой стабильности на национальном рынке.

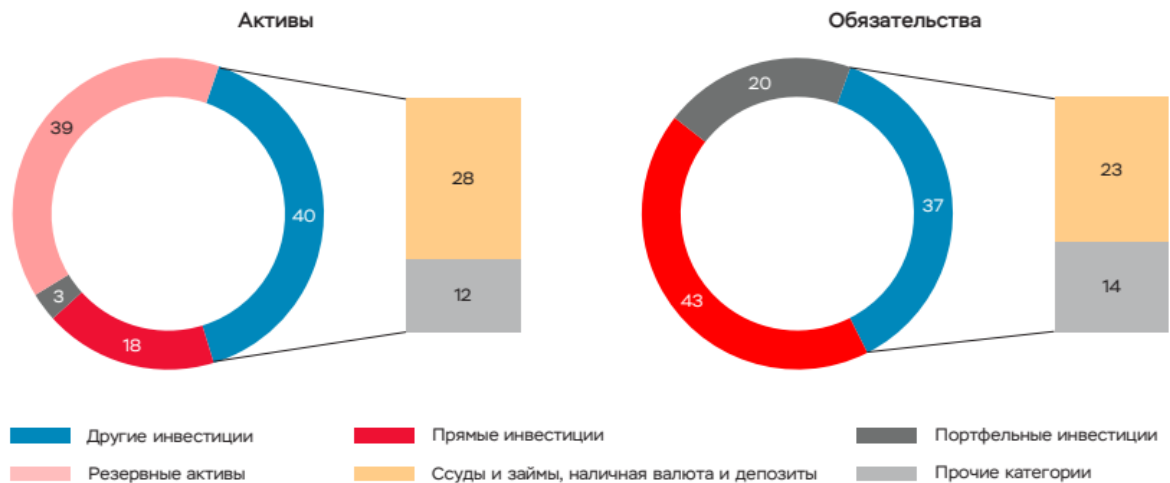
В кризисный период 2022-2025 годов действия властей были направлены на наиболее уязвимые в конкретный момент формы движения капитала – на купирование вызовов для финансовой системы от санкционного давления и блокировку вывода средств нерезидентами. Подобная реакция, основанная на жестких административных мерах, таких как использование режимов специальных счетов, обязательная продажа валютной выручки и ограничения на вывод капитала, позволила в кратчайшие сроки купировать острейшую фазу кризиса, стабилизировать валютный рынок и предотвратить полномасштабный коллапс банковской системы.

Однако, как демонстрирует сравнительный страновой анализ, долгосрочная эффективность и стратегическая ценность политики контроля определяются не только скоростью и жесткостью реакции, но и ее способностью трансформироваться из механизма кризисного тушения «пожаров» в систему превентивного управления рисками, стимулирования притока «качественных» инвестиций и обеспечения макроэкономической устойчивости в среднесрочной перспективе [121; 192]. В этом контексте текущая политика России в области регулирования финансовых потоков, сформированная в экстремальных условиях 2022 года, требует осмысленной оптимизации и точечной донастройки как с учетом успешных международных практик применения мер контроля за движением капитала, так и на основе усиления глобальных финансовых рисков и новых задач российской экономики.

Динамика МИП Российской Федерации за период с 2021 по 2024 год характеризуется значительными структурными изменениями и переоценками под влиянием внешних и внутренних факторов.

По состоянию на начало 2022 года объем иностранных активов России составлял 1659,5 млрд долларов США, демонстрируя рост по сравнению с 2020 годом. К началу 2023 года иностранные активы уменьшились до 1601,8 млрд долл., к началу 2024 года – до 1554 млрд долл. США, а к началу 2025 года – до 1546,59 млрд долл. США с тенденцией дальнейшего роста в 2025 году. Внешние обязательства России сокращались еще более высокими темпами, достигнув пика в 1172,9 млрд долл. США на начало 2022 года и снизившись до 833,8 млрд долл. США на начало 2023 года, 696,7 млрд долл. США на начало 2024 года и 598,4 млрд долл. США на начало 2025 года. Прочие

инвестиции (обязательства) сначала выросли в 2021 году из-за распределения СДР МВФ, но затем снизились, составив к 2025 году 221,2 млрд долл. США. Структура МИП России по состоянию на 01.01.2025 представлена на рисунке 24.



Источник: [21].

Рисунок 24 – Структура МИП России на 01.01.2025.

Ключевым итогом стало существенное увеличение чистой международной инвестиционной позиции России: если на начало 2022 года она составляла 483,4 млрд долл. США, то к началу 2023 года выросла до 770,4 млрд долл. США, а к началу 2025 года – до 948,5 млрд долл. США [20; 21]. Анализ эволюции российского финансового рынка 2022-2025 годов демонстрирует его переход от фазы экстренной адаптации к состоянию зрелой, диверсифицированной и проактивно регулируемой системы. Кризисный 2022 год стал испытанием на прочность: были введены валютные ограничения, поддержана ликвидность банковского сектора, предотвращен коллапс платежной системы. К 2023 году фокус сместился на управление структурными дисбалансами: бурным ростом потребительского кредитования и давлением на валютный рынок [34]. Именно тогда началось активное разворачивание макропруденциального инструментария – были введены макропруденциальные лимиты (далее – МПЛ) - количественные ограничения на выдачу определенных видов кредитов, например, в России действует лимит на долговую нагрузку заемщиков) и повышенные макропруденциальные надбавки (далее – МПН) - дополнительные требования к капиталу банков, которые делают для них более дорогой или обременительной выдачу определенных видов кредитов, например, повышенные коэффициенты риска для некоторых заемщиков) по необеспеченным кредитам [40], что стало первым шагом к настройке рынка.

К 2024-2025 годам банковский сектор демонстрирует нормализованную рентабельность (ROA 1,9%) и стабильную достаточность капитала (Н1.0 на уровне 12,9%), а система макропруденциальных надбавок и лимитов эволюционировала к точечному управлению рисками, позволив накопить буфер в 1,2 трлн рублей [35]. Управление ликвидностью достигло новой зрелости с внедрением в 2025 году национального норматива краткосрочной ликвидности, сменившего адаптированный базельский стандарт на национальный, более релевантный для российских реалий.

Ответом на отключение от SWIFT стало ускоренное развитие Системы передачи финансовых сообщений Банка России (СПФС). Внедрение «Цифрового профиля» и переход к расчету ПДН на основе верифицированных данных о доходах (с 2025-2027 гг.) – шаг к новому уровню риск-менеджмента. Регулярные стресс-тесты охватывают теперь не только банки, но и НПФ, и портфели проектного финансирования. С точки зрения реализации монетарной политики за период с начала 2019 по 2025 год можно выделить два цикла: первый цикл (смягчение) завершился в марте 2021 года историческим событием для России – снижением ключевой ставки до рекордно низкого уровня 4,25%. Далее последовал период ужесточения ДКП (ключевая ставка была повышена до 8,5% в октябре 2021 года и экстренно установлена на уровне 20% в феврале 2022 года). Со второй половины 2022 года и до лета 2023 года Банк России удерживал ключевую ставку на уровне 7,5%, однако с середины 2023 года, на фоне усиления инфляционного давления, ЦБ перешел к последовательному ужесточению ДКП вплоть до 21% к концу 2024 года. Динамика макроэкономических показателей Российской Федерации показывает значительное влияние геополитических процессов 2022 года на экономику России. В ответ на структурные изменения и санкционное давление в России был введен комплекс административных механизмов контроля за движением капитала: обязательная продажа валютной выручки экспортерами, ограничения на выплаты в пользу нерезидентов из «недружественных» стран, запрет на вывод средств от продажи активов, ужесточение ограничений на вывоз наличной валюты, операции с иностранными ценными бумагами, режим специальных счетов для нерезидентов, а также обязательная отчетность и проведение расчетов через уполномоченные банки.

Вместе с тем для применения мер контроля за движением капитала в Российской Федерации характерен ряд специфических вызовов, к числу которых мы относим:

- ограничение доступа к международным рынкам капитала;
- отток значительной части прямых и портфельных инструментов;
- неразвитость финансовых рынков основных торговых партнеров, с которыми формируется положительное сальдо торгового баланса;
- блокировку значительных финансовых ресурсов в «недружественных» юрисдикциях.

Во-первых, структурным ограничением стало кардинальное сужение доступа российской экономики к ликвидным международным рынкам капитала. Российские корпоративные и суверенные заёмщики оказались отрезаны от традиционных площадок привлечения долгосрочного финансирования в твёрдой валюте (еврооблигации, синдицированные кредиты). Это привело к необходимости масштабной переориентации на внутренние источники заимствований, ёмкость которых, однако, существенно ниже, а стоимость, как правило, выше. Для компаний это вылилось в свёртывание или пересмотр инвестиционных программ, повышение финансовой нагрузки и поиск нестандартных схем финансирования. Государству пришлось активизировать использование Фонда национального благосостояния и увеличивать заимствования на внутреннем рынке. Параллельно резко снизилась ликвидность российского фондового рынка [65]. Кроме того, даже инвесторы из «дружественных» стран теперь сталкиваются с серьезными административными барьерами при выходе на российский рынок, что заметно снижает его привлекательность. В долгосрочной временной перспективе это способствует финансовой изоляции и технологическому отставанию, лишая национальную экономику важного экзогенного стимула для экономического роста и повышения корпоративных стандартов управления.

Во-вторых, отток инвестиций стал следствием не только прямых санкционных рестрикций, но и результатом эскалации неэкономических (геополитических) рисков, а также ужесточения ограничений на трансграничные операции. Процесс перестройки рыночной инфраструктуры с ориентацией на восточных партнеров зачастую носил вынужденный и хаотичный характер, что

нанесло ущерб рыночной оценке активов и корпоративной стоимости российских компаний.

В-третьих, переориентация торговых потоков на страны Азиатско-Тихоокеанского региона, Ближнего Востока и Содружества Независимых Государств (далее – СНГ) выявила серьезный структурный дисбаланс. Формируя положительное сальдо торгового баланса с указанными партнерами, Россия сталкивается с отсутствием у них глубоких и ликвидных финансовых рынков. Полученную экспортную выручку, номинированную в национальных валютах (китайских юанях, индийских рупиях, дирхамах ОАЭ), крайне сложно реинвестировать в высоколиквидные и надёжные активы. Это создаёт проблему «стерилизации» избыточной валютной выручки: она не работает на развитие экономики, а просто аккумулируется на счетах, подвергаясь инфляционным и курсовым рискам [65]. Кроме того, неразвитость рынков капитала данных стран не позволяет осуществлять размещение облигационных займов или акций, а также привлекать фондирование для российских компаний в валютах, коррелирующих с валютной структурой выручки, в целях хеджирования валютных рисков. Таким образом, возникает парадокс, когда внешнеторговая эффективность не конвертируется автоматически в финансовые и инвестиционные преимущества, а порождает новые задачи по управлению валютными рисками и размещением средств.

В-четвертых, блокировка активов, включая золотовалютные резервы Центрального банка и средства частных компаний, представляет собой фундаментальный системный вызов, подрывающий базовые принципы международного доверия и финансовой безопасности. Заморозка примерно половины международных резервов Банка России лишила страну ключевого «финансового буфера», предназначенного для стабилизации курса валюты и покрытия дефицита платёжного баланса в кризис. Для бизнеса блокировка активов означает прямые балансовые убытки, нарушение финансовых цепочек и рост операционных издержек. Но помимо прямого экономического ущерба, данная ситуация имеет глубокие стратегические последствия. Она создаёт прецедент, подрывающий доверие в международной финансовой системе, и на десятилетия повышает суверенные риски для любых российских активов за рубежом [65]. Поиск

путей разблокировки либо компенсации через сложные процедуры международных арбитражей или политических договоренностей представляет собой крайне продолжительный и неочевидный процесс. В итоге страна и компании не только теряют текущие финансовые ресурсы, но и несут колоссальные репутационные издержки и сталкиваются с удорожанием любого внешнего финансирования из-за премии за беспрецедентный политический риск.

В новых экономических реалиях модификация комплекса мер контроля за движением капитала должна, по нашему мнению, ставить следующие цели [60]:

- 1) обеспечение финансовой стабильности (ограничения на отток капитала, принадлежащего «недружественным» юрисдикциям);
- 2) обеспечение устойчивого притока валютной выручки и замещение расчетами в национальных валютах расчетов в валютах «недружественных» стран;
- 3) обеспечение притока «качественного» капитала как в целях финансирования внешнего долга, так и в целях обеспечения долгосрочного экономического роста;
- 4) формирование новой парадигмы экспорта капитала из Российской Федерации в «дружественные» страны.

Обеспечение финансовой стабильности.

Эта цель со временем трансформировалась из общей задачи сдерживания оттока капитала в более адресный механизм управления рисками и обеспечения экономической безопасности. Контроль за МДК сегодня сосредоточен не на всецелом запрете трансграничных операций, а на выборочном ограничении вывода средств в те юрисдикции, в которых выведенные средства с высокой вероятностью могут быть заблокированы или могут быть использованы в ущерб национальным интересам стран, принимающих иностранный капитал [60]. Такая концепция позволяет сохранять денежные средства и ликвидность внутри финансовой системы страны и предотвращает их резкий отток.

Реализуя данную концепцию, национальному регулятору важно помнить, что главной задачей является тонко настроить набор используемых механизмов контроля, что означает не навредить добросовестным иностранным инвесторам из нейтральных и «дружественных» стран и не провоцировать ответные меры против российских активов за рубежом со стороны «недружественных» стран. Для

достижения этой цели можно создавать сложные процедуры вывода средств, например, через специальные «С-счета», которые дают время на анализ проведения данных движений регулятором. В итоге финансовая стабильность должна обеспечиваться созданием прозрачных каналов для контроля за МДК, а не тотальными и всесторонними ограничениями.

Обеспечение устойчивого притока валютной выручки и замещение расчетами в национальных валютах расчетов в валютах «недружественных» стран.

Достижение данной цели крайне важно для обеспечения валютного суверенитета в процессе перестройки системы внешнеэкономических расчетов. Принятые властями механизмы напрямую стимулируют российских экспортеров к скорейшей репатриации и продаже значительной части валютной выручки, хотя по состоянию на 2026 год этого законодатель не требует. Вместе с этим активно развивается инфраструктура для расчетов по внешнеэкономической деятельности с партнерами из «дружественных» стран в национальных валютах, что снижает зависимость от доллара США. Кроме того, развивается национальная платежная система и прочие ключевые элементы финансового рынка, обеспечивающие финансовый суверенитет страны.

Однако важный системный вызов все же остается. Он заключается в том, что даже несмотря на частичный переход на взаиморасчеты с иностранными партнерами в национальных валютах, доллар США остается важным в современной внешнеэкономической деятельности по причине котирования большинства товаров на мировом рынке в долларах США. На текущий момент это создает объективные сложности для полного валютного импортозамещения.

Обеспечение притока «качественного» капитала.

В условиях ограничения доступа к традиционным финансовым рынкам довольно острым становится вопрос дальнейшего привлечения стратегических инвестиций, под чем подразумеваются не только финансовые, но и технологические ресурсы. Создание «зеленых коридоров» и специальных правовых режимов для инвесторов из «дружественных» стран упрощает доступ инвесторам к национальному рынку [60]. Для дальнейшего внешнего финансирования государство и корпоративные эмитенты вынуждены привлекать финансирование на альтернативных рынках (например, на Ближнем Востоке и Азии), а также развивать

инструменты внутреннего заимствования. В этой ситуации особенно важным становится различие между «горячим» спекулятивным капиталом и «холодными» ПИИ. Соответственно, меры контроля становятся асимметричными: ужесточаются для краткосрочных операций, но смягчаются для долгосрочных проектов в приоритетных отраслях, таких как ИТ, инфраструктура, обрабатывающая промышленность.

Формирование новой парадигмы экспорта капитала.

Это наиболее стратегическая и сложная цель, означающая переход от стихийного вывоза капитала к его целенаправленному и регулируемому экспорту как инструменту укрепления экономического и политического влияния. Новая парадигма предполагает, что вывоз капитала должен быть напрямую увязан с национальными интересами: созданием собственных логистических цепочек, обеспечением доступа к критическим ресурсам и развитием производств за рубежом, которые будут работать на российский рынок или рынки третьих стран. Государство, через институты развития (ВЭБ.РФ, РЭЦ), может выступать координатором и соинвестором таких проектов, обеспечивая им политическую поддержку. Меры контроля в этом контексте не столько запрещают вывод, сколько направляют его в одобренные юрисдикции и сектора, одновременно требуя от компаний прозрачности в отношении конечных бенефициаров зарубежных активов. Таким образом, экспорт капитала превращается из угрозы финансовой стабильности в инструмент стратегического развития, способствующий интеграции России с экономиками стран Евразийского экономического союза (далее – ЕАЭС), БРИКС и других «дружественных» государств.

В таблице Л.1 представлена матрица, позволяющая усовершенствовать набор механизмов контроля за движением капитала в Российской Федерации с учетом усиления глобальных финансовых рисков и специфических целей регулирования, описанных выше.

Первым направлением является особое регулирование «дружественного» и «недружественного» капитала. Санкционный режим, введенный странами так называемого «коллективного Запада», и фрагментация глобального финансового пространства выдвинули этот критерий на роль ключевого. Капитал из «недружественных» стран должен подвергаться дополнительной проверке,

ограничениям на выход с российского рынка, возможно, специальным налоговым режимам. Такая сегментация капитала позволит заменить тотальные ограничения 2022 года на гибкую систему разрешений, налогов и регулирования, стимулирующую приток ресурсов именно в те сферы, которые определены как приоритетные для экономического суверенитета и развития.

Для имплементации предложенных подходов нами разработаны следующие корректировки в проекты нормативных актов Российской Федерации.

Предлагаем следующие законодательные инициативы:

Дополнить статью 24 Федерального закона от 10.12.2003 № 173-ФЗ «О валютном регулировании и валютном контроле» пунктом 6 следующего содержания:

«6. В целях обеспечения финансовой стабильности Российской Федерации и предотвращения неконтролируемого оттока капитала Правительство Российской Федерации вправе устанавливать особые ограничения на осуществление валютных операций между резидентами и нерезидентами, а также между нерезидентами в случаях, когда одной из сторон операции выступают лица, аффилированные с «недружественными» иностранными государствами.

Критерии для определения иностранного государства к группе «недружественных», а также для определения аффилированности лиц к лицам, происходящим из «недружественных» юрисдикций, устанавливаются Правительством Российской Федерации. Помимо этого, критерии также должны включать анализ следующих рисков:

- риск введения указанным государством санкций против России и применения мер по блокировке, изъятию или ограничению пользования активами, находящимися за рубежом, принадлежащих Российской Федерации или резидентам Российской Федерации;

- риск отсутствия межгосударственных соглашений или механизмов, обеспечивающих защиту прав российских инвесторов по отношению к активам, находящимся за рубежом, и возможность беспрепятственной репатриации капитала.»

Это изменение позволит внедрить точечный контроль против капитала из тех юрисдикций, которые Россия будет считать рисковыми. Определение круга

стран, являющихся «недружественными», позволит создать правовой механизм для селективного контроля за МДК, когда существует прямая угроза утраты контроля за активами России за рубежом. Использование режима специальных счетов и разрешительного порядка совершения сделок даст регулятору пространство для маневров в случае ухудшения геополитической ситуации. В результате внесения этого изменения в законодательную базу будет решена задача по усовершенствованию финансовой стабильности за счет предотвращения бесконтрольного вывода ликвидности с российского рынка при минимизации ущерба для остальных участников рынка.

Второе направление преследует цель адаптировать российскую внешнеэкономическую деятельность под реалии фрагментации мировой экономики [65]. Ключевой задачей является переход от использования «токсичных» валют «недружественных» стран в пользу использования национальных валют при осуществлении расчетов со странами-партнерами России. Реализация данной политики предполагает внесение системных изменений в Федеральный закон от 10.12.2003 № 173-ФЗ «О валютном регулировании и валютном контроле» и Налоговый кодекс Российской Федерации (часть вторая) от 05.08.2000 № 117-ФЗ.

Предлагается создать пункт 9 в статье 19 Федерального закона от 10.12.2003 № 173-ФЗ «О валютном регулировании и валютном контроле» следующего содержания:

«В целях стимулирования использования валюты Российской Федерации в международных расчетах, обеспечения финансовой стабильности и суверенитета национальной платежной системы доходы резидентов, полученные от реализации товаров (работ, услуг, имущественных прав) по внешнеторговым контрактам (договорам), обязательства по оплате которых выражены и исполнены в российских рублях, облагаются налогом на прибыль организаций по льготной ставке, указанной в пункте 1.2-2 статьи 284 Налогового кодекса Российской Федерации.»

Также предлагается дополнить статью 284 НК РФ новыми подпунктом 1.2-2, изложив его в следующей редакции:

«1.2-2. К налоговой базе, определяемой по доходам, полученным от реализации товаров (работ, услуг, имущественных прав) по договорам внешнеторговых сделок, обязательства по оплате которых выражены и фактически

исполнены в валюте Российской Федерации (российских рублях), применяется налоговая ставка в размере 12 процентов, если иное не предусмотрено настоящей статьей.»

Третье направление касается обеспечения притока «качественного» капитала. Его суть заключается в переходе от политики универсальных ограничений к созданию асимметричных правил, которые селективно поощряют именно долгосрочные стратегические инвестиции. В условиях сокращения доступа к западным рынкам капитала, критически важным становится превратить контроль в инструмент, привлекающий инвестиции, несущие технологии, компетенции и устойчивое финансирование в приоритетные сектора. Для достижения этой цели предлагается модифицировать налоговое законодательство, внедрив мощный целевой стимул для иностранных инвесторов. Предлагаемая поправка устанавливает ставку налога на прибыль для «дружественных» иностранных инвесторов, осуществляющих крупные долгосрочные прямые инвестиции в приоритетные отрасли. Цель – создать мощный целевой стимул для притока стратегического капитала [65].

Для реализации этого направления предлагаем дополнить статью 284 НК РФ подпунктом 1.2-3 (ранее в рамках второго направления был предложен пункт 1.2-2):

«1.2-2. Для организаций – иностранных инвесторов, осуществляющих прямые инвестиции на территорию Российской Федерации в капитал российских организаций или в создание новых производств (филиалов) в приоритетных отраслях, определяемых Правительством Российской Федерации, налоговая ставка устанавливается в размере 5% (вместо 25%) при одновременном соблюдении следующих условий:

Инвестор признается «дружественным» в порядке, определяемом Правительством Российской Федерации (с учетом концепции, закреплённой в законе об иностранных инвестициях).

Минимальный объем инвестиций составляет сумму, эквивалентную 1 млрд рублей, а минимальный срок сохранения инвестиции – 5 лет.

Инвестиции направлены в проект, включенный в реестр приоритетных инвестиционных проектов, утверждаемый Министерством экономического

развития Российской Федерации (проект должен предусматривать создание новых рабочих мест, трансфер технологий или развитие инфраструктуры).

Пониженная ставка применяется к прибыли, полученной от деятельности, осуществляемой в рамках данного инвестиционного проекта, в течение срока его окупаемости, но не более 10 лет с момента начала реализации.»

Данная поправка нацелена на создание адресного налогового стимула для привлечения в Россию стратегического долгосрочного капитала и позволит повысить инвестиционную привлекательность приоритетных отраслей за счет снижения налоговой нагрузки на инвесторов. Она предусматривает введение специальной пониженной ставки налога на прибыль для иностранных инвесторов, чьи проекты соответствуют критериям «дружественности», имеют высокий объем и длительность вложений, а также включены в реестр приоритетных направлений экономического развития. Это обеспечит не только приток капитала, но и его устойчивость, а также адресное направление средств в реальный сектор экономики, развитие высоких технологий и инфраструктуры. Гибкий механизм, реализуемый Правительством Российской Федерации, позволит оперативно адаптировать перечень приоритетных отраслей под текущие экономические задачи. В итоге предложенное изменение превратит налог на прибыль в эффективный рычаг структурной инвестиционной политики, способствующий устойчивому росту.

Наконец, четвертое, внешнеполитическое, направление, – это активное продвижение российской повестки в области контроля за капиталом на площадках многостороннего сотрудничества с «дружественными» странами [65]. В условиях конфронтации с Западом Россия не может оставаться в роли пассивного объекта санкций. Необходимо инициировать диалог в рамках ЕАЭС и с другими стратегическими партнерами о выработке общих принципов контроля за движением капитала в условиях фрагментации глобального финансового пространства [60]. Целью должно стать создание и усовершенствование условий для взаимных потоков капитала между странами-участницами и купирование внешних угроз. Для стран ЕАЭС такой подход открывает возможность укрепления финансового суверенитета и снижения зависимости от конъюнктуры и политизированных решений со стороны третьих государств, что делает инициативу востребованной всеми участниками интеграционных объединений.

Предлагаемые меры по улучшению политики по контролю за МДК в России представлены в таблице М.1.

На основе проведенного анализа предложен комплекс взаимосвязанных мер по модификации механизмов контроля за движением капитала в Российской Федерации. Ключевая цель преобразований – переход от рефлекторной модели кризисных запретов, доминировавшей в 2022 году, к современной системе стратегического управления финансовыми потоками. Накопленный за период после 2022 года опыт адаптации к беспрецедентному санкционному давлению позволил выявить устойчивые каналы трансграничного взаимодействия и сформировать институциональные резервы, необходимые для выстраивания более гибкой и проактивной политики регулирования капитала. Фундаментом новой политики должно стать дифференцированное, селективное регулирование, основанное на классификации форм движения капитала по критериям его вклада в развитие реального сектора («светофорная» модель) и геополитической «дружественности». Это позволит заменить тотальные ограничения на «умный» фильтр, гибко стимулирующий приток ресурсов в приоритетные проекты и сдерживающий спекулятивные или враждебные потоки. Для реализации данного подхода необходима глубокая модернизация правового поля, прежде всего закона «О валютном регулировании», с закреплением новых принципов и таких механизмов.

Предлагаемые направления модификации подходов к выбору набора механизмов контроля за МДК нацелены на построение гибкой архитектуры трансграничных финансовых потоков, призванных обеспечить финансовую стабильность, одновременно создавая эффективные каналы для перераспределения иностранного капитала на цели технологического обновления и долгосрочного роста национальной экономики в условиях новых вызовов.

Проведенный аналитический обзор позволяет заключить, что современная среда использования механизмов контроля за МДК претерпевает фундаментальные трансформации под воздействием эскалации глобальных финансовых рисков и прогрессирующей фрагментации мирового финансового пространства.

Эмпирический опыт России в период 2022-2024 годов демонстрирует, что даже в условиях беспрецедентного санкционного давления корректно выстроенная архитектура контроля способна обеспечить макроэкономическую стабильность.

Эффективность контроля детерминируется не столько набором применяемых мер, сколько их соответствием текущей фазе экономического цикла, уровню институциональной зрелости национальной экономики и способности регулятора к своевременной модификации инструментария. Перспективным направлением эволюции контроля выступает внедрение селективного (дифференцированного) подхода, базирующегося на стратификации (ранжировании) капитала по критериям юрисдикционной «дружественности» и вклада в обеспечение долгосрочного экономического развития.

Для России ключевыми целевыми ориентирами модификации механизмов должны стать: обеспечение финансовой стабильности, стимулирование притока «качественного» (стратегического) капитала и формирование новой парадигмы экспорта капитала в дружественные юрисдикции. Реализация указанных задач требует глубокой модернизации правового поля, включая институциональное закрепление дифференцированных налоговых режимов и развитие инфраструктуры расчетов в национальных валютах. Таким образом, трансформация системы контроля за движением капитала в условиях новых системных вызовов должна осуществляться по пути создания гибкой, технологически оснащенной и проактивной архитектуры управления трансграничными финансовыми потоками, способной одновременно обеспечивать стабильность национальной финансовой системы и стимулировать долгосрочный экономический рост.

Заключение

Проведенное исследование эмпирически подтверждает и теоретически обосновывает тезис о том, что политика в области контроля за МДК претерпевает кардинальную институциональную трансформацию. Происходит последовательная утрата рыночного характера стимулов, детерминирующих формирование трансграничных потоков капитала. Глобализация мировой экономики, обусловившая в третьей четверти XX века-начале XXI века поступательное устранение барьеров на пути совершения трансграничных операций, с неизбежностью выявила широкий спектр негативных последствий, ассоциированных с либерализацией движения капитала. Это объясняет необходимость применения механизмов контроля за МДК.

Установлено, что направления трансформации форм движения глобального финансового капитала все в большей степени подстраиваются под новые реалии, влияющие на МДК, а именно: тенденцию деглобализации и фрагментации валютного пространства, усиление роли цифровых финансовых активов, активизацию деятельности государства на рынке МДК и усиление роли розничных и глобальных коллективных инвесторов. Вследствие этого происходит искажение рыночной основы для свободного трансграничного передвижения капитала.

Сформулированы критерии выбора механизмов государственного регулирования и контроля МДК с учетом состояния специфики национальных экономик, а именно: платежного баланса, степени развития финансового рынка, открытости экономики, модели интеграции страны в систему международного разделения труда и реализуемой денежно-кредитной политикой. Разработанная методика позволяет определить пул наиболее результативных механизмов для купирования основных вызовов международного финансового рынка.

Определено, что комплекс мер контроля за МДК должен включать последовательность шагов, направленных на купирование основных рисков, характерных для той или иной институциональной формы МДК, сохраняя при этом потенциал привлечения внешних ресурсов, необходимых для долгосрочного поступательного развития принимающей экономики. При этом контроль за движением капитала призван с одной стороны минимизировать негативное воздействие от разрушительного воздействия финансовых потоков, проникающих

на национальные рынки, а с другой – обеспечить задачу мобилизации ресурсов для долгосрочного экономического роста. Сформулированы критерии отбора оптимальных механизмов контроля за движением капитала, базирующиеся на соблюдении баланса между антикризисным воздействием и целями развития, учете национальной специфики принимающей страны и новых вызовов глобального финансового рынка.

Разработана авторская методика оценки эффективности применения механизмов контроля за движением капитала, охватывающая две группы целевых установок – антикризисные механизмы и механизмы развития. Для каждой группы определены по три ключевых показателя: для антикризисных механизмов – корреляция СТО и ПИИ, приоритизация ПИИ, стабилизация «горячих денег»; для механизмов развития – динамика ВВП, динамика ВВП на душу населения, динамика доли ВНС в ВВП. Апробация методики на девяти страновых кейсах подтвердила ее работоспособность.

Подтверждено, что в условиях острого кризиса платежного баланса и бегства капитала чрезвычайные административные меры выступают эффективным инструментом краткосрочной стабилизации. Наиболее показателен опыт России 2022–2024 годов, где в условиях беспрецедентного санкционного давления комплексный набор механизмов контроля позволил достичь высокой эффективности – стабилизировать валютный курс, сдержать инфляцию и предотвратить коллапс финансовой системы. Если оценивать эффективность антикризисных механизмов по предложенной модели, то высший итоговый балл среди всех рассмотренных стран получила только Россия. Аргентина и Индонезия, напротив, показали крайне слабые результаты – это лишний раз подтверждает, насколько важны своевременность и системность вводимых ограничений.

Что касается стран, которые использовали механизмы развития (Китай, Турция, Узбекистан, Польша), они продемонстрировали среднюю эффективность. Им удалось обеспечить рост ВВП и повышение благосостояния населения, но ни одна из этих стран не смогла увеличить долю национальных сбережений в ВВП.

Из всего этого следует, что необходим дифференцированный подход к регулированию трансграничных потоков капитала – такой, который учитывал бы национальные приоритеты и стратегические цели экономического развития каждой

страны. Сравнительный анализ подходов ведущих международных финансовых институтов свидетельствует о консолидации их позиций вокруг тезиса о необходимости регулирования потоков капитала как условия обеспечения финансовой стабильности и защиты экономического суверенитета государств. Установлено, что наиболее концептуально значимый парадигмальный поворот совершил МВФ, который в 2012 году признал правомерным и необходимым применение мер контроля за МДК, отказавшись от многолетней безусловной гегемонии принципа полной экономической открытости. «Группа двадцати» предложила эскалационную модель регулирования, позволяющую государствам адаптировать меры под текущую макроэкономическую ситуацию.

Выявлено, что современная архитектура международного регулирования МДК представляет собой разнородную, но постепенно сближающуюся систему, в которой рыночная либерализация дополняется признанием необходимости государственного контроля. На международном уровне предложены корректировки соответствующих документов, а на уровне национальных регуляторов разработан алгоритм модификации подхода по выбору механизмов контроля за движением капитала, учитывающий дифференцированный подход к регулированию различных форм капитала, поступающего на национальный рынок, а также специфику самого национального рынка. Предлагаемые направления модификации подходов к выбору набора механизмов контроля за МДК нацелены на построение гибкой архитектуры трансграничных финансовых потоков, призванных обеспечить финансовую стабильность, одновременно создавая эффективные каналы для перераспределения иностранного капитала на цели технологического обновления и долгосрочного роста национальной экономики в условиях новых вызовов.

Предложен комплекс мер, позволяющих усилить действие отдельных механизмов контроля за движением капитала в ответ на четыре основных вызова современной среды трансграничного движения капитала: неразвитость и низкая ликвидность внутренних финансовых рынков в развивающихся экономиках; преобладание краткосрочных спекулятивных капиталов над стратегическими инвестициями; концентрация финансовой мощи и дестабилизирующий потенциал глобальных мега-игроков; деструктивное воздействие цифровых финансовых инноваций.

Проведенное исследование позволяет утверждать, что трансформация системы мер контроля за движением капитала в условиях усиления глобальных финансовых рисков и фрагментации глобального финансового пространства требует учета новых объективных факторов, ограничивающих применение традиционного инструментария. Российский пример доказывает, что даже в условиях жестких внешних шоков грамотно выстроенная система контроля способна обеспечить макроэкономическую стабильность. Предложенный комплексный подход предполагает имплементацию разработанных положений на уровне международных организаций и национальных регуляторов, базируясь на стратификации форм движения капитала, учете национальной специфики и результативности применения мер контроля с их адаптацией к ограничениям, накладываемым современным финансовым рынком.

Список литературы

Книги

1. Александров, Е.Л. Мировая экономика и международные экономические отношения : учебное пособие / Е.Л. Александров, В.Н. Круглов. – Москва : Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, 2017. – 112 с. – ISBN 978-5-7942-1401-7.
2. Гильфердинг, Р. Финансовый капитал: исследование новейшей фазы в развитии капитализма / Р. Гильфердинг ; перевод с немецкого И.И. Степанова-Скворцова. – Москва : Издательство социально-экономической литературы, 1959. – 482 с. – ISBN 978-5-397-02170-8.
3. Зингалес, Л. Спасение капитализма от капиталистов : скрытые силы финансовых рынков – создание богатства и расширение возможностей / Л. Зингалес, Р. Раджан ; перевод с английского А. Тягловой ; под редакцией К. Сониной. – Москва : Институт комплексных стратегических исследований, 2004. – 492 с. – ISBN 5-7218-0572-2.
4. Международный кредит : учебник / коллектив авторов ; под общей редакцией М.А. Эскиндарова, Е.А. Звоновой. – Москва : КНОРУС, 2021. – 432 с. – ISBN 978-5-406-08174-7.
5. Мировые финансы: структура и анализ мировых рынков : учебник и практикум для вузов / под общей редакцией М.А. Эскиндарова, Е.А. Звоновой. – Москва : Издательство Юрайт, 2026. – 409 с. – ISBN 978-5-534-17687-2.
6. Руководство по платежному балансу и международной инвестиционной позиции : шестое издание (РПБ6) / перевод на русский язык Службы переводов МВФ. – Вашингтон, округ Колумбия : Международный Валютный Фонд, 2012. – 463 с. – ISBN 978-1-58906-816-2.
7. Стиглиц, Д.Ю. Глобализация: тревожные тенденции / Д.Ю. Стиглиц ; перевод с английского Г.Г. Пирогова. – Москва : Национальный общественно-научный фонд, 2003. – 304 с. – ISBN 5-244-01031-X.

Нормативно-правовые акты

8. Российская Федерация. Законы. О цифровых финансовых активах, цифровой валюте и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации : федеральный закон от 31.07.2020 г. № 259-ФЗ (редакция от 15.12.2025 г.) // Собрание законодательства Российской Федерации. – 2025. – Ст. 1. – Справочно-правовая система «КонсультантПлюс». – Текст : электронный. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_358753/e21bf6629de12458b6382a7c2310cc359186da60/#dst100008 (дата обращения: 11.05.2026).

Диссертации, авторефераты диссертаций

9. Богатова, И.Э. Влияние трансграничных потоков капитала на денежно-кредитную политику РФ : специальность 08.00.14 «Мировая экономика» : диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук / Богатова Ирина Эдуардовна ; Московский государственный университет имени М.В. Ломоносова. – Москва, 2016. – 130 с. – Библиогр. 122-127.

10. Навой, А.В. Тенденции развития центральных банков в условиях глобализации экономики : специальность 08.00.14 «Мировая экономика» : диссертация на соискание ученой степени доктора экономических наук / Навой Антон Викентьевич ; Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации. – Москва, 2013. – 457 с. – Библиогр. 364-390.

Электронные ресурсы

11. Аналитики оценили вероятность роста фондового рынка России вдвое к 2030 году / Ведомости : сайт. – Текст : электронный. – URL: https://www.vedomosti.ru/analytics/krupnyy_plan/articles/2025/09/29/1142626-eksperti-otsenili-veroyatnost-rosta-fondovogo-rinka-rossii-vdvoe-k-2030-godu (дата обращения: 13.05.2026).

12. Анисимова, Н. Минфин заявил о заморозке \$300 млрд золотовалютных резервов из-за санкций / Н. Анисимова // РБК : сайт. – 2022. – Текст : электронный.

– URL: <https://www.rbc.ru/economics/13/03/2022/622dd6ee9a7947081b63341c> (дата обращения: 11.05.2026).

13. Анисимова, Н. Объем сделок слияний и поглощений в мире приблизился к буму 2021 года / Н. Анисимова // РБК : сайт. – 2025. – Текст : электронный. – URL: <https://www.rbc.ru/business/27/12/2025/694f6b009a7947e5e8ca6f90> (дата обращения: 12.05.2026).

14. Аргентина: Капитализация фондового рынка, в долларах / Theglobaleconomy : сайт. – Текст : электронный. – URL: https://ru.theglobaleconomy.com/Argentina/stock_market_capitalization_dollars/ (дата обращения: 13.05.2026).

15. Балийская декларация лидеров «Группы двадцати» : принята 15-16 ноября 2022 года. – Москва : Официальный интернет-портал правовой информации, 2022. – Текст : электронный. – URL: <http://www.kremlin.ru/events/president/news/69844> (дата обращения: 11.05.2026).

16. Беспалов, Д. Активы под управлением BlackRock достигли рекордных \$13,46 трлн / Д. Беспалов // РБК : сайт. – 2025. – 14 октября. – DOI отсутствует. – Текст : электронный. – URL: <https://www.rbc.ru/quote/news/article/68ee35f19a79478d15baf0c2> (дата обращения: 11.05.2026).

17. Валютные счета и вклады / Банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: https://cbr.ru/faq/w_fin_sector/Valyutnye_scheta_i_vklady/ (дата обращения: 28.12.2025).

18. Ворошилов, Д. ЕС утвердил отключение от SWIFT семи российских банков / Д. Ворошилов // РБК : сайт. – 2022. – Текст : электронный. – URL: <https://www.rbc.ru/finances/02/03/2022/621f595b9a79477da51d9db3> (дата обращения: 11.05.2026).

19. ВЭБ.РФ. Устойчивое развитие и инфраструктура : обзор трендов в России и мире / ВЭБ.РФ, Национальный Центр ГЧП. – Москва, 2021. – 53 с. – Текст : электронный. – URL:

https://вэб.пф/downloads/spief_sd_short_final_02.05.2021_1.pdf (дата обращения: 11.05.2026).

20. Годовой отчет Банка России за 2022 год / Банк России : официальный сайт. – Москва, 2023. – Текст : электронный. – URL: https://cbr.ru/Collection/Collection/File/43872/ar_2022.pdf (дата обращения: 11.05.2026).

21. Годовой отчет Банка России за 2024 год / Банк России : официальный сайт. – Москва, 2025. – Текст : электронный. – URL: https://cbr.ru/Collection/Collection/File/55239/ar_2024.pdf (дата обращения: 11.05.2026).

22. Демихов, В.Ю. Влияние международного налогового планирования на производственную и сбытовую деятельность транснациональных компаний / В.Ю. Демихов // Экономика и управление: проблемы, решения. – 2014. – № 2 (26). Том 2. – С. 240-253. – Текст : электронный. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/vliyanie-mezhdunarodnogo-nalogovogo-planirovaniya-na-proizvodstvennyuyu-i-sbytovuyu-deyatelnost-transnatsionalnyh-kompaniy> (дата обращения: 11.05.2026).

23. Инвестиции в нефинансовые активы / Федеральная служба государственной статистики : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: https://rosstat.gov.ru/investment_nonfinancial (дата обращения: 23.05.2024).

24. Инфляция и ключевая ставка Банка России / Банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: https://cbr.ru/hd_base/infl/ (дата обращения: 28.12.2025).

25. Кортес-Конде, Р. Экономический кризис в Аргентине: причины и последствия / Р. Кортес-Конде ; (по материалам доклада текст подготовлен А.Ю. Володиным). – Текст : электронный // Экономическая история. Обзорение / под редакцией Л. И. Бородкина. – Москва, 2005. – Выпуск 10. – С. 180-182. – URL: <https://web.archive.org/web/20110828095917/http://www.hist.msu.ru/Labs/Ecohist/OB10/SEM/CortesConde.html> (дата обращения: 28.12.2025).

26. Костарев, Г. Расплата за приватизацию : Экс-президенту Аргентины грозит десятилетний тюремный срок / Г. Костарев // РБК : сайт. – 2014. – Текст : электронный. – URL: <https://www.rbc.ru/newspaper/2014/04/03/56bf05e09a7947299f72d2e1> (дата обращения: 12.05.2026).

27. Кушнир, И. Валовые частные инвестиции в основной капитал Аргентины, 1970-2022 / И. Кушнир – Текст : электронный. – URL: https://be5.biz/makroekonomika/fixed_capital_formation/ar.html (дата обращения: 11.05.2026).

28. Мазина, М. Tesla начала продавать электрокары за биткоины / М. Мазина // РБК : сайт. – 2021. – 24 марта. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://www.rbc.ru/crypto/news/605ae7a49a794734eeecf70> (дата обращения: 11.05.2025).

29. Международный Валютный Фонд. Статьи соглашения Международного Валютного Фонда / издание на русском языке подготовлено Службой переводов МВФ. – Вашингтон, округ Колумбия : Международный Валютный Фонд, 2011. – 108 с. – Текст : электронный. – URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/aa/rus/index.pdf> (дата обращения: 11.05.2026).

30. Методические принципы оценки реинвестированных доходов от прямых инвестиций в небанковские корпорации / Банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://cbr.ru/content/document/page/164995> (дата обращения: 28.12.2025).

31. Национальные счета / Федеральная служба государственной статистики : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: <https://rosstat.gov.ru/statistics/accounts> (дата обращения: 23.05.2024).

32. О китайской инициативе «Один пояс, один путь» : Материалы о выполнении рекомендаций заседаний СГС, XXXVI заседание СГС // Министерство иностранных дел Российской Федерации. – 2021. – Текст : электронный. – URL: https://www.mid.ru/ru/activity/coordinating_and_advisory_body/head_of_subjects_council/materialy-o-vypolnenii-rekomendacij-zasedanij-sgs/xxxvi-zasedanie-sgs/1767163/ (дата обращения: 11.05.2026).

33. Обзор ключевых показателей брокеров за III квартал 2025 года / Банк России : официальный сайт. – Москва, 2025. – Текст : электронный. – URL: https://cbr.ru/Collection/Collection/File/59459/review_broker_Q3_2025.pdf (дата обращения: 11.05.2026).

34. Обзор финансовой стабильности II-III кварталы 2023 года / Банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: https://cbr.ru/analytics/finstab/ofs/2_3_q_2023 (дата обращения: 28.12.2025).

35. Обзор финансовой стабильности II-III кварталы 2025 года / Банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: https://cbr.ru/Collection/Collection/File/59419/2q_3q_2025.pdf (дата обращения: 28.12.2025).

36. Обзор финансовых инструментов за 2025 год : аналитический материал. / Банк России : официальный сайт. – Москва, 2026. – Текст : электронный. – URL: <https://cbr.ru/analytics/> (дата обращения: 13.05.2026).

37. Облигации Аргентины / Cbonds : сайт. – URL: <https://cbonds.ru/country/Argentina-bond/> (дата обращения: 13.05.2026). – Текст : электронный.

38. Облигации Бразилии / Cbonds : сайт. – URL: <https://cbonds.ru/country/Brazil-bond/> (дата обращения: 13.05.2026). – Текст : электронный.

39. Объем инвестиций. Индонезия / – Текст : электронный. – URL: <https://statbase.ru/data/idn-total-investment/> (дата обращения: 11.05.2026).

40. Основные подходы к проведению макропруденциальной политики / Банк России : официальный сайт. – Москва, 2025. – Текст : электронный. – URL: https://cbr.ru/Content/Document/File/176822/mmp_23052025.pdf (дата обращения: 11.05.2026).

41. Отчет State Street за 3 квартал 2025: рекордные активы и рост EPS на 23% – 2025. – Текст : электронный. – URL: <https://ru.investing.com/news/company-news/article-93CH-2954038> (дата обращения: 12.05.2026).

42. Пашкова, Л. Bloomberg узнал об использовании Россией криптовалюты для расчетов в КНР / Л. Пашкова // РБК : сайт. – 2024. – 29 мая. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://www.rbc.ru/business/29/05/2024/6656597b9a79471506437d2c> (дата обращения: 11.05.2026).

43. Платежная система НРД соответствует международному стандарту управления рисками / Банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: https://www.cbr.ru/press/pr/?file=05022021_104500NPS05022021_103013.htm (дата обращения: 28.12.2025).

44. Платежный баланс Российской Федерации (по данным оценки на 14.11.2025) / Банк России : официальный сайт. – Москва, 2025. – Текст : электронный. – URL: https://cbr.ru/Collection/Collection/File/59425/Balance_of_Payments_2025-3_24.pdf (дата обращения: 11.05.2026).

45. Платежный баланс, международная инвестиционная позиция и внешний долг Российской Федерации / Банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: https://cbr.ru/statistics/macro_itm/external_sector/pb/p_balance/ (дата обращения: 28.12.2025).

46. Потенциал и опасности глобализации – 2000. – Текст : электронный. – URL: <https://www.imf.org/external/np/exr/ib/2000/rus/041200r.htm> (дата обращения: 12.05.2026).

47. Совет по финансовой стабильности (Financial Stability Board) / Банк России : официальный сайт. – Москва. – Обновляется в течение суток. – Текст : электронный. – URL: https://cbr.ru/finstab/international_cooperation/fs_board/ (дата обращения: 28.12.2025).

48. Статистика внешнего долга. Руководство для составителей и пользователей / Международный валютный фонд ; издание на русском языке подготовлено Службой переводов МВФ. – Вашингтон, округ Колумбия : Международный Валютный Фонд, 2003. – 350 с. – Текст : электронный.

– URL: <https://www.imf.org/-/media/websites/imf/imported-publications-loe-pdfs/external/russian/pubs/ft/eds/guide/guider.pdf> (дата обращения: 11.05.2026).

49. Теории вывоза капитала – Текст : электронный. – URL: <https://studfile.net/preview/9367867/page:58/> (дата обращения: 12.05.2026).

50. Цхакая, Н. Мягкий, нежный уход : Государство отладило эффективный процесс выхода иностранцев из российских активов / Н. Цхакая // Ведомости : сайт.

– 2024. – Текст : электронный.

– URL: <https://www.vedomosti.ru/legal/practice/columns/2024/02/19/1020973-gosudarstvo-otladilo-effektivnii-protsess-vihoda-inostrantsev-iz-rossiiskih-aktivov> (дата обращения: 11.05.2026).

51. PwC ждет роста активов инвестфондов в мире к 2030 году до \$200 трлн // Интерфакс : сайт. – 2025. – 25 ноября. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://www.interfax.ru/business/1059749> (дата обращения: 11.05.2026).

Статьи

52. Абрамов, В.Л. Трансформация российской торговой политики в условиях санкций / В.Л. Абрамов // Современная наука: актуальные проблемы теории и практики. Серия: Экономика и право. – 2022. – № 9. – С. 10-14. – ISSN 2223-2974.

53. Анисимова, А.А. Либерализация потоков капитала: современные тенденции / А. А. Анисимова // Финансовая аналитика: проблемы и решения. – 2015. – № 43 (277). – С. 22-31. – ISSN 2311-8768. – Текст : электронный. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/liberalizatsiya-potokov-kapitala-sovremennyye-tendentsii> (дата обращения: 11.05.2026).

54. Архипов, А.Д. Влияние финансовой глобализации и международного движения капитала на национальные экономики / А.Д. Архипов // Московский экономический журнал. – 2024. – № 4. Том 9. – С. 276-287. – ISSN 2413-046X. – Текст : электронный. – DOI 10.55186/2413046X_2024_9_4_203. – URL: <https://eciience.ru/en/nauka/article/82962/view> (дата обращения: 11.05.2026).

55. Архипов, А.Д. Влияние развития цифровых валют на международное движение капитала / А.Д. Архипов // Высшая школа: научные исследования : материалы Межвузовского международного конгресса : в 2 томах. Том 2. – Москва : Издательство Инфинити, 2024. – С. 14-19. – 121 с. – ISBN 978-5-905695-53-7.

56. Архипов, А.Д. Глобальный капитал: вызовы и угрозы суверенитету государств в эпоху глобализации / А.Д. Архипов // Устойчивое развитие общества: новые научные подходы и исследования : сборник научных трудов по материалам XX Международной научно-практической конференции. – Москва : Издательство АНО ДПО «Университет ИТБО», 2025. – С. 125-131. – 330 с. – ISBN 978-5-907970-49-6. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://voenestnik.ru/PDF/XX%20МУРО.pdf> (дата обращения: 28.09.2026).

57. Архипов, А.Д. Инновационные механизмы контроля за международным движением капитала / А.Д. Архипов // Мировая экономика и мировые финансы. – 2025. – № 1. Том 4. – С. 70-77. – ISSN 2949-6462. – Текст : электронный. – DOI 10.24412/2949-6454-2025-0090. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/innovatsionnye-mehanizmy-kontrolya-za-mezhdunarodnym-dvizheniem-kapitala> (дата обращения: 28.09.2026).

58. Архипов, А.Д. Комплексный подход к оценке эффективности контроля за международным движением капитала / А.Д. Архипов // Экономический вестник. – 2026. – № 1. Том 5. – С. 41-46. – ISSN 2949-4648. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://eb-journal.ru/wp-content/uploads/2026/03/jekonomicheskij-vestnik-t-5-1-2026.pdf> (дата обращения: 11.05.2026).

59. Архипов, А.Д. Новые вызовы для развития международного движения капитала / А.Д. Архипов // Концепция «общества знаний» в современной науке : сборник статей Международной научно-практической конференции. – Уфа : OMEGA SCIENCE, 2025. – С. 86-89. – 274 с. – ISBN 978-5-907856-84-4. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: https://elibrary.ru/download/elibrary_80641665_21907479.pdf (дата обращения: 28.09.2026).

60. Архипов, А.Д. Обеспечение финансовой устойчивости в условиях мобильности капитала: рекомендации на основе опыта России и стран Африки / А.Д. Архипов // Мировая экономика и мировые финансы. – 2026. – № 1. Том 5. – С. 81-90. – ISSN 2949-6462. – Текст : электронный. – DOI 10.65324/wewf022. – URL: <https://wewf.ru/issue-2026-5-1> (дата обращения: 11.05.2026).

61. Архипов, А.Д. Переосмысление необходимости контроля за международным движением капитала странами-реципиентами / А.Д. Архипов // Мировая экономика и мировые финансы. – 2024. – № 4. Том 3. – С. 71-79. – ISSN 2949-6462. – Текст : электронный. – DOI 10.24412/2949-6454-2024-0370. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/pereosmyslenie-neobhodimosti-kontrolya-za-mezhdunarodnym-dvizheniem-kapitala-stranami-retsipientami> (дата обращения: 11.05.2026).

62. Архипов, А.Д. Регулирование международного движения капитала на основании его классификации / А.Д. Архипов // Мировая экономика и мировые финансы. – 2025. – № 3. Том 4. – С. 97-105. – ISSN 2949-6462. – Текст : электронный. – DOI 10.24412/2949-6454-2025-0300. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/regulirovanie-mezhdunarodnogo-dvizheniya-kapitala-na-osnovanii-ego-klassifikatsii> (дата обращения: 11.05.2026).

63. Архипов, А.Д. Регламентная ясность в условиях глобализации капиталов / А.Д. Архипов // Modern Economy Success / Успехи современной экономики. – 2025. – № 6. – С. 29-34. – ISSN 2500-3747. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://mes-journal.ru/wp-content/uploads/2025/12/mes-6-2025.pdf> (дата обращения: 28.09.2026).

64. Архипов, А.Д. Угрозы для национальных экономик со стороны бесконтрольного движения капитала и механизмы их купирования / А.Д. Архипов // Теоретическая экономика. – 2024. – № 11. – С. 124-135. – ISSN 2221-3260. – Текст : электронный. – DOI 10.52957/2221-3260-2024-11-124-135. – URL: <https://theoreticaleconomy.ru/en/nauka/article/91528/view> (дата обращения: 31.05.2026).

65. Архипов, А.Д. Управление движением капитала в эпоху фрагментации: вызовы и законодательные инициативы для России / А.Д. Архипов // Russian Economic Bulletin / Российский экономический вестник. – 2026. – № 1. Том. 9.

– С. 221-227. – ISSN 2658-5286. – Текст : электронный. – DOI отсутствует.
 – URL: <https://dgpu-journals.ru/wp-content/uploads/2026/03/reb-t-9-1-2026.pdf> (дата обращения: 11.05.2026).

66. Архипов, А.Д. Финансовые манипуляции в международном движении капитала и их влияние на национальные экономические цели / А.Д. Архипов // Теоретическая экономика. – 2025. – № 8. – С. 95-107. – ISSN 2221-3260.
 – Текст : электронный. – DOI 10.52957/2221-3260-2025-8-95-107.
 – URL: <https://theoreticaleconomy.ru/en/nauka/article/100318/view> (дата обращения: 11.05.2026).

67. Афанасьева, И.И. Трансформационные тенденции мировой экономики в условиях глобализации / И.И. Афанасьева // А-фактор: научные исследования и разработки (гуманитарные науки). – 2018. – № 2. – С. 1-17. – ISSN 2712-9438.
 – Текст : электронный. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/transformatsionnye-tendentsii-mirovoy-ekonomiki-v-usloviyah-globalizatsii> (дата обращения: 11.05.2026).

68. Балюк, И.А. Проблема асимметричности развития мирового финансового рынка / И.А. Балюк, М.А. Балюк // Финансы: теория и практика. – 2022. – № 6. Том 26. – С. 72-87. – ISSN 2587-7089.
 – DOI: 10.26794/2587-5671-2022-26-6-72-87. – Текст : электронный.
 – URL: <https://financetp.fa.ru/jour/article/view/1866> (дата обращения: 11.05.2026).

69. Бочков, В.Е. Инвестиционная стратегия в посткризисных условиях: регулирование инвестиционной деятельности на федеральном, региональном и корпоративном уровнях управления экономикой (часть 1) / В.Е. Бочков, В.А. Валентинов, Ю.В. Бочков [и др.] // IDO SCIENCE. – 2011. – № 1. – С. 25-31.
 – ISSN 2220-8771. – Текст : электронный.
 – URL: <https://elibrary.ru/item.asp?id=17068866> (дата обращения: 11.05.2026).

70. Быкова, А.П. Влияние финансовой глобализации / А.П. Быкова // Экономика и социум. – 2017. – № 4 (35). – С. 277-284. – ISSN 2225-1545.
 – Текст : электронный. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/vliyanie-finansovoy-globalizatsii> (дата обращения: 11.05.2026).

71. Волгина, Н.А. Китайские автомобильные компании на российском рынке: особенности проникновения и закрепления / Н.А. Волгина, Е.М. Луговская // Вестник Российского университета дружбы народов. Серия: Экономика.

- 2024. – № 2 (32). – С. 303-323. – ISSN 2313-2329.
- DOI: 10.22363/2313-2329-2024-32-2-303-323. – Текст : электронный.
- URL: <https://journals.rudn.ru/economics/article/view/39878> (дата обращения: 11.05.2026).

72. Волгина, Н.А. Эклектическая парадигма международного производства / Н.А. Волгина // Вестник Российского университета дружбы народов. Серия: Экономика. – 2003. – № 1 (9). – С. 33-45. – ISSN 2313-2329. – Текст : электронный. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/eklekticheskaya-paradigma-mezhdunarodnogo-proizvodstva> (дата обращения: 11.05.2026).

73. Глущенко, В.В. Финансовые риски в условиях глобализации / В.В. Глущенко // Финансы и кредит. – 2006. – № 19 (221). – С. 19-23. – ISSN 2311-8709. – Текст : электронный. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/finansovye-riski-v-usloviyah-globalizatsii> (дата обращения: 11.05.2026).

74. Горин, В.С. Эволюция научных взглядов на роль государства в регулировании рынка / В.С. Горин, В.Ю. Савченко-Бельский, А.А. Степанов [и др.] // Инновации и инвестиции. – 2017. – № 11. – С. 204-207. – ISSN 2307-180X.

75. Дунаев, А.Л. Финансовая помощь как инструмент политического принуждения: уроки европейского долгового кризиса / А.Л. Дунаев // Вестник Московского университета. Серия 25: Международные отношения и мировая политика. – 2015. – № 1. – С. 120-146. – ISSN 3034-1329. – Текст : электронный. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/finansovaya-pomosch-kak-instrument-politicheskogo-prinuzhdeniya-uroki-evropeyskogo-dolgovogo-krizisa> (дата обращения: 11.05.2026).

76. Еловигов, Л.А. Вывоз финансового и человеческого капитала / Л.А. Еловигов, Н.А. Петрунина // Вестник Омского университета. – 2005. – № 4. – С. 5-10. – ISSN 3034-3844. – Текст : электронный. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/vyvoz-finansovogo-i-chelovecheskogo-kapitala> (дата обращения: 11.05.2026).

77. Жариков, М.В. Анализ факторов, условий и перспектив повышения роли юаня в мировой валютной системе / М.В. Жариков // Мировая экономика и мировые финансы. – 2023. – № 1. Том 2. – С. 5-14. – ISSN 2949-6454.

- DOI 10.24412/2949-6454-2023-0010. – Текст : электронный.
- URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/analiz-faktorov-usloviy-i-perspektiv-povysheniya-rol-i-yuany-a-v-mirovoy-valyutnoy-sisteme> (дата обращения: 11.05.2026).

78. Ждановская, А.А. Внешний долг как форма экономической зависимости / А.А. Ждановская // Вестник Института экономики Российской академии наук. – 2017. – № 5. – С. 81-94. – ISSN 2073-6487. – Текст : электронный.

– URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/vneshniy-dolg-kak-forma-ekonomicheskoy-zavisimosti> (дата обращения: 11.05.2026).

79. Железняк, А.Д. Формы воздействия глобализации на функционирование экономических систем / А.Д. Железняк // Вестник Саратовского государственного социально-экономического университета. – 2006. – № 13 (2). – С. 20-22. – ISSN 1994-5091. – Текст : электронный. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/formy-vozdeystviya-globalizatsii-na-funktsionirovanie-ekonomicheskikh-sistem> (дата обращения: 11.05.2026).

80. Зайцев, С.Ю. Транснациональные корпорации как агенты глобализации / С.Ю. Зайцев // Общество: политика, экономика, право. – 2018. – № 1. – С. 11-16. – ISSN 2223-6392. – DOI 10.24158/per.2018.1.2. – Текст : электронный.

– URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/transnatsionalnye-korporatsii-kak-agenty-globalizatsii> (дата обращения: 11.05.2026).

81. Иванова, Е.Д. Влияние цифровизации на повышение ESG-привлекательности компаний / Е.Д. Иванова, С.Г. Авруцкая // Успехи в химии и химической технологии. – 2023. – № 14 (273). Том 37. – С. 13-17. – ISSN 1506-2017. – Текст : электронный. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/vliyanie-tsifrovizatsii-na-povyshenie-esg-privlekatelnosti-kompaniy> (дата обращения: 11.05.2026).

82. Канаев, Е.А. Две стороны одной проблемы / Е.А. Канаев, А.В. Королев // Россия в глобальной политике. – 2021. – № 1 (107). Том 19. – С. 212-224. – ISSN 1810-6447. – DOI 10.31278/1810-6439-2021-19-1-212-224. – Текст : электронный. – URL: <https://globalaffairs.ru/articles/dve-storony-odnoj-problemy/> (дата обращения: 11.05.2026).

83. Катаева, Т.М. Исследование трансформации рынка частных инвестиций в России на современном этапе / Т.М. Катаева, А.В. Катаев, Я.В. Коженко // Вестник Астраханского государственного технического

университета. Серия: Экономика. – 2023. – № 4. – С. 118-124. – ISSN 2309-9798.
 – DOI 10.24143/2073-5537-2023-4-118-124. – Текст : электронный.
 – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/issledovanie-transformatsii-rynka-chastnyh-investitsiy-v-rossii-na-sovremennom-etape> (дата обращения: 11.05.2026).

84. Ковалева, В.А. Исторический обзор экономических преобразований Польши (1990-2020 гг.) / В.А. Ковалева, А.С. Елистратов // Журнал исторических исследований. – 2022. – № 1. Том 7. – С. 3-6. – ISSN 2500-0497.
 – Текст : электронный. – URL: <https://naukaru.ru/ru/nauka/article/49380/view> (дата обращения: 11.05.2026).

85. Колесов, В.П. Перемены в мировой экономике, меняющие ее ландшафт / В.П. Колесов // Меняющийся ландшафт мировой экономики : материалы круглого стола кафедры мировой экономики, посвященного 75-летию экономического факультета МГУ имени М.В. Ломоносова / под редакцией профессора В.П. Колесова, Л.Г. Беловой. – Москва : Экономический факультет МГУ, 2017. – 192 с. – ISBN 978-5-906783-72-1.

86. Конахина, Н.Ю. Теории и концепции прямых иностранных инвестиций: ретроспективный взгляд на аналитический инструментарий международного перелива капитала / Н.Ю. Конахина // Вестник Тамбовского университета. Серия: Гуманитарные науки. – 2008. – Выпуск 1 (69). – С. 261-270. – ISSN 1810-0201.
 – Текст : электронный. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/teorii-i-kontseptsii-pryamyh-inostrannyh-investitsiy-retrospektivnyy-vzglyad-na-analiticheskiy-instrumentariy-mezhdunarodnogo> (дата обращения: 11.05.2026).

87. Кондратьева, Н.Б. Единый внутренний рынок Европейского союза на 30-летнем рубеже: достижения и новые вызовы / Н.Б. Кондратьева // Научные труды Вольного экономического общества России. – 2024. – № 4. Том 248. – С. 220-228. – ISSN 2072-2060. – DOI 10.38197/2072-2060-2024-248-4-220-228. – Текст : электронный. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/edinyy-vnutrenniy-rynok-evropeyskogo-soyuza-na-30-letnem-rubezhe-dostizheniya-i-novye-vyzovy> (дата обращения: 11.05.2026).

88. Коннов, В.А. Международно-правовые основы организации и деятельности Совета по финансовой стабильности (FSB) как субъекта

международного экономического антикризисного регулирования / В.А. Коннов // Вестник Московского университета МБД России. – 2013. – № 10. – С. 134-139. – ISSN 2782-5698. – Текст : электронный. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/mezhdunarodno-pravovye-osnovy-organizatsii-i-deyatelnosti-soveta-po-finansovoy-stabilnosti-fsb-kak-subekta-mezhdunarodnogo> (дата обращения: 11.05.2026).

89. Коровяковский, Д.Г. Правовые и экономические аспекты международного кредитования в современных условиях / Д.Г. Коровяковский // Финансы и кредит. – 2007. – № 16 (256). – С. 35-49. – ISSN 2311-8709. – Текст : электронный. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/pravovye-i-ekonomicheskie-aspekty-mezhdunarodnogo-kreditovaniya-v-sovremennyh-usloviyah> (дата обращения: 11.05.2026).

90. Костюнина, Г.М. Особенности региональных интеграционных соглашений с участием Китая в рамках модели Юг-Юг / Г.М. Костюнина, В.И. Баронов // Вестник Российского университета дружбы народов. Серия: Международные отношения. – 2018. – № 3. Том 18. – С. 612-627. – ISSN 2313-0679. – DOI 10.22363/2313-0660-2018-18-3-612-627. – Текст : электронный. – URL: https://elibrary.ru/download/elibrary_36516327_29494912.pdf (дата обращения: 11.05.2026).

91. Котелькин, С.В. Международные портфельные инвестиции: современная практика / С.В. Котелькин, А.А. Кузовлев, А.А. Медведь // Экономика и управление. – 2008. – № 3 (35). – С. 191-195. – ISSN 3033-7984. – Текст : электронный. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/mezhdunarodnye-portfelnye-investitsii-sovremennaya-praktika> (дата обращения: 11.05.2026).

92. Кржевицкая, К.С. Транснациональные банки в мировой экономике: понятие, особенности, тенденции развития / К.С. Кржевицкая, В.В. Побирченко // Актуальные проблемы гуманитарных и естественных наук. – 2017. – № 4 (99). – С. 71-76. – ISSN 2073-0071. – Текст : электронный. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/transnatsionalnye-banki-v-mirovoy-ekonomike-ponyatie-osobennosti-tendentsii-razvitiya> (дата обращения: 11.05.2026).

93. Крупнов, Ю.А. Кризисогенность глобальных рисков: факторы роста и направления антикризисной политики / Ю.А. Крупнов, С.Н. Сильвестров // Проблемы анализа риска. – 2025. – № 1. Том 22. – С. 24-33. – ISSN 1812-5220.
94. Кузнецов, А.В. Особенности анализа географии зарубежных инвестиций транснациональных корпораций / А.В. Кузнецов // Балтийский регион. – 2016. – № 3. Том 8. – С. 30-44. – ISSN 2310-0532. – DOI 10.5922/2074-9848-2016-3-2. – Текст : электронный. – URL: <https://elibrary.ru/item.asp?id=26683136> (дата обращения: 11.05.2026).
95. Кузнецов, Н.Г. Финансовая безопасность Российской Федерации: риски и вызовы в современных реалиях / Н.Г. Кузнецов, С.И. Самыгин // Финансовые исследования. – 2023. – № 1 (78). – С. 27-35. – ISSN 1991-0525. – DOI 10.54220/finis.1991-0525.2023.78.1.002. – Текст : электронный. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/finansovaya-bezopasnost-rossiyskoy-federatsii-riski-i-vyzovy-v-sovremennyh-realiyah> (дата обращения: 11.05.2026).
96. Куланов, А.А. Портфельные инвестиции в условиях модернизации экономики: международный опыт / А.А. Куланов // Инновации и инвестиции. – 2019. – № 11. – С. 7-11. – ISSN 2307-180X. – Текст : электронный. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/portfelnye-investitsii-v-usloviyah-modernizatsii-ekonomiki-mezhdunarodnyy-opyt> (дата обращения: 11.05.2026).
97. Курилов, К.Ю. Финансовый механизм, его содержание и основные компоненты / К.Ю. Курилов // Вестник Волжского университета им. В.Н. Татищева. – 2011. – № 24. – С. 146-152. – ISSN 2076-7919.
98. Курков, И.И. Гринфилды и браунфилды как факторы долгосрочного роста экономики России / И.И. Курков // Экономика, социология и право. – 2015. – № 11. – С. 36-40. – ISSN 1995-9648. – Текст : электронный. – URL: <https://elibrary.ru/item.asp?id=25096564> (дата обращения: 11.05.2026).
99. Мельников, А.Е. К вопросу о понятии финансового механизма / А.Е. Мельников // Управление экономическими системами: электронный научный журнал. – 2017. – № 7 (101). – С. 5. ISSN 1999-4516. – Текст : электронный. – URL: https://www.elibrary.ru/download/elibrary_29820416_14630410.PDF (дата обращения: 11.05.2026).

100. Лакхерст, Д. Новая политика «Группы двадцати» в сфере глобального экономического управления / Д. Лакхерст // Вестник международных организаций. – Текст : электронный. – 2020. – № 2. Том. 15. – С. 55-81. – ISSN 1996-7845. – DOI 10.17323/1996-7845-2020-02-03. – Текст : электронный. – URL: <https://iorj.hse.ru/article/view/37750> (дата обращения: 11.05.2026).

101. Латков, А.В. Диспропорции мировой валютной системы в контексте внешних факторов развития российской экономики / А.В. Латков, В.И. Мартынович // Научные труды Вольного экономического общества России. – 2023. – № 4. Том 242. – С. 79-92. – ISSN 2072-2060. – DOI 10.38197/2072-2060-2023-242-4-79-92. – Текст : электронный. – URL: https://veorus.ru/upload/iblock/fc4/veo_242.pdf (дата обращения: 11.05.2026).

102. Лексютина, Я.В. Китайская инициатива «Пояс и путь»: вызовы и сложности реализации / Я.В. Лексютина // Вестник Санкт-Петербургского университета. Международные отношения. – 2020. – Выпуск 1. Том 13. – С. 4-19. – ISSN 2658-3615. – DOI 10.21638/spbu06.2020.101. – Текст : электронный. – URL: <https://irjournal.spbu.ru/article/view/7586> (дата обращения: 11.05.2026).

103. Лексютина, Я.В. Функциональные изменения участия Китая в многосторонних банках развития: от заемщика к кредитору / Я.В. Лексютина // Вестник международных организаций. – 2018. – № 1. Том 13. – С. 80-98. – ISSN 2542-2081. – DOI 10.17323/1996-7845-2018-01-05. – Текст : электронный. – URL: <https://iorj.hse.ru/article/view/37854> (дата обращения: 11.05.2026).

104. Либман, А.М. Внешнеэкономические условия развития России: изоляция и переориентация / А.М. Либман // Вопросы теоретической экономики. – 2024. – № 2. – С. 7-18. – ISSN 2587-7666. – DOI 10.52342/2587-7666VTE_2024_2_7_18. – Текст : электронный. – URL: <https://questionset.ru/article/276/> (дата обращения: 11.05.2026).

105. Максимов, М.И. Цифровые финансовые активы как инновационный класс инвестиций: перспективы развития на российском рынке / М.И. Максимов, И.М. Питенин // Журнал прикладных исследований. – 2025. – № 9 (9). – С. 19-26. – ISSN 2949-1878. – DOI 10.47576/2949-1878.2025.9.9.002. – Текст : электронный. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/tsifrovye-finansovye-aktivy-kak-innovatsionnyy->

klass-investitsiy-perspektivy-razvitiya-na-rossiyskom-rynke (дата обращения: 11.05.2026).

106. Михайлова, А.А. Роль прямых иностранных инвестиций в экономике стран-реципиентов / А.А. Михайлова // Экономическая наука современной России. – 2009. – № 3 (46). – С. 84-91. – ISSN 1609-1442. – Текст : электронный. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/rol-pryamyh-inostrannyh-investitsiy-v-ekonomike-stran-retsipientov> (дата обращения: 11.05.2026).

107. Моисеев, С.Р. Современный контроль над движением капитала: цели и задачи / С.Р. Моисеев // Дайджест-Финансы. – 2000. – № 12. – С. 14-20. – ISSN 2311-9438. – Текст : электронный. – URL: https://www.mirkin.ru/_docs/articles03-009.pdf (дата обращения: 23.05.2024).

108. Мунгалов, А.В. Экономические реформы в Аргентине в 1990-е годы / А.В. Мунгалов // Вестник Омского университета. Серия: Экономика. – 2008. – № 2. – С. 98-107. – ISSN 3034-3887. – Текст : электронный. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/ekonomicheskie-reformy-v-argentine-v-1990-e-gody> (дата обращения: 11.05.2026).

109. Мухатаев, П.Н. Внешняя политика США в последней четверти XIX-начала XX века и социал-дарвинистская идеология / П.Н. Мухатаев // Самарский научный вестник. – 2017. – № 4 (21). – С. 173-178. – ISSN 2782-3016. – Текст : электронный. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/vneshnyaya-politika-ssha-v-posledney-chetverti-xix-nachala-xx-veka-i-sotsial-darvinistskaya-ideologiya> (дата обращения: 11.05.2026).

110. Навой, А.В. К вопросу организации международных расчетов российских организаций в условиях фрагментации международного финансово-экономического пространства / А.В. Навой // Финансы и кредит. – 2024. – № 3. Том 30. – С. 486-508. – ISSN 2311-8709. – DOI 10.24891/fc.30.3.486. – Текст : электронный. – URL: https://elibrary.ru/download/elibrary_64548947_59872109.pdf (дата обращения: 11.05.2026).

111. Нгуен, Т.Т. Эволюция подходов к интернационализации бизнеса: от классических теорий к современным трендам / Т.Т. Нгуен // Актуальные исследования. – 2025. – № 21 (256). – Ч. III. – С. 96-98. – ISSN 2713-1513. – Текст : электронный. – URL: <https://apni.ru/article/12149-evolyuciya-podhodov-k>

internacionalizacii-biznesa-ot-klassicheskikh-teorij-k-sovremennym-trendam (дата обращения: 11.05.2026).

112. Перская, В.В. Новые тенденции в регулировании внешнеторговой деятельности отдельных стран / В.В. Перская // Проблемы национальной стратегии. – 2025. – № 3 (90). – С. 142-165. – ISSN 2079-3359.

113. Пищик, В.Я. Институциональные механизмы регулирования внешних дисбалансов в европейском Экономическом и валютном союзе / В.Я. Пищик // Экономика. Налоги. Право. – 2018. – № 6. Том 11. – С. 131-142. – ISSN 1999-849X.

114. Пищик, В.Я. Факторы и механизмы развития сотрудничества России с международными финансовыми институтами в новых условиях / В.Я. Пищик, П.В. Алексеев // Теория и практика общественного развития. – 2025. – № 7 (207). – С. 124-133. – ISSN 1815-4964.

115. Подругина, А.В. Финансовые рынки: от «трагедии общин» к сбалансированному регулированию / А.В. Подругина, А.В. Табах // Вестник международных организаций. – 2020. – № 2. Том 15. – С. 173-190. – ISSN 1996-7845. – DOI 10.17323/1996-7845-2020-02-08. – Текст : электронный. – URL: <https://iorj.hse.ru/article/view/37755> (дата обращения: 11.05.2026).

116. Русских, А.Ю. Роль и место финансово-промышленных корпоративных структур в процессах глобализации / А.Ю. Русских // Проблемы современной экономики. – 2006. – № 1/2 (17/18). – С. 111-112. – ISSN 1818-3395. – Текст : электронный. – URL: <https://m-economy.ru/art.php?nArtId=941> (дата обращения: 11.05.2026).

117. Рыбинец, А.Г. Трансформация российской экономики в условиях импортозамещения и экономических санкций: оценка рисков и возможностей / А.Г. Рыбинец, П.И. Толмачев, Н.А. Говорков // Экономическое развитие России. – 2023. – № 12. Том 30. – С. 118-122. – ISSN 2306-5001.

118. Семочкин, Г.В. Международное регулирование движения капитала. Ставка Тобина. Формы регулирования и контроля за вывозом капитала / Г.В. Семочкин // Социально-гуманитарные проблемы и вызовы в глобализирующемся мире : сборник научных трудов по материалам Международной научно-практической конференции (30 ноября 2022 г.). – Белгород : ООО «Агентство перспективных научных исследований» (АПНИ),

2022. – С. 39-42. – URL: <https://apni.ru/article/5006-mezhdunarodnoe-regulirovanie-dvizheniya-kapit> (дата обращения: 11.05.2026).

119. Сильвестров, С.Н. Совет по финансовой стабильности как четвертая опора глобальной финансовой системы / С.Н. Сильвестров // Вестник Финансового университета. – 2014. – № 6 (84). – С. 84-91. – ISSN 2221-1640. – Текст : электронный. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/sovet-po-finansovoy-stabilnosti-kak-chetvertaya-opora-globalnoy-finansovoy-sistemy> (дата обращения: 11.05.2026).

120. Симоненкова, Е.В. Формирование инвестиционного портфеля по модели Марковица / Е.В. Симоненкова, В.П. Невежин // Хроноэкономика. – 2017. – № 6 (8). – С. 1-6. – ISSN отсутствует. – Текст : электронный. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/formirovanie-investitsionnogo-portfelya-po-modeli-markovitsa> (дата обращения: 11.05.2026).

121. Скворцова, Т.С. Влияние управления капиталом на результаты инвестирования на фондовом рынке / Т.С. Скворцова // Вестник Сибирского государственного аэрокосмического университета имени академика М.Ф. Решетнева. – 2012. – № 6 (43). – С. 205-209. – ISSN 2712-8970. – Текст : электронный. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/vliyanie-upravleniya-kapitalom-na-rezultaty-investirovaniya-na-fondovom-rynke> (дата обращения: 11.05.2026).

122. Скопинский, А.И. Инвестиционная привлекательность России для институциональных иностранных инвесторов / А.И. Скопинский // Научные труды Вольного экономического общества России. – 2017. – № 4. Том 206. – С. 160-181. – ISSN 2072-2060. – Текст : электронный. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/investitsionnaya-privlekatelnost-rossii-dlya-institutsionalnyh-inostrannyh-investorov> (дата обращения: 11.05.2026).

123. Смагина, В.И. Понятие и сущность ТНК / В.И. Смагина // Вестник Тамбовского университета. Серия: Гуманитарные науки. – 2007. – № 8 (52). – С. 66-71. – ISSN 1810-0201.

124. Смитиенко, Б.М. Проблемы развития внешнеторговых связей России в условиях мирового финансово-экономического кризиса / Б.М. Смитиенко // Гуманитарные науки. Вестник Финансового университета. – 2012. – № 4 (8). – С. 4-7. – ISSN 2226-7867.

125. Спартак, А.Н. Переформатирование международного экономического сотрудничества России в условиях санкций и новых вызовов / А.Н. Спартак // Российский внешнеэкономический вестник. – 2023. – № 4. – С. 9-35. – ISSN 2072-8042.

126. Сунь, Ш. Причины появления ТНК / Ш. Сунь // Экономика и социум. – 2019. – № 5 (60). – С. 1168-1171. – ISSN 2225-1545. – Текст : электронный. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/prichiny-poyavleniya-tnk> (дата обращения: 11.05.2026).

127. Теплова, Т.В. Сентимент частных инвесторов в объяснении различий в биржевых характеристиках акций российского рынка / Т.В. Теплова, Т.В. Соколова, А.Ф. Томтосов [и др.] // Журнал Новой экономической ассоциации. – 2022. – № 1 (53). – С. 53-84. – ISSN 2221-2264.

128. Тюкавкин, Н.М. Концептуальный анализ «Теории рациональных ожиданий» / Н.М. Тюкавкин // Международный научно-исследовательский журнал. – 2015. – № 8-1 (39). С. 90-93. – ISSN 2227-6017. – Текст : электронный. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/kontseptualnyy-analiz-teorii-ratsionalnyh-ozhidaniy> (дата обращения: 01.06.2026).

129. Файзулин, М.С. Сентимент и стадное поведение частных инвесторов: кластерный анализ российского фондового рынка / М.С. Файзулин // Финансовый журнал. – 2024. – № 4. Том 16. – С. 95-113. – ISSN 2075-1990. – DOI 10.31107/2075-1990-2024-4-95-113. – Текст : электронный. – URL: https://www.finjournal-nifi.ru/images/FILES/Journal/Archive/2024/4/statii/06_4_2024_v16.pdf (дата обращения: 01.06.2026).

130. Хейфец, Б.А. Геополитический регионализм и новая регионализация мировой экономики / Б.А. Хейфец // Вестник международных организаций: образование, наука, новая экономика. – 2024. – № 4. Том 19. – С. 7-22. – ISSN 1996-7845. – DOI 10.17323/1996-7845-2024-04-01. – Текст : электронный. – URL: <https://iorj.hse.ru/article/view/37571> (дата обращения: 01.06.2026).

131. Холопов, А.В. Макроэкономическая роль режима валютного курса / А.В. Холопов // Вестник МГИМО Университета. – 2015. – № 6 (45). – С. 205-215. – ISSN 2071-8160.

132. Черникова, Л. Сущность и формы проявления финансирования / Л. Черникова // Вестник Института экономики Российской академии наук. – 2009. – № 1. – С. 254-264. – ISSN 2073-6487.

133. Шерстнев, М.А. Международное движение капитала в странах переходной экономики в период рыночных реформ: основные тенденции и проблемы / М.А. Шерстнев // Известия Уральского федерального университета. Серия 3 : Общественные науки. – 2012. – № 2 (103). – С. 67-77. – ISSN 1818-7862. – Текст : электронный. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/mezhdunarodnoe-dvizhenie-kapitala-v-stranah-perehodnoy-ekonomiki-v-period-rynochnyh-reform-osnovnyye-tendentsii-i-problemy> (дата обращения: 15.08.2024).

134. Шишков, Ю.В. Глобализация - новая эпоха в истории человечества / Ю.В. Шишков // География мирового развития : Сборник научных трудов / Под редакцией Синцера Л.М. – Москва : Общество с ограниченной ответственностью Товарищество научных изданий КМК, 2010. – С. 7-21. – ISBN 5-87317-637-3.

135. Шкваря, Л.В. Глобальные экономические тенденции и проблемы деглобализации / Л.В. Шкваря // Россия и Азия. – 2024. – № 3 (29). – С. 68-88. – ISSN 2712-7486.

136. Щербакова, А.В. Справа налево / А.В. Щербакова // Россия в глобальной политике. – 2021. – № 1(107). Том 19. – С. 243-253. – ISSN 1810-6439.

137. Юничева, Н.Ш. Транснациональные банки и их влияние на мировую экономику в условиях глобализации / Н.Ш. Юничева // Вестник Института экономических исследований. – 2018. – № 2 (10). – С. 108-113. – ISSN 2519-2019.

Источники на иностранном языке

138. 2015 Spillover Report / International Monetary Fund. – Текст : электронный // IMF Policy Papers. – Washington, D.C. : International Monetary Fund, 2015. – 29 p. – URL: <https://www.imf.org/en/publications/policy-papers/issues/2016/12/31/2015-spillover-report-pp4969> (дата обращения: 06.05.2026).

139. Adrian, T. Digital Money: A New Era / T. Adrian, T. Mancini-Griffoli. // Finance & Development. – 2021. – June. – ISSN 1564-5142. – Текст : электронный.

– URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2021/06/online/digital-money-new-era-adrian-mancini-griffoli.htm> (дата обращения: 02.05.2026).

140. Adrian, T. Interest Rate Increases, Volatile Markets Signal Rising Financial Stability Risks / T. Adrian. // IMF Blog. – 2022. – 11 October. – Текст : электронный. – URL: <https://www.imf.org/en/blogs/articles/2022/10/11/interest-rate-increases-volatile-markets-signal-rising-financial-stability-risks> (дата обращения: 03.05.2026).

141. Adrian, T. Navigating Capital Flows – An Integrated Approach / T. Adrian, G. Gopinath, C. Pazarbasioglu. – Текст : электронный // IMF Blog. – 2020. – 9 December. – URL: <https://www.imf.org/en/blogs/articles/2020/12/09/blog-navigating-capital-flows-an-integrated-approach> (дата обращения: 06.05.2026).

142. Adrian, T. Why the IMF is Updating its View on Capital Flows / T. Adrian, G. Gopinath, P.O. Gourinchas [et al.]. // IMF Blog. – 2022. – 30 March. – Текст : электронный. – URL: <https://www.imf.org/en/blogs/articles/2022/03/30/blog033122-why-the-imf-is-updating-its-view-on-capital-flows> (дата обращения: 06.05.2026).

143. Ariyoshi, A. Capital Controls: Country Experiences with Their Use and Liberalization / A. Ariyoshi, K. Habermeier, B. Laurens [et al.]. – Washington, D.C. : International Monetary Fund, 2000. – 123 p. – (Occasional paper / International Monetary Fund ; no. 190). – ISBN 1-55775-874-3. – DOI 10.5089/9781557758743.084. – Текст : электронный. – URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/op/op190/index.htm> (дата обращения: 06.05.2026).

144. Barkó, T. Everything wrong with retail investors – and why it is not just psychology / T. Barkó. // Economaniablog. – 2025. – 29 May. – Текст : электронный. – URL: <https://eonomaniablog.hu/2025/05/29/everything-wrong-with-retail-investors-and-why-it-is-not-just-psychology/> (дата обращения: 06.05.2026).

145. BIS international banking statistics and global liquidity indicators at end-September 2025 / BIS. // BIS. – 2026. – 29 January. – Текст : электронный. – URL: <https://www.bis.org/statistics/rppb2601.htm> (дата обращения: 06.05.2026).

146. BlackRock. Quarterly Report Pursuant to Section 13 or 15(d) of the Securities Exchange Act of 1934 (Form 10-Q) for the quarterly period ended September 30, 2025. – New York : BlackRock, Inc., 2025. – 87 с.

147. Botta, A. Financial integration, productive development and fiscal policy space in developing countries / A. Botta, G. Porcile, D. Spinola [et al.]. – Текст : электронный // *Structural Change and Economic Dynamics*. – 2023. – Vol. 66 (September). – P. 175-188. – ISSN 1873-6017. – DOI 10.1016/j.strueco.2023.04.016. – URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0954349X23000620> (дата обращения: 06.05.2026).

148. Brazil aware its relation with China raises the risk of «Dutch Disease». – Текст : электронный // *MercoPress*. – 2011. – 11 April. – URL: <https://en.mercopress.com/2011/04/11/brazil-aware-its-relation-with-china-raises-the-risk-of-dutch-disease> (дата обращения: 06.05.2026).

149. Brazil Market Capitalization, 1995-2026 / CEIC Data : сайт. – URL: <https://www.ceicdata.com/en/indicator/brazil/market-capitalization> (дата обращения: 13.05.2026). – Текст : электронный.

150. Campos, R.G. Geopolitical fragmentation and trade / R.G. Campos, J. Estefania-Flores, D. Furceri [et al.]. – Текст : электронный // *Journal of Comparative Economics*. – 2023. – № 4 (51). – P. 1229-1250. – ISSN 1095-7227. – DOI 10.1016/j.jce.2023.06.003. – URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0147596723000628> (дата обращения: 06.05.2026).

151. Chaim, D.A. The Common Ownership Tax Strategy / D.A. Chaim. – Текст : электронный // *Washington University Law Review*. – 2023. – № 2 (101). – P. 501-551. – ISSN 2166-8000. – URL: <https://wustllawreview.org/2023/12/27/the-common-ownership-tax-strategy/> (дата обращения: 06.05.2026).

152. Chamon, M. Capital Controls in Brazil: Effective? / M. Chamon, M. Garcia. – Текст : электронный // 15th Jacques Polak Annual Research Conference : conference paper. – Washington, D.C. : International Monetary Fund, 2014. – 45 p. – URL: https://www.imf.org/external/np/res/seminars/2014/arc/pdf/chamon_garcia.pdf (дата обращения: 06.05.2026).

153. Collier, P. Globalization, Growth, and Poverty: Building an Inclusive World Economy / P. Collier, D. Dollar ; World Bank. – Текст : электронный // *World Bank Policy Research Report*. – Washington, D.C. : World Bank ; New York, N.Y. : Oxford

University Press, 2002. – 174 p. – ISBN 0-8213-5048-X. – URL: https://books.google.ru/books?id=rfjc-yHrfkwC&redir_esc=y (дата обращения: 08.12.2025).

154. Dampening global financial shocks: can macroprudential regulation help (more than capital controls)? / BIS. – Текст : электронный // BIS Working Papers. – 2023. – № 1097. – 3 May. – ISSN 1682-7678. – URL: <https://www.bis.org/publ/work1097.htm> (дата обращения: 06.05.2026).

155. Economists Expect Request for \$10 Billion : Indonesia Asks IMF For Bailout . – Текст : электронный // The New York Times. – 1997. – 9 October. – URL: <https://www.nytimes.com/1997/10/09/IHT-economists-expect-request-for-10-billion-indonesia-asks-imf-for-bailout.html> (дата обращения: 10.05.2026).

156. Ellis, L. Systemic risk, governance and global financial stability / L. Ellis, A. Haldane, F. Moshirian. – Текст : электронный // Journal of Banking & Finance. – 2014. – Vol. 45. – P. 175-181. – ISSN 1872-6372. – DOI 10.1016/j.jbankfin.2014.04.020. – URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0378426614001381> (дата обращения: 10.05.2026).

157. Fichtner, J. Hidden power of the Big Three? Passive index funds, re-concentration of corporate ownership, and new financial risk / J. Fichtner, E.M. Heemskerk, J. Garcia-Bernardo. – Текст : электронный // Business and Politics. – 2017. – № 2 (19). – P. 298-326. – DOI 10.1017/bap.2017.6. – ISSN 1469-3569. – URL: <https://doi.org/10.1017/bap.2017.6> (дата обращения: 06.05.2026).

158. Forbes, K.J. Pick Your Poison: The Choices and Consequences of Policy Responses to Crises / K.J. Forbes, M.W. Klein. – Текст : электронный // National Bureau of Economic Research. – Cambridge, MA, 2015. – (NBER Working Paper ; no. 20987). – DOI 10.3386/w20987. – URL: <https://www.nber.org/papers/w20987> (дата обращения: 06.05.2026).

159. Foreign direct investment : benefits beyond finance (English) / World Bank : сайт. – 1993. – Текст : электронный. – URL: <https://documents.worldbank.org/en/publication/documents-reports/documentdetail/111011467980526115> (дата обращения: 12.05.2026).

160. Global Market 'Seismic Shift': Return to 'Physical Economy', 'Technology' Divergence // Futunn News. – 2026. – 12 February. – Текст : электронный. – URL: <https://news.futunn.com/en/post/68836786/global-market-seismic-shift-return-to-physical-economy-technology-divergence> (дата обращения: 11.05.2026).

161. Globalization: A Brief Overview / IMF Staff. – Washington, D.C. : International Monetary Fund, 2008. – 8 p. – (Issues Brief ; 02/08). – Текст : электронный. – URL: <https://www.imf.org/external/np/exr/ib/2008/pdf/053008.pdf> (дата обращения: 11.05.2026).

162. Goldman Sachs Asset Management announces final liquidating distribution of \$0.291 per share for Goldman Sachs MLP and Energy Renaissance Fund . – Текст : электронный // Yahoo Finance. – 2025. – 30 May. – URL: <https://finance.yahoo.com/news/goldman-sachs-asset-management-announces-203000858.html> (дата обращения: 06.05.2026).

163. Gruszczyński, M. Repression versus free and controlled market. Research into the (weak) effectiveness of the Polish foreign currency (US dollar/zloty) market over the years 1983-1989 and 1991-2006 / M. Gruszczyński. – Текст : электронный // *Ekonomia*. – 2007. – № 19. – P. 133-151. – ISSN 2080-5977. – URL: https://econpapers.repec.org/article/ekoekoeko/19_5f133.htm (дата обращения: 06.05.2026).

164. Habermeier, K. The Effectiveness of Capital Controls and Prudential Policies in Managing Large Inflows / K. Habermeier, A. Kokenyne, C. Baba. – Текст : электронный // IMF Staff Discussion Notes. – 2011. – № 11 (14). – ISSN 2221-030X. – DOI 10.5089/9781463921286.006. – URL: <https://www.elibrary.imf.org/view/journals/006/2011/014/006.2011.issue-014-en.xml> (дата обращения: 06.05.2026).

165. Hamid, J. Vanguard surpasses \$1 trillion in non-US assets as crypto ETFs test its cautious stance / J. Hamid. – Текст : электронный // BingX News. – 2026. – 25 January. – URL: <https://bingx.com/ro/news/post/vanguard-surpasses-trillion-in-non-us-assets-as-crypto-etfs-test-its-cautious-stance> (дата обращения: 06.05.2026).

166. Hernández, L. Determinants of Private Capital Flows in the 1970's and 1990's: Is there Evidence of Contagion? / L. Hernández, P. Mellado, R. Valdés. – Текст : электронный // IMF Working Papers. – 2001. – № 64 (WP/01/64). – (IMF

Working Paper ; WP/01/64). – 26 p. – ISBN 9781451848564. – ISSN 1018-5941. – URL: <https://www.imf.org/en/publications/wp/issues/2016/12/30/determinants-of-private-capital-flows-in-the-1970-s-and-1990-s-is-there-evidence-of-contagion-15191> (дата обращения: 11.05.2026).

167. IMF Survey: Putting Financial Globalization to Work. – Washington, D.C. : International Monetary Fund, 2007. – Текст : электронный. – URL: <https://www.imf.org/en/news/articles/2015/09/28/04/53/sores0816a> (дата обращения: 11.05.2026).

168. AREAER online : Data Query – URL: <https://www.elibrary-areaer.imf.org/Pages/ChapterQuery.aspx> (дата обращения: 06.05.2026). – Текст : электронный.

169. Indonesia - Tasa de interés real. – Текст : электронный / Index Mundi : сайт. – URL: <https://www.indexmundi.com/es/datos/indonesia/tasa-de-interés-real> (дата обращения: 12.05.2026).

170. International monetary fund : IMF Data – URL: <https://data.imf.org/en/Data-Explorer> (дата обращения: 06.05.2026). – Текст : электронный.

171. Kose, M.A. Capital Accounts: Liberalize or Not? / M.A. Kose, E.S. Prasad. – Текст : электронный // Finance & Development. – 2018. – June. – ISSN 1564-5142. – URL: <https://www.imf.org/external/Pubs/FT/fandd/basics/46-capital-accounts.htm> (дата обращения: 06.05.2026).

172. Kregel, J. Emerging market economies and the reform of the international financial architecture: Back to the future / J. Kregel. – Текст : электронный // Public Policy Brief, Levy Economics Institute of Bard College. – 2015. – ISSN 1063-5297. – URL: <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/121995/1/818573252.pdf> (дата обращения: 06.05.2026).

173. Levchenko, A. Do Some Forms of Financial Flows Help Protect from Sudden Stops? / A. Levchenko, P. Mauro. – Текст : электронный // IMF Working Papers. – 2006. – № 202. – ISSN 1018-5941. – URL: https://www.imf.org/-/media/websites/imf/imported-full-text-pdf/external/pubs/ft/wp/2006/_wp06202.pdf (дата обращения: 07.05.2026).

174. Loungani, P. How Beneficial Is Foreign Direct Investment for Developing Countries? / P. Loungani, A. Razin. – Текст : электронный // Finance & Development. – 2001. – № 2 (38). – ISSN 1564-5142. – URL:

<https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2001/06/loungani.htm> (дата обращения: 07.05.2026).

175. Market capitalization of listed domestic companies (% of GDP) // World Bank : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS> (дата обращения: 11.05.2026).

176. Matschke, J. Capital Flows and Monetary Policy in Emerging Markets around Fed Tightening Cycles / J. Matschke, S. Sattiraju, A. von Ende-Becker // *Economic Review* / Federal Reserve Bank of Kansas City. – 2023. – Vol. 108. – No. 4. – P. 13. – Текст : электронный. – URL: <https://econpapers.repec.org/article/fipfedker/97191.htm> (дата обращения: 12.05.2026).

177. Meister, L. Chinese loans to African countries differ from Western development loans / L. Meister, L. Menkhoff, A. Westen. – Текст : электронный // *DIW Weekly Report*. – 2023. – Volume 13. – № 26/27. – P. 193–200. – ISSN 2568-7697. – DOI 10.18723/diw_dwr:2023-26-1. – URL: https://www.diw.de/de/diw_01.c.877542.de/publikationen/weekly_reports/2023_26_1/chinese_loans_to_african_countries_differ_from_western_development_loans.html (дата обращения: 07.05.2026).

178. Mill, J.S. Principles of Political Economy, with some of their applications to Social Philosophy / J.S. Mill. – Текст : электронный. – London : John W. Parker, 1848. – Volume 2. – URL: <https://books.google.co.ma/books?id=CE93SwqKIS0C> (дата обращения: 07.05.2026).

179. Morris, C. J.P. Morgan Assets Under Management in 2026 / C. Morris. – Текст : электронный // *Brokerage-Review.com*. – 2026. – 5 May. – URL: <https://www.brokerage-review.com/investing-firm/assets-under-management/jp-morgan-aum.aspx> (дата обращения: 06.05.2026).

180. Nasulea, C. The Polish recipe / C. Nasulea, D. F. Spinu, R. M. Moroianu. – Текст : электронный // *Bulletin of Taras Shevchenko National University of Kyiv. Economics*. – 2017. – № 3 (Т. 192). – P. 34-38. – ISSN 2079-908X. – DOI 10.17721/1728-2667.2017/192-3/7. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/the-polish-recipe> (дата обращения: 10.05.2026).

181. Nie, O. The Information Content of Capital Controls / O. Nie.
 – Текст : электронный // World Bank Policy Research Working Paper. – 2020. – № 9343.
 – URL: <http://documents.worldbank.org/curated/en/864531596112858742/The-Information-Content-of-Capital-Controls> (дата обращения: 10.05.2026).

182. North America Crypto Adoption: Institutions and ETFs / Chainalysis : сайт.
 – 2025. – Текст : электронный. – URL: <https://www.chainalysis.com/blog/north-america-crypto-adoption-2025/> (дата обращения: 12.05.2026).

183. OECD Code of Liberalisation of Capital Movements / OECD.
 – Текст : электронный. – Paris : OECD Publishing, 2011. – 182 p.
 – ISBN 978-92-64-11077-9. – DOI 10.1787/9789264110779-en. – URL:
https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/publications/reports/2011/07/oecd-code-of-liberalisation-of-capital-movements_g1g132c1/9789264110779-en.pdf (дата обращения: 10.05.2026).

184. Ostry, J.D. Capital Controls: When Are Multilateral Considerations of the Essence? / J.D. Ostry. – Текст : электронный // IMF Blog. – 2012. – 7 September.
 – URL: <https://www.imf.org/en/blogs/articles/2012/09/07/capital-controls-when-are-multilateral-considerations-of-the-essence> (дата обращения: 06.05.2026).

185. OTC foreign exchange turnover in April 2022 / BIS. // BIS. – 2022.
 – 27 October. – Текст : электронный. – URL:
https://www.bis.org/statistics/rpfx22_fx.htm (дата обращения: 06.05.2026).

186. Private markets to account for more than half of global asset management industry revenues by 2030 – with global AuM to hit \$200 trillion: PwC 2025 Global Asset & Wealth Management Report / PwC : сайт. – 2025. – Текст : электронный. – URL:
<https://www.pwc.com/gx/en/news-room/press-releases/2025/pwc-2025-global-asset-wealth-management-report.html> (дата обращения: 12.05.2026).

187. Prodani, K. The political ecology of asset manager capitalism and the harmful fiction of universal ownership / K. Prodani, E. Svetlova, C.R. Lynch, E. Turnhout.
 – Текст : электронный // Geoforum. – 2025. – Volume 165. – Art. 104350.
 – ISSN 1872-9398. – DOI 10.1016/j.geoforum.2025.104350. – URL:
<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0016718525001502> (дата обращения: 10.05.2026).

188. Review of the Institutional View on the Liberalization and Management of Capital Flows // IMF Policy Papers. – Washington, D.C. : International Monetary Fund, 2022. – (Policy Paper ; № 2022/008). – 97 p. – ISBN 9798400204593. – ISSN 2663-3493. – Текст : электронный. – DOI 10.5089/9798400204593.007. – URL: <https://www.imf.org/en/publications/policy-papers/issues/2022/03/29/review-of-the-institutional-view-on-the-liberalization-and-management-of-capital-flows-515883> (дата обращения: 06.05.2026).

189. Rey, H. Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence / H. Rey // NBER Working Paper. – Cambridge, MA : National Bureau of Economic Research, 2015. – (NBER Working Paper ; 21162). – DOI 10.3386/w21162. – Текст : электронный. – URL: <https://www.nber.org/papers/w21162> (дата обращения: 10.05.2026).

190. Roberts, D.S. L. Relations of imagery, creativity, and socioeconomic status with performance on a stock-market e-trading game / D.S. L. Roberts, B.E. Macdonald // Psychological Reports. – 2001. – Volume 88. № 3. – P. 734-740. – ISSN 0033-2941.

191. Sachs, J. International Economics: What Do We Know about Globalization? / J. Sachs. – Текст : электронный // Foreign Policy. – 1998. – Spring. – URL: <https://ciaotest.cc.columbia.edu/olj/fp/sachs.html> (дата обращения: 10.05.2026).

192. Sadykova, T.M. Internal control as a way of identifying the threat points to the economic security of a business entity = Внутренний контроль как способ выявления точек угроз экономической безопасности субъекта бизнеса / T.M. Sadykova, N.V. Predeus, Y.V. Predeus. – Текст : электронный // Вестник Саратовского государственного социально-экономического университета. – 2018. – № 4 (73). – P. 183-188. – ISSN 1994-5094. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/internal-control-as-a-way-of-identifying-the-threat-points-to-the-economic-security-of-a-business-entity> (дата обращения: 10.05.2026).

193. State Street Corporation (STT) Stock: AUM Soars 15% as Fee Revenues Climb 8% and Provisions Drop / CoinCentral : сайт. – Текст : электронный. – 2025. – URL: <https://coincentral.com/state-street-corporation-stt-stock-aum-soars-15-as-fee-revenues-climb-8-and-provisions-drop/> (дата обращения: 12.05.2026).

194. State Street Corporation. Фундаментальные данные и показатели. – Текст : электронный // TradingView. – 2026. – URL:

<https://ru.tradingview.com/symbols/NYSE-STT/financials-balance-sheet/> (дата обращения: 21.03.2026). – Текст : электронный.

195. Strange, S. The Retreat of the State: The Diffusion of Power in the World Economy / S. Strange. – Текст : электронный. – Cambridge : Cambridge University Press, 1996. – 218 п. – (Cambridge Studies in International Relations ; 49). – ISBN 0-521-56440-9. – URL: <https://books.google.ru/books?id=Th5AeKtDGQQC> (дата обращения: 10.05.2026).

196. Teja, R. Consolidated Spillover Report: Implications from the Analysis of the Systemic-5 / R. Teja, R. Goyal. – Текст : электронный // IMF Policy Papers. – Washington, D.C. : International Monetary Fund, 2011. – 9 п. – URL: <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2016/12/31/Consolidated-Spillover-Report-Implications-from-the-Analysis-of-the-Systemic-5-PP4584> (дата обращения: 06.05.2026).

197. The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View / International Monetary Fund. – Текст : электронный // IMF Policy Papers. – Washington, D.C. : International Monetary Fund, 2012. – 48 п. – URL: <https://www.imf.org/en/publications/policy-papers/issues/2016/12/31/the-liberalization-and-management-of-capital-flows-an-institutional-view-pp4720> (дата обращения: 06.05.2026).

198. The Multilateral Aspects of Policies Affecting Capital Flows / International Monetary Fund. – Текст : электронный // IMF Policy Papers. – Washington, D.C. : International Monetary Fund, 2011. – 30 п. – URL: <https://www.imf.org/en/publications/policy-papers/issues/2016/12/31/the-multilateral-aspects-of-policies-affecting-capital-flows-pp4613> (дата обращения: 06.05.2026).

199. Updated Guidance for a Risk-Based Approach to Virtual Assets and Virtual Asset Service Providers. / FATF : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.fatf-gafi.org/en/publications/Fatfrecommendations/Guidance-rba-virtual-assets-2021.html> (дата обращения: 11.05.2026).

200. Vinokurov, E.Y. New approaches to international reserves: The lack of credibility in reserve currencies / E.Y. Vinokurov, M.V. Grichik, T.V. Tsukarev. // Russian Journal of Economics. – 2022. – Volume 8. № 4. – P. 315-332. – ISSN 2618-7213.

– DOI 10.32609/j.ruje.8.91515. – Текст : электронный. – URL: <https://www.elibrary.ru/item.asp?id=49957715> (дата обращения: 11.05.2026).

201. What are the Principles for Responsible Investment? / PRI : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.unpri.org/about-us/what-are-the-principles-for-responsible-investment> (дата обращения: 11.05.2026).

202. Williams, T. The globalization of financial risk: How ETFs make local markets less local / T. Williams, N. Converse, E. Levy Yeyati. – Текст : электронный // World Bank Blogs. – 2022. – 14 November. – URL: <https://blogs.worldbank.org/en/allaboutfinance/globalization-financial-risk-how-etfs-make-local-markets-less-local> (дата обращения: 06.05.2026).

203. World Economic Outlook Database, April 2025 / International Monetary Fund. – Текст : электронный. – Washington, D.C. : International Monetary Fund, 2025. – URL: <https://www.imf.org/en/publications/weo/weo-database/2025/april> (дата обращения: 06.05.2026).

204. World Economic Outlook, April 2026: Global Economy in the Shadow of War / International Monetary Fund. // World Economic and Financial Surveys. – Washington, D.C. : International Monetary Fund, 2026. – 180 p. – ISBN 979-8-22904-278-9. – ISSN 1564-5215. – Текст : электронный. – DOI 10.5089/9798229042758.081. – URL: <https://www.elibrary.imf.org/display/book/9798229042758/9798229042758.xml?cid=574803-com-dsp-crossref> (дата обращения: 06.05.2026).

205. World Economic Outlook, April 2025: A Critical Juncture amid Policy Shifts / International Monetary Fund. // World Economic and Financial Surveys. – Washington, D.C. : International Monetary Fund, 2025. – 190 p. – ISBN 979-8-40028-996-5. – ISSN 1564-5215. – Текст : электронный. – DOI 10.5089/9798400289583.081. – URL: <https://www.elibrary.imf.org/display/book/9798400289583/9798400289583.xml?cid=555872-com-dsp-crossref> (дата обращения: 06.05.2026).

Приложение А
(информационное)

Обзор теорий движения капитала по отдельным функциональным категориям

Теоретические подходы к прямым инвестициям отражены в работах С. Хаймера, эклектической парадигме Дж. Даннинга, теории интернационализации П. Бакли и работах других ученых.

«Впервые объяснение международного производства и прямых зарубежных инвестиций с точки зрения деятельности фирмы как субъекта этих инвестиций (в условиях несовершенных рынков) было осуществлено в работе Стивена Хаймера. Считается, что вклад Хаймера в теорию ПИИ и ТНК носит «пионерский» характер, поскольку его идеи не только отличались новизной, но и во многом определили последующие направления в изучении прямых инвестиций» [72]. Стремясь объяснить феномен ПИИ, Хаймер отмечал, что «инвестирование за границей связано для фирм с большими издержками и рисками, которые включают в себя: (1) издержки на коммуникацию и получение информации; эти издержки связаны с культурными, языковыми, правовыми, экономическими и политическими различиями стран, принимающих инвестиции; (2) издержки, связанные с менее благоприятным обращением с иностранным инвестором со стороны правительства принимающей страны по сравнению с местными инвесторами; (3) издержки, связанные с валютными рисками. Отсюда Хаймер делал логичный вывод о том, что на внешних рынках инвестирующие фирмы не действуют в условиях совершенной конкуренции. Более того, он утверждал, что в условиях совершенного рынка ПИИ вообще бы не существовали. Вместо этого, для проникновения на внешние рынки использовались бы такие формы как экспорт и лицензирование. По Хаймеру, ПИИ – это стратегический ответ фирмы на существование несовершенства рынка и одновременно инструмент для преодоления этого несовершенства» [72].

Эклектическая парадигма предполагает, что ТНК «имеет преимущества собственности по сравнению со своими основными конкурентами, которые она использует, размещая производство в тех местах, где имеются преимущества местоположения. ТНК сохраняют или удерживают контроль над своими сетями активов (производственных, коммерческих, финансовых, и т.д.) благодаря преимуществам интернализации» [72]. Как отмечает Даннинг, должны быть соблюдены «три условия, чтобы фирма была вовлечена в процесс прямого зарубежного инвестирования: 1. Инвестирующая фирма должна обладать чистыми специфическими преимуществами собственности, 2. Принимающая страна

должна обладать специфическими преимуществами местоположения, 3. Должны существовать преимущества интернализации» [72]. Говоря про сильную сторону эклектической парадигмы, «она состоит также в том, что теория может рассматриваться как динамический подход, в котором преимущества собственности, местоположения и глобализации взаимодействуют друг с другом» [72]. Однако исследователи, например, А.В. Кузнецов, критикуют ее за статичность. «Объясняя, как и почему компания начинает вывозить капитал, эта теория не дает ответа на вопрос, что заставляет ТНК продолжать зарубежную экспансию. Нельзя с ее помощью ответить и на вопрос, почему фирма выбирает для ПИИ одни страны, игнорируя другие, похожие на них по экономическим характеристикам» [94].

Существуют и альтернативные точки зрения для изучения локационного подхода. Японские исследователи Кожима и Озава «стремились понять причины выбора фирмами того или иного "места" для размещения производства. Эти причины они сводили к следующим двум группам: (1) доступ на рынок через размещение производства вблизи от конечных потребителей или через размещение производства, которое позволяет преодолеть таможенные барьеры; (2) доступ к ресурсам, позволяющий снизить издержки производства или технические ноу-хау» [72].

В отличие от локационного подхода, многие ученые фокусируются на внутренних мотивах самой фирмы. «Родоначальником теории транзакционных издержек (или транзакционного подхода) принято считать американского экономиста Рональда Коуза, который выдвинул идею о том, что издержки совершения сделок (обмена) в реальности не равны нулю, как это всегда предполагалось представителями неоклассической школы. Под транзакционными издержками Коуз понимал издержки ценовой координации на рынке и включал в них издержки, связанные с поиском и установлением адекватных цен, а также издержки по переговорам и заключению контрактов для каждой отдельной транзакции» [72]. Продолжение развития этих идей получили в исследованиях других ученых. Теория интернализации П. Бакли утверждает, что «фирмы выбирают интеграцию зарубежных операций в свою структуру, если рыночные издержки превышают затраты на управление ими напрямую. Это позволяет сохранять контроль над качеством продукции и защищать инновации и ноу-хау» [111].

Теория портфельного инвестирования Г. Марковица – это математическая модель, которая «предназначена для расчета максимальной доходности при заданном максимальном уровне риска и минимальный риск при заданном минимальном уровне доходности инвестиционного портфеля» [120].

Теория портфельного инвестирования Блэка – это метод управления инвестиционным портфелем, исходящий из базового допущения, что экономические агенты – инвесторы – ориентируются на максимизацию ожидаемой доходности вложенных средств при фиксированном уровне принимаемого риска. В рамках данного теоретико-методологического дискурса «получается новый вектор доходности, который приводит к потенциально диверсифицированным, сформированным с учетом интуитивной оценки будущей доходности и устойчивым, в отличие от оптимальных портфелей по Марковицу, портфелям» [122].

Теории происхождения международного кредита как исторически первой формы МДК отражены в работах Р. Барро, Дж. Бьюкенена, Т. Мальтуса, Д. Юма, Ч. Конанта, Дж.М. Кейнса. Д. Юм и Т. Мальтус связывали необходимость внешнего кредита с неравномерным распределением ресурсов и благ между странами, которое требует сбалансирования потоками капитала. Ч. Конант обосновывал кредитование избытком капитала в развитых странах, ищущего более прибыльное применение (теория «избыточных сбережений»). По мнению Ч. Конанта, «в таких промышленно развитых странах, как Соединенные Штаты Америки, накапливается огромный избыток капитала, и для того, чтобы экономическая система развитых стран не пострадала от социального взрыва, вызванного перепроизводством, промышленникам необходимы новые рынки сбыта. Ввиду этого избыток сбережений в сочетании с сопровождающим его накоплением невостребованных товаров в крупных индустриальных странах являлся одной из мировых экономических болезней» [109]. По мнению экономиста, «Соединенные Штаты должны обратить свое внимание за пределы собственных границ. Война или дипломатические успехи на данном пути – это лишь детали. Нет даже необходимости спорить по поводу того, следует ли «торговле следовать за флагом» или цели торговли могут быть достигнуты в отсутствии престижа политической мощи страны» [109]. Эта позиция указывала, что угроза избытка сбережений должна быть купирована любой ценой за счет выхода на новые рынки. Дж.М. Кейнс рассматривал международный кредит как механизм, позволяющий странам финансировать дефицит платежного баланса и поддерживать внутренний спрос, не прибегая к немедленным болезненным экономическим изменениям. Более того, Дж.М. Кейнс считал, что «финансовая стабильность зависит от баланса между импортом и экспортом в долгосрочной перспективе, а любое отклонение от этого баланса должно автоматически компенсироваться странами-кредиторами за счет средств международного клирингового союза» [172], который он предлагал создать. Р. Барро, представляющий теорию рациональных ожиданий, исходил из того, что «экономические агенты способны быстро адаптироваться к меняющейся хозяйственной конъюнктуре, а вмешательство

государства не требуется» [74]. Более того, «представители теории считают государственную политику регулирования экономики и сам процесс государственного воздействия на воспроизводство бесперспективными как в краткосрочном периоде деятельности, так и в долгосрочном..., а государству отводится роль «ночного сторожа», где он должен осуществлять охрану собственности и обеспечивать условия для эффективного развития экономики» [128]. Дж. Бьюкенен, в свою очередь, в теории общественного выбора утверждал, что «процесс принятия правительственных решений во многом определяется личными интересами, поэтому государственное регулирование неэффективно» [74]. В совокупности эти подходы акцентируют внимание на роли институциональной среды, бюджетных ограничений и предсказуемости политики как факторов, влияющих на поведение экономических субъектов, включая иностранных кредиторов.

Приложение Б
(информационное)

Список современных финансовых процессов, влияющих на МДК и глобальную экономику

Таблица Б.1 – Влияние современных финансовых процессов, влияющих на МДК и глобальную экономику

№	Название процесса	Описание влияния на МДК	Последствия для мировой экономики	Последствия для развитых стран	Последствия для развивающихся стран
1	2	3	4	5	6
1	Тенденция деглобализации и фрагментации валютного пространства	Формирование региональных валютных блоков и снижение глобальной взаимосвязанности усложняют МДК и провоцируют необоснованные оттоки капитала	Ухудшение торгово-экономических связей, снижение мирового ВВП, рост нестабильности валютных курсов, усиление конкуренции между валютными зонами	Ухудшение доступа к капиталу и новым рынкам, усиление зависимости от локальных экономических зон, рост нестабильности инвестиций	Снижение доступности зарубежных инвестиций, девальвация национальных валют, усиление зависимости от региональных центров влияния, ухудшение экономической самостоятельности
2	Активизация роли мелких инвесторов (включая использование роботов-консультантов)	Рост числа непрофессиональных участников рынка и использование автоматизированных алгоритмов приводит к спекуляциям и хаосу в движении капитала	Снижение предсказуемости движения капитала, усиление волатильности глобальных финансовых рынков, падение долгосрочных инвестиций	Рост волатильности рынков, снижение эффективности традиционного регулирования, ограничение влияния крупных инвесторов, риск формирования «пузырей»	Проблемы с привлечением стабильных инвестиций, нестабильные потоки капитала, увеличение спекулятивного давления на развивающиеся рынки

Продолжение таблицы Б.1

1	2	3	4	5	6
3	Усиление роли ЦФА	ЦФА и ЦВ опосредуют международное движение капитала, но создают дополнительные риски из-за слабого регулирования и высокой волатильности	Расширение трансграничных операций, уклонение от регулирования, рост нестабильности финансовых потоков, увеличение активности теневых рынков	Подрыв монетарного контроля, ликвидация контроля капитальных потоков, усложнение налогового мониторинга	Рост финансовых рисков, утечка капитала через нерегулируемые платформы, увеличение доли теневых операций в экономике
4	Активизация роли государственных (национальных) интересов на рынке МДК (пример: кредитная стратегия Китая)	Превращение развивающихся стран в зависимых заемщиков (например, через механизм «долговой ловушки» Китая); это ведет к искажению стимулов для капитала	Усиление региональной зависимости, поляризация мировых экономик, рост долговых кризисов в развивающихся странах	Усиление геополитического влияния развитых стран (например, Китая), ухудшение конкуренции в движении капитала	Долговая зависимость, невозможность маневрирования в национальной экономической политике, потеря суверенитета в финансовом управлении
5	Усиление роли глобальных коллективных инвесторов (например, BlackRock)	Концентрация капитала в руках крупных игроков снижает независимость национальных экономик, усиливает ориентацию на краткосрочную прибыль	Усиление неравенства и монополизации капиталов, разрушение долгосрочных стратегий, доминирование на рынках МДК крупных фондов	Ограничение возможностей национальных экономик, рост давления на рынки локальных акций и облигаций, усиление конкуренции между крупными инвесторами	Ухудшение условий для национальных инвестиционных стратегий, дестабилизация рынка труда, растущая зависимость от решений крупных инвесторов

Источник: составлено автором.

Приложение В
(информационное)

Авторская классификация механизмов контроля за МДК

Таблица В.1 – Классификация механизмов контроля за МДК

Код	Наименование	Целевая функция	Субъект (резиденты / нерезиденты)	Направление движения капитала (входящий / исходящий)	Тип меры	Применимость (юр. / физ. лица)
1	2	3	4	5	6	7
1 Антикризисные механизмы						
1.1	Множественные валютные курсы	сдерживание спекуляций	оба	оба	адм. регулирование	все
1.2	Запрет конвертации для покупки иностраннх активов	предотвращение бегства капитала	резиденты	исходящий	запрет	все
1.3	Налоги / сборы на приобретение валюты	снижение спроса на валюту	резиденты	исходящий	налог	все
1.4	Ограничения на операции с наличной валютой	предотвращение черного рынка	оба	оба	запрет / лимит	все
1.5	Ограничения на вывод наличной валюты	удержание ликвидности	резиденты	исходящий	лимит	все
1.6	Запрет на валютные своп- операции с нерезидентами	блокировка спекуляций	резиденты	исходящий	запрет	юр. лица
1.7	Запрет на взаимозачет требований с нерезидентами	контроль движения средств	резиденты	исходящий	запрет	юр. лица

Продолжение таблицы В.1

1	2	3	4	5	6	7
1.8	Режим спецсчетов (обязательное кредитование)	охлаждение потоков	оба	оба	адм. требование	все
1.9	Повышенные резервные требования (короткие позиции)	борьба со спекуляциями	нерезиденты	входящий	резервные требования	юр. лица
1.10	Запрет на покупку иностранных ценных бумаг	предотвращение оттока капитала	резиденты	исходящий	запрет	все
1.11	Запрет на покупку/продажу ценных бумаг	предотвращение оттока капитала	нерезиденты	входящий	запрет	все
2 Механизмы развития						
2.1	Уведомление о сделках	мониторинг	оба	оба	уведомление	все
2.2	Предварительное одобрение сделок	нацбезопасность	оба (чаще нерезиденты)	входящий	лицензирование	все
2.3	Лимиты на долю иностранного капитала	контроль над экономикой	нерезиденты	входящий	лимит	юр. лица
2.4	Отраслевые ограничения	локализация	нерезиденты	входящий	запрет / лимит	юр. лица
2.5	Отраслевые запреты	защита стратег. отраслей	нерезиденты	входящий	запрет	юр. лица
2.6	Лицензирование операций с ЦБ	фильтрация инвестиций	оба	оба	лицензия	все
2.7	Количественные потолки владения	предотвращение монополизации	оба	входящий	лимит	все
2.8	Ограничения на покупку местных ЦБ	управление долгом	нерезиденты	входящий	лимит / запрет	все
2.9	Лицензирование ПИИ	отбор инвестиций	нерезиденты	входящий	лицензия	юр. лица
2.10	Контроль над криптоактивами	борьба с оттоком	оба	оба	учет / запрет	все

Продолжение таблицы В.1

1	2	3	4	5	6	7
2.11	Ограничения на перевод доходов (дивиденды и других типов)	удержание прибыли	нерезиденты	исходящий	лимит / налог	все
2.12	Лимиты на инвестиции за рубеж	дестимулирование вывоза	резиденты	исходящий	лимит	все
2.13	Запрет на хранение активов за рубежом	борьба с офшорами	резиденты	исходящий	запрет	все
2.14	Ограничения на покупку иностранных ЦБ	поддержка внутреннего рынка	резиденты	исходящий	лимит / запрет	все
2.15	Лимиты на кредитование нерезидентов	контроль экспорта капитала	резиденты	исходящий	лимит	все
2.16	Отчетность по зарубежным активам	прозрачность	резиденты	исходящий	отчетность	все
2.17	Запрет / ограничение на открытие счетов нерезидентами	контроль горячих денег	нерезиденты	входящий	запрет / лимит	юр. лица
2.18	Ограничения на перевод выручки от продажи активов	борьба с бегством капитала	нерезиденты	исходящий	лимит	все
2.19	Льготный режим для реинвестированной прибыли	стимулирование ПИИ	нерезиденты	исходящий (удержание)	налоговое стимулирование	юр. лица
2.20	Ограничения на деривативные операции	блокировка спекулятивных потоков	нерезиденты	оба	запрет / лимит	юр. лица

Источник: составлено автором.

Приложение Г
(информационное)

Критерии эффективного использования механизмов контроля за МДК

Таблица Г.1 – Матрица классификации механизмов контроля за МДК и критерии их эффективного использования

Механизмы контроля за МДК		Наилучшие условия использования механизма				
код	наименование	состояние СТО	уровень развитости национального финансового рынка	положение в системе МРТ	открытость экономики	режим ДКП
1	2	3	4	5	6	7
1 Антикризисные механизмы						
1.1	Множественные валютные курсы	любое	слабый	зависимое	закрытая или частично открытая	Фиксированный или плавающий курс
1.2	Запрет конвертации для покупки иностранных активов	дефицит	слабый	зависимое	закрытая	Фиксированный или плавающий курс
1.3	Налоги / сборы на приобретение валюты	дефицит	средний / слабый	зависимое	частично открытая	Фиксированный или плавающий курс
1.4	Ограничения на операции с наличной валютой	дефицит	слабый	зависимое	закрытая	Фиксированный или плавающий курс
1.5	Ограничения на вывод наличной валюты	дефицит	слабый	зависимое	закрытая	Фиксированный или плавающий курс
1.6	Запрет на валютные своп-операции с нерезидентами	дефицит	слабый	зависимое	закрытая	Фиксированный или плавающий курс

Продолжение таблицы Г.1

1	2	3	4	5	6	7
1.7	Запрет на взаимозачет требований с нерезидентами	дефицит	слабый	зависимое	закрытая	Фиксированный или плавающий курс
1.8	Режим спецсчетов (обязательное резервирование)	дефицит	слабый	зависимое	частично открытая	Фиксированный или плавающий курс
1.9	Повышенные резервные требования (короткие позиции)	профицит	средний / слабый	любое	открытая или частично открытая	Плавающий курс
1.10	Запрет на покупку иностранных ценных бумаг	дефицит	средний / слабый	зависимое	закрытая или частично открытая	Плавающий курс
1.11	Запрет на покупку/продажу ценных бумаг	дефицит	слабый	зависимое	закрытая или частично открытая	Плавающий курс
2 Механизмы развития						
2.1	Уведомление о сделках	любое	средний / слабый	любое	открытая или частично открытая	любой
2.2	Предварительное одобрение сделок	дефицит	слабый	зависимое	частично открытая	Фиксированный или плавающий курс
2.3	Лимиты на долю иностранного капитала	любое	слабый	зависимое	частично открытая	любой
2.4	Отраслевые ограничения	любое	любой	любое	частично открытая	любой
2.5	Отраслевые запреты	любое	любой	любое	закрытая или частично открытая	любой
2.6	Лицензирование операций с ценными бумагами	любое	средний / слабый	зависимое	частично открытая	Фиксированный или плавающий курс
2.7	Количественные потолки владения	любое	слабый	зависимое	частично открытая	Фиксированный или плавающий курс

Продолжение таблицы Г.1

1	2	3	4	5	6	7
2.8	Ограничения на покупку местных ценных бумаг	профицит	средний / развитый	любое	открытая или частично открытая	Плавающий или плавающий курс
2.9	Лицензирование ПИИ	любое	любой	любое	частично открытая	любой
2.10	Контроль над криптоактивами	дефицит	средний / слабый	зависимое	любая	Фиксированный или плавающий курс
2.11	Ограничения на перевод доходов	дефицит	слабый	зависимое	закрытая или частично открытая	Фиксированный или плавающий курс
2.12	Лимиты на инвестиции за рубеж	дефицит	слабый	зависимое	закрытая	Фиксированный или плавающий курс
2.13	Запрет на хранение активов за рубежом	дефицит	слабый	зависимое	закрытая	Фиксированный или плавающий курс
2.14	Ограничения на покупку иностранных ценных бумаг	дефицит	слабый	зависимое	закрытая	Фиксированный или плавающий курс
2.15	Лимиты на кредитование нерезидентов	дефицит	слабый	зависимое	закрытая	Фиксированный или плавающий курс
2.16	Отчетность по зарубежным активам	любое	средний / развитый	любое	открытая или частично открытая	любой
2.17	Запрет / ограничение на открытие счетов нерезидентами	профицит	средний / слабый	зависимое	частично открытая	Фиксированный или плавающий курс
2.18	Ограничения на перевод выручки от продажи активов	дефицит	слабый	зависимое	закрытая или частично открытая	Фиксированный или плавающий курс
2.19	Льготный режим для реинвестированной прибыли	дефицит	средний / развитый	любое	открытая	Плавающий курс
2.20	Ограничения на деривативные операции	профицит	средний / слабый	любое	открытая или частично открытая	Плавающий курс

Источник: составлено автором.

Приложение Д
(информационное)

Соотношение вызовов для МДК и механизмов купирования их негативного влияния

Таблица Д.1 – Анализ вызовов для МДК и механизмов купирования их негативного влияния

№	Название процесса	Негативные последствия для МДК	Возможности для развития	Подходящие механизмы контроля	Эффект от применения механизма контроля
1	2	3	4	5	6
1	Деглобализация финансового пространства	Ухудшение прогнозируемости движения капитала; увеличение транзакционных издержек из-за использования альтернативных схем; риск резкого оттока капитала из-за геополитической нестабильности	1. Снижение внешней уязвимости и повышение автономии ДКП; развитие национального финансового рынка и инструментов в локальной валюте; создание собственных платежных инфраструктур и клиринговых механизмов	1.2 Запрет конвертации для покупки иностранных активов	Прямое блокирование оттока капитала
				1.5 Ограничения на вывод наличной валюты	Снижение неучтенного вывоза наличности
				1.6 Запрет на валютные своп-операции с нерезидентами	Блокирование каналов валютного арбитража и спекуляций
				1.7 Запрет на взаимозачет требований с нерезидентами	Усиление контроля над каждым платежом
				2.2 Предварительное одобрение сделок	Селективное ограничение рискованных операций
				2.13 Запрет на хранение активов за рубежом	Полный контроль над валютными активами резидентов
				2.17 Запрет / ограничение на открытие счетов нерезидентами	Ограничение доступа нерезидентов к национальной банковской системе

Продолжение таблицы Д.1

1	2	3	4	5	6
—	—	—	—	2.18 Ограничения на перевод выручки от продажи активов	Предотвращение быстрого вывода средств после реализации активов
2	Активизация роли розничных инвесторов	Повышенная волатильность на финансовых рынках; массовые необоснованные вложения или отток капитала	Увеличение внутреннего источника долгосрочного финансирования (через ОФЗ, корпоративные облигации); снижение зависимости от иностранного капитала и волатильных портфельных инвестиций нерезидентов; развитие финансовой грамотности и культуры сбережений в национальной валюте; возможность использования ИИС (индивидуальных инвестиционных счетов) для налогового стимулирования притока капитала внутрь страны	1.4 Ограничения на операции с наличной валютой	Борьба с неорганизованным вывозом капитала
				1.5 Ограничения на вывод наличной валюты	Мониторинг и превентивное реагирование на массовые операции
				2.1 Уведомление о сделках	Контроль над спекулятивными портфельными инвестициями
				2.6 Лицензирование операций с ценными бумагами	Ограничение концентрации участия розничных инвесторов
				2.7 Количественные потолки владения	Направление сбережений резидентов на внутренний рынок
				2.14 Ограничения на покупку иностранных ценных бумаг	Ограничение оттока инвестиций за рубеж
3	Усиление роли ЦФА и ЦВ	Ухудшение отслеживаемости движения капиталов; рост незаконных операций из-за анонимности или	Повышение прозрачности и отслеживаемости трансграничных платежей (программируемый контроль);	1.4 Ограничения на операции с наличной валютой	Усложнение обмена фиатной валюты на криптоактивы
				2.10 Контроль над криптоактивами	Внесение операций с ЦФА в правовое поле, мониторинг

Продолжение таблицы Д.1

1	2	3	4	5	6
–	–	недостаточного регулирования ЦФА; повышенные рыночные риски из-за волатильности, вызванной спекуляциями с цифровыми активами	снижение издержек и времени проведения международных расчетов (особенно в условиях санкций); создание альтернативных каналов для инвестиций внутри страны через ЦФА без участия нерезидентов	2.17 Запрет / ограничение на открытие счетов нерезидентами	Блокирование деятельности нерегулируемых криптобирж
				2.16 Отчетность по зарубежным активам	Усложнение обхода валютного контроля через криптоактивы
4	Активизация роли государственных интересов на рынке МДК (пример: долговая стратегия Китая)	Возрастание долговой нагрузки развивающихся стран; риск снижения их технологической самостоятельности	Поэтапная интернационализация национальной валюты без потери контроля над капитальным счетом («управляемая конвертируемость»); снижение зависимости от доллара США и валютных рисков через диверсификацию международных резервов и расчетов в национальной валюте; адресная поддержка приоритетных секторов через контролируемые каналы распределения капитала	2.3 Лимиты на долю иностранного капитала	Защита национального контроля над стратегическими предприятиями
				2.4 Отраслевые ограничения	Защита чувствительных или стратегических секторов экономики
				2.5 Отраслевые запреты	Полное исключение иностранного участия в ключевых сферах
				2.9 Лицензирование ПИИ нерезидентов	Селективное одобрение иностранных инвестиций
				2.11 Ограничения на перевод доходов	Удержание прибыли в национальной экономике
				2.15 Лимиты на кредитование нерезидентов	Сдерживание оттока капитала в форме кредитов
				2.16 Отчетность по зарубежным активам	Мониторинг внешних активов и долгов резидентов

Продолжение таблицы Д.1

1	2	3	4	5	6
5	Усиление роли глобальных коллективных инвесторов (инвестфонды, хедж-фонды)	Неравномерные инвестиции в отдельные секторы экономики; утрата контроля при приобретении ключевых активов; риск внезапных крупных оттоков капитала	Повышение ликвидности и глубины национального финансового рынка; импорт стандартов корпоративного управления, прозрачности и раскрытия информации; возможность использования макропруденциальных мер (лимиты, требования к марже) для управления волатильностью без полного закрытия рынка	1.9 Повышенные резервные требования (короткие позиции)	Снижение привлекательности краткосрочных спекулятивных инвестиций
				2.7 Количественные потолки владения	Ограничение концентрации иностранного капитала
				2.8 Ограничения на покупку местных ценных бумаг	Сдерживание спекулятивного притока, предотвращение перегрева рынков
				2.9 Лицензирование ПИИ нерезидентов	Селективный допуск к прямым инвестициям
				2.11 Ограничения на перевод доходов	Увеличение стоимости оттока капитала
				2.17 Запрет / ограничение на открытие счетов нерезидентами	Контроль доступа к национальной банковской системе
				2.18 Ограничения на перевод выручки от продажи активов	Замедление вывода средств после выхода из активов

Источник: составлено автором.

Приложение Е
(информационное)

Анализ применения инструментов контроля за МДК

Таблица Е.1 – Анализ применения инструментов контроля за МДК

Страна	Механизм контроля за МДК	Период использования механизма	Влияние на макроэкономические показатели	Вывод об успешности преодоления кризиса с МДК
1	2	3	4	5
Аргентина	1.1 Множественные валютные курсы	2002-2003 гг. (основной период)	Разворот потока капитала: прирост по статье «Прочие инвестиции» составил +9,9 млрд долл. США в 2002 г., смена направления на приток в 2003 г. (-3,6 млрд долл. США); стабилизация банковской системы: остановка оттока депозитов; снижение инфляции: -12,5 п.п. (с 25,9% в 2002 г. до 13,4% в 2003 г.) и далее -9,0 п.п. (до 4,4% в 2004 г.); восстановление роста ВВП: +19,7% (с -10,9% в 2002 г. до +8,8% в 2003 г.) и +9% в 2004 г.; рост инвестиций в основной капитал: +127,9% (с -67,9% в 2002 г. до +60% в 2003 г.); -10 п.п. (до +50% в 2004 г.)	Кризис преодолен успешно: достигнута стабилизация, возобновлен рост экономики и инвестиций, остановлен отток капитала
	1.2 Запрет конвертации для покупки иностранных активов	2001-2006 гг.		
	1.3 Налоги / сборы на приобретение валюты	2001-2002 гг.		
	1.5 Ограничения на вывод наличной иностранной валюты	2001-2006 гг.		
	2.13 Запрет на хранение активов за рубежом	2002-2004 гг. (экстренно)		
	2.18 Ограничения на перевод выручки от продажи активов	2002 г.		

Продолжение таблицы Е.1

1	2	3	4	5
Бразилия	1.3 Налоги / сборы на приобретение валюты (IOF) 1.3 и 2.20 Налоги / сборы на приобретение валюты (IOF) – распространение на деривативы; 1.9 Повышенные резервные требования для коротких позиций	2009-2013 гг. 2011-2013 гг. 2011-2012 гг.	Укрепление реала остановилось, курс развернулся после достижения уровня 1,7 USD/BRL в 2011 г. после минимума 2011 г.; инфляция оставалась стабильной, в среднем около 6,0% в 2011-2014 гг.; после 2011 г. удалось оставить «бегство» портфельных инвестиций из страны; рост инвестиций в ОК: в 2010 г. рост составил +25% против замедления в 2009 году	Ситуация частично стабилизирована: приток капитала и курс сглажены, но инфляция потребовала дополнительных монетарных мер
Индонезия	1.2 Запрет конвертации для покупки иностранных активов (ограничение вывоза капитала)	1997 г. и далее	Возврат притока ПИИ в 2002 г. после сильного оттока в 1999-2001 гг. (9,3 млрд долл. США за три года); началось устойчивое накопление резервов с 1998 г. после сокращения в 1997 году на 4,4 млрд долл. США; курс рупии стабилизировался в диапазоне 7,855-8,422 тыс. USD/IDR в 1999-2000 гг. после девальвации в 3,4 раза в 1998 году до 10,01 тыс. USD/IDR; инфляция упала до 20,5% в 1999 г. и далее до 3,7% в 2000 г. после пика в 58% в 1998 году	Кризис преодолен успешно: отток капитала остановлен, экономика стабилизирована и вернулась к росту
	2.18 Ограничения на перевод выручки от продажи активов (доходов нерезидентам)	1998 г. и далее		
	1.9 Повышенные резервные требования	1995-2000 гг.		
	2.15 Лимиты на кредитование нерезидентов	1995-2002 гг. (постепенная либерализация)		
Россия	1.4 Ограничения на операции с наличной валютой	2022 г. - настоящее время	Курс укрепился с 74,3 (2021 г.) до 70,3 USD/RUB (2022 г.);	Санкционный кризис смягчен: финансовая система

Продолжение таблицы Е.1

1	2	3	4	5
Россия	1.5 Ограничения на вывод наличной иностранной валюты	2022 г. - настоящее время	инфляция сдержана на уровне 11,9% (2022 г.); ВВП вырос с -1,2% (2022 г.) до +4,1% (2024 г.); внешний долг снизился (вынужденная мера) с ~30% до менее 15% ВВП (2024 г.); сохранение динамики роста инвестиций в ОК несмотря на санкции: от 2% до 9,8% в период 2023-2025 гг.	стабилизирована, экономика адаптирована и возобновила рост
	2.11 Ограничения на перевод доходов (дивиденды, проценты) нерезидентам из «недружественных» стран	2022 г. - настоящее время		
	2.14 Ограничения на покупку иностранных ценных бумаг и инструментов	2022 г. - настоящее время		
	2.15 Лимиты на кредитование нерезидентов	2022 г. - настоящее время		
	2.16 Отчетность по зарубежным активам и счетам	2022 г. - настоящее время		
	2.18 Ограничения на перевод выручки от продажи активов нерезидентами	2022 г. - настоящее время		

Источник: составлено автором по материалам [20; 21; 27; 39; 82; 168; 169; 170; 203].

Приложение Ж
(информационное)

Авторская система эффективности применения механизмов контроля за МДК

Таблица Ж.1 – Авторская система эффективности применения механизмов контроля за МДК

Группа механизмов	Показатель	Влияние на общий итог (0-1 балла)	Комментарий
Антикризисные механизмы	Корреляции СТО и ПИИ	0,4	Отражает наличие излишков капитала в стране, возникающего в результате профицита СТО и/или ПИИ или недостатка капитала в обратной ситуации
	Коэффициент приоритизации прямых инвестиций	0,3	Показывает изменение структуры ввезенного и вывезенного капитала в пользу прямых инвестиций по сравнению с другими видами инвестиций
	Коэффициент стабилизации «горячего капитала»	0,3	Показывает, насколько изменилась доля портфельных инвестиций в общем потоке иностранных инвестиций после введения контроля
Механизмы развития	Динамика ВВП	0,4	Оценивает состояние экономики страны на основании ВВП
	Коэффициент динамики реального ВВП на душу населения	0,3	Оценивает, достигнуто ли увеличение ВВП на душу населения
	Динамика доли ВНС в ВВП	0,3	Оценивает структурный сдвиг в экономике: увеличение доли инвестиций в ВВП свидетельствует о повышении роли накопления капитала

Источник: разработано автором.

Приложение И
(информационное)

Основные проблемы, блокирующие успешное применение механизмов контроля за МДК

Таблица И.1 – Основные проблемы, блокирующие успешное применение механизмов контроля за МДК

Проблема	Ключевые драйверы и причины возникновения	Основные риски для финансовой стабильности	Ограничения в использовании традиционных инструментов контроля за движением капитала	Уровень сложности решения	Меры для усиления традиционным контролем за движением капитала
1	2	3	4	5	6
Неразвитость финансовых рынков	Историческая траектория развития, слабость институтов, низкая глубина экономики	Внезапная остановка капитала, банковский кризис, обвал курса национальной валюты	Низкая эффективность административных мер в условиях слабых институтов и неглубокого рынка	Высокий (требует долгосрочных структурных реформ, а не только регуляторных мер)	Глубокое структурное реформирование финансового сектора, создание механизмов для долгосрочных внутренних инвестиций
Спекулятивный характер капиталов	Глобальная диспропорция в монетарных политиках, поиск доходности, высокая ликвидность на мировых рынках	Чрезмерная волатильность обменного курса и цен на активы, «процикличность» финансовых условий	Инструменты не дифференцируют капитал по сроку; сложное администрирование и высокий риск обхода через офшоры	Средний (существуют апробированные, но политически сложные инструменты дифференциации потоков)	Внедрение дифференцированных мер в зависимости от срока инвестиций; международная координация

Продолжение таблицы И.1

1	2	3	4	5	6
Доминирование мега-игроков	Концентрация капитала в глобальном управлении активами, развитие сложных финансовых стратегий и ПФИ	Координация атак на валюту/долг, возникновение системных корреляций и «эффекта толпы», подрыв эффективности национальных интервенций	Механизмы неэффективны против скоординированных действий крупных игроков, чьи масштабы превосходят возможности ЦБ	Очень высокий (требует беспрецедентного уровня международной регуляторной координации и политической воли)	Специальные меры мониторинга и регулирования для крупных потоков; усиление международной регуляторной координации
Цифровые инновации	Технологический прогресс (блокчейн, смарт-контракты), спрос на обход контроля и анонимность, медленная реакция регуляторов	Обход всех традиционных контрольных точек, отток капитала через новые каналы, рост теневого сектора, угрозы для эффективности монетарной политики	Классические инструменты уязвимы из-за анонимности и скорости новых технологий; регуляторы отстают от темпов инноваций	Средний/Высокий (требует быстрого развития новых компетенций у регуляторов и международных стандартов, но технические решения уже формируются)	Развитие регуляторных технологий для цифровых каналов; международные стандарты; продуманный дизайн ЦВЦБ с элементами контроля

Источник: составлено автором.

Приложение К
(информационное)

Сдерживающие факторы и ограничения в применении механизмов контроля за МДК

Таблица К.1 – Сдерживающие факторы и ограничения в применении инструментов контроля за МДК

Проблема использования механизмов контроля за МДК	Описание проблемы	Блокируемые механизмы контроля за МДК	Меры для повышения результативности контроля за движением капитала
1	2	3	4
Неразвитость и низкая ликвидность внутренних финансовых рынков в развивающихся экономиках	Институциональная и инфраструктурная слабость рынков	2.15 Контроль над кредитными операциями	Введение динамических, циклически настраиваемых лимитов ОВП; структурные реформы для диверсификации финансовой системы и создания альтернативных инвестиционных каналов; селективные ограничения на участие нерезидентов в сочетании с развитием рынков хеджирования
Преобладание краткосрочных спекулятивных («горячих») капиталов над стратегическими инвестициями	Качественная структура потоков деструктивна: капитал, ориентированный на арбитраж и быструю прибыль, усиливает волатильность	1.3 Налоги на обмен валюты / сборы	Дифференцированные налоги (по типу Тобина), ставка которых зависит от срока инвестиций; мониторинг краткосрочных операций нерезидентов на срочном рынке
		2.2 Требование предварительного разрешения на осуществление инвестиций	Создание «зеленых коридоров» для операций, соответствующих стратегическим отраслям
Концентрация финансовой мощи и	Действия ограниченного числа субъектов, обладающих	1.6 Контроль над валютными своп-операциями	Гармонизация требований к раскрытию бенефициарных владельцев и крупных

Продолжение таблицы К.1

1	2	3	4
дестабилизирующий потенциал глобальных мега-игроков (институциональных инвесторов, фондов)	ресурсами, сопоставимыми с резервами центробанков, могут координированно нивелировать национальные меры контроля через масштаб операций, и использование множественных юрисдикций	—	позиций; создание международных механизмов обмена данными о трансграничных операциях мега-игроков
		1.8 Режимы специальных счетов	Введение специальных разрешительных процедур или квот на участие крупных нерезидентов в аукционах государственного долга или приватизации
Деструктивное воздействие цифровых финансовых инноваций (криптоактивы)	Технологии децентрализованных финансов создают параллельные, слабо регулируемые каналы для трансграничного движения стоимости, обходящие традиционные контрольные точки (банки, обменные пункты)	1.2 Запрет конвертации для покупки иностранных активов (а также контроль над движением средств по банковским счетам)	Усовершенствование законодательства в данной сфере (так как криптоактивы еще не получили достаточное законодательное регулирование); разработка контролируемых ЦВЦБ и реализация стандартов ФАТФ для ЦФА

Источник: составлено автором.

Приложение Л
(информационное)

Рекомендации по адаптации нормативно-правовой базы Российской Федерации к современным вызовам в рамках МДК

Таблица Л.1 – Матрица адаптации системы контроля за движением капитала к современным вызовам и трансформация нормативно-правовой базы РФ

Основные вызовы	Наиболее эффективные применимые механизмы контроля за МДК с учетом российской специфики	Предлагаемые корректировки инструментов контроля за МДК	Направления корректировки нормативной базы (законы)	Влияние на финансовую стабильность	Влияние на долгосрочный экономический рост
1	2	3	4	5	6
Деглобализация, фрагментация финансового пространства	Дифференцированный подход в зависимости от геополитической «дружественности» инвестора и сектора экономики («светофорная» модель); селективное стимулирование и ограничение	Смещение акцента с тотальных запретов на гибкую систему, где строгий контроль для «недружественного» капитала сочетается с налоговыми и регуляторными стимулами для «дружественного»	Внесение поправок в НК РФ (ст. 284) о введении пониженной ставки налога на прибыль (5%) для «дружественных» стратегических инвесторов	Положительное: позволяет защитить внутренний рынок от спекулятивных и враждебных потоков, управляя системными рисками	Положительное: направляет долгосрочные инвестиции («дружественный» капитал) в приоритетные, продуктивные сектора, способствуя диверсификации и технологическому развитию

Продолжение таблицы Л.1

1	2	3	4	5	6
Активизация роли розничных инвесторов	Усиление контроля за трансграничными операциями физлиц и отчетности для предотвращения нелегального оттока, при сохранении лимитов на легитимные операции	Совершенствование риск-ориентированного надзора за операциями розничных инвесторов с использованием цифровых платформ и данных	Внедрение норм, обеспечивающих методологическое единство контроля за операциями физлиц в рамках нового закона о Центре мониторинга на базе Банка России	Нейтральное / Положительное: снижает риски незаконного вывоза капитала и «бегства» розничных вкладчиков, укрепляя стабильность финансовой системы	Нейтральное: основная цель – контроль, а не стимулирование роста; косвенно способствует росту, сохраняя сбережения в национальной финансовой системе
Усиление роли ЦФА и ЦВ	Интеграция данных о крипто-активах и ЦФА в единую систему мониторинга трансграничных потоков	Создание цифровой инфраструктуры (блокчейн-платформы) для отслеживания операций с ЦФА и их включение в общую аналитическую картину	Поправки, закрепляющие полномочия Центра мониторинга на сбор и анализ данных с информационных систем, включая блокчейн-платформы	Положительное: повышает прозрачность и позволяет выявлять новые каналы для уклонения от контроля и отмывания средств	Нейтральное / Положительное: создает более безопасную и регулируемую среду для развития цифровых финансов, что может привлечь технологические инвестиции
Активизация роли государственных интересов на рынке МДК	Централизация управления контролем и создание единого центра компетенций для формирования целостной картины и координации ведомств	Создание «Центра мониторинга и анализа трансграничных капиталных потоков» на базе Банка России для координации всех	Принятие нового закона (или поправок в законы «О ЦБ РФ», «О ПОД/ФТ») о создании Центра мониторинга, закрепляющего его	Сильно положительное: повышает эффективность контроля, снижает дублирование и пробелы, что напрямую укрепляет	Положительное: более эффективный контроль создает предсказуемую среду для долгосрочных инвестиций и позволяет точно направлять капитал в стратегические проекты

Продолжение таблицы Л.1

1	2	3	4	5	6
–	–	контрольных органов и анализа данных	статус, цели и задачи	финансовую стабильность и суверенитет	–
Усиление роли глобальных коллективных инвесторов (фондов)	Дифференцированный режим допуска и надзора в зависимости от «дружественности» юрисдикции фонда и стратегического характера его инвестиций	Упрощенный доступ «дружественных» фондов в «зеленые» сектора, особый контроль за «недружественным»	ФЗ «Об иностранных инвестициях» (в части классификации капитала и «светофорной» модели) станет основным регуляторным актом для работы с фондами	Положительное: позволяет минимизировать риски внезапного вывода крупных портфельных инвестиций и спекулятивных атак	Положительное: привлекает долгосрочный капитал «дружественных» фондов в реальный сектор, способствуя росту капитализации компаний и развитию рынков

Источник: составлено автором.

Приложение М
(информационное)

Направления оптимизации механизмов контроля за МДК в Российской Федерации

Таблица М.1 – Направления оптимизации механизмов контроля за МДК в Российской Федерации

Направление оптимизации	Стратегическая цель	Суть направления	Ключевые предлагаемые меры
1	2	3	4
Ужесточение контроля над капиталом из «недружественных» стран	Обеспечение финансовой стабильности (ограничения на отток капитала, принадлежащего «недружественным» юрисдикциям)	Селективное управление рисками: переход от тотальных ограничений к адресному контролю за операциями с юрисдикциями высокого риска (блокировки активов, действия в ущерб интересам РФ)	1. Дополнение статьи 24 Федерального закона № 173-ФЗ «О валютном регулировании и валютном контроле» пунктом 6 для закрепления особых ограничений на операции с лицами из «недружественных» юрисдикций, определяемых Правительством Российской Федерации
Увеличение доли расчетов в рублях по экспортным операциям	Обеспечение устойчивого притока валютной выручки и замещение расчетами в национальных валютах расчетов в валютах «недружественных» стран	Перестройка системы расчетов: стимулирование репатриации и обязательной продажи валютной выручки для стабильности внутреннего рынка и курса рубля; параллельное создание инфраструктуры и стимулов для перехода на расчеты в нацвалютах с «дружественными» странами, чтобы снизить зависимость от доллара США/евро и риски санкций	Дополнение статьи 19 п.9 ФЗ «О валютном регулировании и валютном контроле» пунктом 6, ссылающемся на подпункт 1.2-2 НК РФ (льготы по налогу на прибыль по экспортным сделкам, оплата по которым производится в рублях); внесение поправки в статью 284 НК РФ (подпункт 1.2-2) об установлении пониженной ставки налога на прибыль (12%) для доходов по внешнеторговым сделкам,

Продолжение таблицы М.1

1	2	3	4
—	—	—	расчеты, по которым произведены в российских рублях
Регулирование «дружественного» капитала	Обеспечение притока «качественного» капитала как в целях финансирования внешнего долга, так и в целях обеспечения долгосрочного экономического роста	Создание льготных условий («зеленых коридоров») для долгосрочных прямых инвестиций, несущих технологии и компетенции (в приоритетные отрасли), при сохранении или ужесточении контроля над спекулятивным («горячим») капиталом	Внесение поправки в статью 284 НК РФ (подпункт 1.2-3) о льготной ставке (5%) для стратегических «дружественных» инвестиций
Продвижение внешнеполитической повестки	Формирование новой парадигмы экспорта капитала из Российской Федерации в «дружественные» страны	Упрощение совершения трансграничных сделок с контрагентами из «дружественных» стран	Дополнение приложения № 15 Договора о ЕАЭС положением о создании Многосторонней системы расчетов и клиринга; протоколирование по итогам XVIII саммита БРИКС инициативы по налоговому стимулированию в рамках БРИКС

Источник: составлено автором.