

РИСКИ СПЕКУЛЯТИВНЫХ ПОТОКОВ КАПИТАЛА И ИХ УПРАВЛЕНИЕ

Абдукаримова Муборак Матибраим қизи

Банковско-финансовая академия Республики Узбекистан

Факультет «Финансы и финансовые технологии»

Магистрантка направления «Рынок капитала и биржевое дело».

muborakabdukarimova19@gmail.com

<https://doi.org/10.5281/zenodo.13823525>

Аннотация. В данной статье рассматриваются риски, связанные с потоками спекулятивного капитала, которые играют ключевую роль на международных финансовых рынках. Хотя эти потоки могут привлекать важные иностранные инвестиции, они также несут в себе риски макроэкономической нестабильности, финансовых потрясений и внезапного оттока капитала. В статье рассматриваются теоретические основы этих рисков и анализируются принципы регулирования, направленные на смягчение их воздействия. Основное внимание уделяется тому, как потоки спекулятивного капитала влияют на финансовую стабильность и соответствующие политические меры, которые помогают ее поддерживать.

Ключевые слова: финансовый рынок, потоки спекулятивного капитала, экономические риски, управление потоками капитала, финансовая стабильность.

RISKS OF SPECULATIVE CAPITAL FLOWS AND THEIR MANAGEMENT

Abstract. This article examines the risks associated with speculative capital flows, which play a key role in international financial markets. While these flows can attract essential foreign investment, they also pose risks of macroeconomic instability, financial disruption, and sudden capital outflows. The article explores the theoretical basis of these risks and analyzes the principles of regulation designed to mitigate their impact, focusing on how speculative capital flows affect financial stability and applicable policies that help maintain it.

Key words: financial market, speculative capital flows, economic risks, capital flow management, financial stability.

I. Введение

До 1990-х годов тема спекулятивного капитала не получала должного внимания в научной литературе. В то время исследования в основном касались теоретических аспектов спекуляций на финансовых рынках, а спекулятивный капитал не рассматривался как отдельный и значимый вид инвестиций. Лишь с началом глобализации и ростом объемов краткосрочного капитала, активно перемещающегося между различными экономиками, интерес к данной теме стал постепенно увеличиваться. Глобальные финансовые кризисы, такие как азиатский кризис 1997 года и мировой финансовый кризис 2008 года, выявили значительные риски, связанные с неуправляемыми потоками спекулятивного капитала, и подчеркнули важность их детального изучения. В условиях усиленной волатильности на финансовых рынках и изменяющихся потоков капитала стала очевидной необходимость в научных исследованиях, направленных на изучение этого явления и его последствий для национальных и международных экономик.

Потоки спекулятивного капитала, хотя и могут способствовать увеличению ликвидности финансовых рынков, одновременно создают значительные риски для экономической стабильности стран. В периоды экономического подъема краткосрочные капиталовложения могут быстро усиливаться, однако в условиях кризиса эти капиталы имеют тенденцию стремительно уходить из рынков, провоцируя серьезные финансовые потрясения. Именно поэтому понимание движущих сил, факторов и последствий спекулятивного капитала является критически важным для органов государственной власти, финансовых регуляторов и центральных банков. Их ключевая задача — разработка эффективной экономической и монетарной политики, направленной на управление этими потоками, предотвращение финансовых дисбалансов и поддержание стабильного функционирования финансового сектора.

Формирование такой политики требует глубокого анализа рисков, связанных со спекулятивным капиталом. В первую очередь, это включает оценку возможных краткосрочных и долгосрочных последствий притока и оттока капитала, а также разработку механизмов, которые помогут смягчить негативные эффекты таких движений. Политики по управлению потоками спекулятивного капитала могут включать меры по контролю за движением капитала, налоговые и валютные регулирования, а также развитие национальных финансовых рынков с целью повышения их устойчивости к внешним шокам.

Эффективное управление потоками спекулятивного капитала может способствовать снижению волатильности на финансовых рынках, что, в свою очередь, укрепит доверие инвесторов и создаст условия для устойчивого экономического роста.

II. Обзор литературы

Теоретическая основа исследования базируется на трудах таких классиков экономической науки, как Джон Мейнард Кейнс, Хольбрук Воркинг и Пол Самуэльсон. Эти авторы заложили основы теории спекуляций и первыми рассмотрели особенности поведения спекулятивного капитала на финансовых рынках. Их работы остаются актуальными и сегодня, поскольку они предложили фундаментальные концепции, на которых строится современное понимание механизма спекуляций и их последствий. Кроме того, в данной работе широко использованы результаты современных исследований, проведенных такими экономистами, как Адевуми С., Альфаро Л., Дуаза Я., Касим С.. Эти авторы предоставили важные данные о факторах, влияющих на потоки спекулятивного капитала, а также предложили модели для оценки связанных с ними рисков. Также в исследовании были проанализированы отчеты международных организаций, таких как Международный валютный фонд (МВФ), Азиатский банк развития (АБР), Европейский центральный банк (ЕЦБ) и Банк международных расчетов (БМР), которые предоставили ценную информацию о потоках спекулятивного капитала, их структуре и политике по управлению рисками.

III. Методы

а. Спекуляции и движение спекулятивного капитала: сущность, классификация и характеристика

Наиболее известную теорию спекуляции, представленную Дж. М. Кейнсом, можно назвать гипотезой переноса риска. С этой точки зрения спекулянты – это относительно

терпимые к риску люди, которые получают вознаграждение за принятие ценовых рисков от менее склонных к риску (Risk Averse) "хеджеров". Не склонный к риску продавец либо покупатель, который имеет или ожидает, что у него будут длинные позиции по товару (например, фермер с приближающимся урожаем пшеницы), может застраховаться, продав сейчас, на форвардном или фьючерсном рынке, с целью будущей поставки по определенной в данный момент цене. Физическое лицо, у которого есть или ожидается дефицит товара (например, мельник пшеницы), может застраховаться, купив товар сейчас для будущей поставки по обговоренной цене. Спекулянты на форвардном или фьючерсном рынке могут быть на длинной¹ или короткой² стороне любой отдельной такой сделки, но в совокупности их обязательства должны компенсировать любой чистый дисбаланс длинных и коротких позиций хеджеров. С точки зрения Кейнса-Хикса, хеджеры избавляются от ценовых рисков; именно эти ценовые риски, соответственно, принимают на себя спекулянты.

Альтернативное объяснение спекуляции, основанное на работе Холбрука Воркинга "Спекуляции на рынках хеджирования", отрицает любое приведенное фундаментальное различие между мотивациями тех, кого обычно называют спекулянтами и хеджерами.

Согласно этой альтернативной гипотезе обоснованного прогнозирования, то, что может выглядеть как поведение по передаче риска, является всего лишь взаимодействием трейдеров с более или менее оптимистичными убеждениями относительно приближающихся событий, которые повлияют на цены. Человек, который ожидает роста цен, будет совершать спекулятивные покупки; тот, кто ожидает, что они упадут, будет продавать. С этой точки зрения, спекулятивные рынки не служат главным образом для облегчения передачи риска. Скорее, они обеспечивают инструмент, посредством которого консенсус мнений о будущих влияниях спроса и предложения применяется при принятии текущих решений о производстве и потреблении.

Спекулятивный капитал представляет собой финансовый капитал, занятый в позициях или предназначенный для формирования позиций по активам с целью аккумуляции прибыли, превышающей среднюю прибыль по рынку, за счет движения цен на эти активы.

Спекулятивный капитал относится к инвестициям, осуществляемым с основной целью получения краткосрочной прибыли путем покупки и продажи активов или ценных бумаг, стоимость которых, как ожидается, быстро возрастет. Этот тип капитала часто ассоциируется с инвестициями с высоким риском, такими как акции, валюты или сырьевые товары, и характеризуется высокой степенью волатильности и неопределенности.

Спекулятивный капитал, согласно Я. Дуазе и С. Кассиму представляет собой иностранные портфельные инвестиции, которые в любой момент могут быть превращены в валюту и вывезены из страны.

¹ Наличие «длинной» позиции по активу означает, что кто-либо владеет данным активом и хочет её продать по высшей цене. Например, инвесторы сохраняют «длинные» позиции по ценным бумагам, ожидая, что акции вырастут в цене в будущем.

² «Короткая» продажа товара означает, что кто-либо делает ставку против цены сырья. Другими словами, он думает, что рыночная цена упадет. Если он прав, то получит прибыль, но если рыночная цена вырастет - понесет убытки.

Согласно представленным международными организациями определениям (Табл. 1) иностранные портфельные инвестиции – это приобретение иностранным гражданином или компанией активов на внутреннем фондовом или денежном рынке.

Одной из отличительных особенностей иностранных портфельных инвесторов является то, что они стремятся получить долю прибыли, но не осуществляют управленческий контроль над компаниями, в которых приобретаются такие активы или ценные бумаги. Владения обычно ограничиваются небольшим процентом от общего капитала, чтобы не претендовать на управление предприятием. В отношении владения инструментами денежного рынка и рынка капитала, портфельные инвесторы имеют право только на дивиденды или проценты, и они также могут получать прибыль от роста стоимости активов.

Таблица 1. Портфельные инвестиции: определения и свойства

Международный валютный фонд	Портфельные инвестиции определяются как трансграничные сделки и позиции, связанные с долевыми или долговыми ценными бумагами, кроме тех, которые включены в прямые инвестиции или резервные активы (РПБб, параграф 6.54).
Конференция ООН по торговле и развитию (ЮНКТАД)	Портфельные инвестиции – это инвестиции чисто финансового характера, когда инвестор остается пассивным и не контролирует управление инвестициями. Основной задачей портфельных инвесторов является повышение стоимости их капитала и доход, который он может принести, независимо от каких-либо долгосрочных отношений или контроля над предприятием. Портфельные инвестиции не приводят к передаче технологий, обучению местных работников и других преимуществ, связанных с прямыми инвестициями.
Всемирный банк	Портфельные инвестиции в акции включают чистые поступления от долевого ценных бумаг, кроме тех, которые учитываются как прямые инвестиции, и включают паи, акции, депозитарные расписки (американские или глобальные), а также прямые покупки акций на местных фондовых рынках иностранными инвесторами.

Источник: составлено автором на основе РПБб (МВФ), Серии по вопросам международных инвестиционных соглашений II (ЮНКТАД), Глоссария метаданных (Всемирный Банк)

Термин "портфельные инвестиции" охватывает широкий спектр классов активов, включая акции, государственные облигации, корпоративные облигации, инвестиционные фонды недвижимости, взаимные фонды, биржевые фонды и банковские депозитные сертификаты, также включать производные инструменты (Таблица 2)

Таблица 2. Классификация портфельных инвестиций

Акции	представляют собой право собственности на конкретную компанию и могут предоставить инвесторам долю в прибыли компании и потенциале роста
Государственные облигации	это долговая ценная бумага, выпущенная правительством для поддержки государственных расходов и обязательств. По государственным облигациям могут выплачиваться периодические процентные платежи, называемые купонными.
Корпоративные облигации	это вид долговой ценной бумаги, которая выпускается компанией и продается инвесторам. Компания получает необходимый ей капитал, а взамен инвестору выплачивается заранее установленное количество процентных платежей по фиксированной или переменной процентной ставке
Инвестиционные фонды недвижимости	это инвестиционные фонды, которые владеют объектами недвижимости, приносящими доход, такими как многоквартирные дома, коммерческая недвижимость и торговые центры, и управляют ими
Взаимные фонды	это инвестиционные инструменты, которые объединяют деньги нескольких инвесторов для покупки диверсифицированного портфеля активов, включая акции, облигации и другие ценные бумаги
Биржевые фонды	похожи на взаимные фонды, но торгуются на фондовых биржах и могут покупаться и продаваться как отдельные акции
Банковские депозитные сертификаты	это сберегательный продукт, по которому начисляются проценты на единовременную сумму в течение определенного периода времени. Они отличаются от сберегательных счетов тем, что деньги должны оставаться нетронутыми в течение всего срока их действия или рискуют получить штрафные санкции или потерять проценты.
Производные финансовые инструменты	финансовые инструменты, стоимость которых зависит от базового актива, такого как акции, облигации или сырьевые товары

Источник: составлено автором на основе интернет-ресурсов Investopedia. URL: <https://www.investopedia.com/>

Такое количество разновидностей портфельных инвестиций говорит о том, что существует широкий спектр механизмов формирования спекулятивного капитала.

Наиболее часто используемые спекулятивные потоки предусматривают торговлю производными финансовыми инструментами – деривативами. Международный валютный фонд дает определение деривативов, как *финансовых инструментов, которые связаны с конкретным финансовым инструментом, показателем или товаром, и с помощью которых конкретные финансовые риски могут торговаться на финансовых рынках сами по себе.*

Деривативы могут использоваться для "хеджирования" или снижения риска экономических потерь, возникающих в результате изменения стоимости базового товара.

Инвесторы также могут использовать их для "спекуляций" или увеличения своей прибыли, если стоимость базового товара будет двигаться в ожидаемом ими направлении.

Появление новых волатильных финансовых инструментов предоставило большую возможность не только стандартным операторам финансовых рынков, но и общественности стать участниками спекулятивной торговли.

Итак, деривативы – это финансовые инструменты, стоимость которых определяется и изменяется в зависимости от изменения цены базового актива. Базовый актив может представлять собой, например, процентную ставку, валютный курс, товар, цену ценной бумаги, индекс или даже другой финансовый инструмент. Эта связь между производным финансовым инструментом и его базовым активом в настоящее время может быть определена как очень нестабильная и предсказуемая только в очень неоднозначных случаях. Если бы изобретение деривативных инструментов осталось в их простейшей базовой форме, исследователями рассматривалось бы линейное поведение между деривативом и его базовым инструментом, поскольку идеальная связь между деривативом и его базовым активом может быть определена как прямая реакция изменения стоимости базового актива на изменение цены деривативного инструмента.

Однако с постепенным развитием производных финансовых инструментов финансовый рынок стал свидетелем создания собственной среды деривативов. Результатом формирования этой собственной среды со специфическими торговыми условиями является образование новых сложных и комплексных форм производных инструментов, которые имеют минимальную связь со своим базовым инструментом.

Производные финансовые инструменты сами по себе являются игрой с риском.

Согласно отчету ОЭСР, мировой финансовый кризис был вызван сочетанием недооценки риска и инновационных изменений таких производных инструментов, которые позволили неконтролируемо увеличить финансовый рычаг (леверидж). Леверидж³, который можно рассматривать как основополагающий принцип спекулятивных финансовых операций, предоставляет его владельцу возможность торговать с целым рядом курсовых рисков. Уровень риска зачастую трудно оценить. Кроме того, принцип левериджа вызывает иллюзию увеличения воспринимаемой стоимости базового актива. Можно усилить иллюзию увеличения стоимости базовых активов путем постепенного наложения риска, таким образом, увеличивая леверидж. Производные финансовые инструменты позволяют их владельцу имитировать любую финансовую деятельность, поскольку у него есть возможность распоряжаться большими объемами активов и комбинировать различные виды риска. В настоящее время на финансовых рынках можно выявить тенденцию роста концентрации и аккумуляции коммерческой деятельности, связанной с деривативами, и ее соединения в более крупные единицы.

Приток спекулятивного капитала может быть обусловлен целым рядом факторов, включая рыночные тенденции, новостные события и настроения инвесторов. Факторы, влияющие на потоки инвестиций, делятся на три основных группы: стимулирующие факторы, притягивающие факторы и «трубопроводы» (Рис. 1).

³ Леверидж (или заемные средства) заключается в распоряжении заемными средствами определенным образом в надежде получить спекулятивный доход, превышающий стоимость заемных средств.



Рис. 1. Факторы, формирующие международные потоки капитала

Источник: составлено автором на основе Отчёта Комитета по глобальной финансовой системе «Меняющиеся структуры потоков капитала», Май 2021 (стр. 16-20)

в. Виды рисков, сопровождаемых притоком спекулятивного капитала

В целом, спекулятивный капитал может быть важным источником ликвидности и финансирования рынков, но он также может представлять значительные риски для инвесторов и финансовой системы страны, если его не контролировать. В результате многие правительства и регулирующие органы приняли меры по мониторингу и регулированию спекулятивного капитала, чтобы помочь снизить эти риски.

Воздействие потоков краткосрочного капитала на отечественную экономику в основном отражается на платежном балансе, обменном курсе и денежно-кредитной политике. Потоки краткосрочного спекулятивного капитала в основном влияют на процесс международной экономической и финансовой интеграции, функционирование международного финансового рынка и распределение средств между странами.

Хотя спекулятивный капитал может приносить значительную прибыль в краткосрочной перспективе, он также может быть очень волатильным и подверженным внезапным изменениям рыночных условий. Это может привести к значительным потерям, если инвестиции не принесут ожидаемых результатов или если рыночные условия быстро изменятся.

Движение капитала влияет на широкий спектр экономических переменных, таких как обменные курсы, процентные ставки, валютные резервы, внутренние денежные

условия, сбережения и инвестиции. Некоторые часто наблюдаемые эффекты притока капитала, которые были отмечены в ряде нынешних исследований, включают:

- повышение реального обменного курса;
- бум на фондовом рынке и рынке недвижимости;
- накопление резервов;
- расширение денежной массы;
- влияние на производство и потребление.

Приток капитала в страны с формирующейся рыночной экономикой несет с собой также преимущества для расширения экономических возможностей путём финансирования необходимых инвестиций, регулирования потребления и диверсифицирования рисков.

Однако при отсутствии должного регулирования больших притоков спекулятивного капитала, экономика может быть подвержена определенным рискам, вызываемыми потоками спекулятивного капитала. Как показал анализ, международными экспертами в основном выделяются следующие типы рисков:

- 1) макроэкономический риск;
- 2) риск финансовой нестабильности;
- 3) риск обратного оттока капитала.

Макроэкономический риск выражается в возникновении перегрева экономики – чрезмерное расширение совокупного спроса.

Приток капитала может вызвать ускорение внутреннего кредитования. Кредитные бумы и приток капитала, как правило, усиливают друг друга. Приток иностранного капитала в банки освобождает их от ограничений, связанных с внутренней базой финансирования, и тем самым способствует внутреннему кредитному буму.

В свою очередь, доступность и рост кредитов позволяют потребителям занимать и тратить больше, а производителям - занимать и инвестировать больше. Рост потребления и инвестиций приводит к увеличению рабочих мест и, следовательно, доходов населения, а также прибыли. Увеличение потребительских расходов, обоснованное ростом доходов, положительно влияет на совокупный спрос, что дает фирмам повышать цены на свои товары и услуги. Данная тенденция происходит в большом количестве предприятий и секторов и приводит к инфляции.

Приток капитала также порождает повышенный спрос как на торгуемую, так и на неторгуемую продукцию и приводит к повышению относительных цен на неторгуемую продукцию и росту реального обменного курса. Это необходимо для того, чтобы внутренние ресурсы были перенаправлены на производство неторгуемых товаров для удовлетворения возросшего спроса.

Как отмечают Лейн и Милези-Ферретти (2004), основываясь на эконометрическом анализе 48 стран, чистые внешние обязательства идут рука об руку с обесцениванием реального обменного курса. Другими словами, внешний капитал позволяет расходам превышать доходы, создавая избыточный спрос на неторгуемые товары. Однако этот эффект должен быть пересмотрен по двум причинам:

- реальный обменный курс может быть подвержен различного рода влиянию в зависимости от вида и состава иностранного капитала,

- на влияние притока капитала на реальный обменный курс может повлиять тип режима обменного курса, к которому придерживается страна.

Риск финансовой нестабильности — это создаваемое потоками капитала препятствие финансовому сектору, т. е. финансовым учреждениям, рынкам и рыночной инфраструктуре, противостоять возможным потрясениям и дисбалансам, снижая тем самым вероятность нарушения функций финансового посредничества. Спекулятивный капитал оказывает два основных воздействия на стабильность финансовой системы.

Приток капитала отчасти объясняется тем, что он стимулирует рост внутреннего кредитования. Однако легкая доступность внешнего финансирования может побудить банки ослабить стандарты кредитования, снизить качество кредитов и способствовать быстрой инфляции цен на активы, которая в конечном итоге окажется неустойчивой.

Потоки капитала также могут усугубить несоответствие сроков погашения на балансах банков (в том числе за счет увеличения кредитования в иностранной валюте нехеджированных заемщиков частного сектора), что приведет к финансовому кризису в национальной банковской системе, когда потоки уменьшатся, а валюта обесценится.

Увеличение банковского кредита становится общим результатом притока капитала, а уязвимость финансового сектора обычно усиливается резким ростом цен на активы, однако потенциальным снижением их качеств.

Третий – это *риск обратного оттока капитала*. Приток капитала может внезапно прекратиться или даже обратиться вспять в течение короткого периода, что приведет к истощению резервов или резкому обесцениванию валюты.

Спекулятивные потоки капитала несут с собой риск вероятности быть изъятыми в неблагоприятное для экономики время. В свою очередь, отток капитала имеет ряд последствий, как в краткосрочной, так и в долгосрочной перспективе, к которым относятся:

Во-первых, в краткосрочной перспективе отток капитала дестабилизирует внутренние процентные ставки, обменные курсы и международные резервы страны. Отток капитала создает дефицит ликвидности в системе, что толкает процентную ставку вверх. В режиме плавающего обменного курса при оттоке капитала национальный валютный курс имеет тенденцию к обесцениванию. А в режиме фиксированного обменного курса это приводит к потере валютных резервов, что ограничивает способность страны импортировать капитальные товары, необходимые для роста.

Во-вторых, в долгосрочной перспективе этот процесс снижает потенциал роста в результате невозможности финансировать внутренние инвестиции, что приводит к снижению валового накопления капитала. Кроме того, происходит эрозия налоговой базы, так как доходы и богатства, полученные в результате налогообложения, хранятся за границей в результате оттока капитала, и такая эрозия налоговой базы приводит к потенциальной потере доходов правительства и снижению его возможностей обслуживать свой долг. И, наконец, сокращая государственные доходы и будучи причиной сокращения сбережений в стране, отток капитала увеличивает потребность в заимствованиях за рубежом, тем самым увеличивая бремя внешнего долга.

Около 15% эпизодов крупного притока капитала за двадцатилетний период закончились кризисом, причем развивающиеся страны Азии пережили пропорционально

больше эпизодов "жесткой посадки", самый разрушительный из которых произошел в 1997-98 годах. Таким образом, развивающимся экономикам необходимо хорошо управлять этими рисками, чтобы в полной мере воспользоваться преимуществами притока капитала.

с. Предлагаемые со стороны МВФ меры по устранению возникающих из-за притока спекулятивного капитала рисков

В 2012 с целью расширения возможностей Фонда по предоставлению четких и последовательных рекомендаций в отношении потоков капитала и связанной с ними политики, МВФ разработал программу «Институциональное мнение о либерализации потоков капитала и управление ими» (Institutional View on the liberalization and management of Capital Flows), задачей которого является поддержание стран в извлечении выгоды из потоков капитала, одновременно управляя рисками для экономической и финансовой стабильности.

В ней содержатся рекомендации по либерализации потоков капитала, которые были разработаны на основе опыта мировой экономики, и в то же время признаётся, что полная либерализация не является главной целью стран, в отличие от поддержания «стабильной» либерализации. Она включает меры по управлению потоками капитала (Capital Flow Management Measures – CFMs) и макропруденциальные меры (Macroprudential Measures – MPMs)

Важно различать инструменты, в рамках CFM и MPM, поскольку они преследуют разные политические цели:

- CFM — это меры, направленные на ограничение потоков капитала; в то время как
- MPM — это, прежде всего пруденциальные меры, направленные на препятствие возникновению системных финансовых рисков.

Иногда они могут пересекаться и относиться и к первому, и ко второму типу (CFM/MPM). Чтобы определить, является ли мера по управлению потоками капитала также макропруденциальной, необходимо, чтобы она выполняла три условия:

- i. её основной целью является обеспечение финансовой стабильности;
- ii. идентифицирован источник системных финансовых рисков; и
- iii. можно обоснованно ожидать, что управление потоками капитала снизит отмеченные риски.

Меры по управлению потоками капитала заключаются в создании менее благоприятных для международных операций с капиталом условий, чем к внутренним операциям (меры, проводящие дискриминацию между резидентами и нерезидентами). Они делятся на два типа:

- основанные на резидентстве, которые охватывают целый ряд мер (включая налоги и нормативные акты), влияющих на трансграничную финансовую деятельность, которые допускают дискриминацию по признаку резидентства. Эти меры также обычно называются контролем за движением капитала; и
- меры, которые не проводят дискриминации по признаку резидентства, но, тем не менее, предназначены для ограничения потоков капитала. Данный вид CFM обычно включает некоторые пруденциальные меры, которые дифференцируют операции на основе

валюты, а также другие меры (например, минимальные периоды удержания), которые обычно применяются к нефинансовому сектору.

Оценка меры как макропруденциальной зависит от того, предназначена ли она для сдерживания системного риска. Структура макропруденциальной политики Фонда не определяет конечный набор мер, которые считаются МРМ. Это позволяет внедрять новые проекты, адаптированные для сдерживания системных рисков, возникающих в конкретных обстоятельствах, с которыми сталкивается страна. Это также означает, что оценка МВФ той или иной меры в качестве МРМ должна основываться на суждении. Ключевой принцип заключается в том, что для того, чтобы мера оценивалась как МРМ, она должна быть направлена на сдерживание системного риска. Это включает в себя

- выявление потенциального источника системного риска, который необходимо устранить; и

- определение пути распространения меры, по которому можно обоснованно ожидать, что данная мера будет способствовать снижению системного риска.

Это означает, что когда какая-либо мера помечена властями как макропруденциальная, но вероятные последствия этой меры не приводят к снижению системного риска, мера не будет оцениваться как макропруденциальная по своей природе.

Согласно МВФ, соответствующий комплекс мер зависит от множества условий, характерных для конкретной страны, включая макроэкономическую и финансовую стабильность, финансовое развитие и институциональный потенциал.

В некоторых обстоятельствах может оказаться целесообразным превентивное – предупредительное – управление притоком капитала и внедрение макропруденциальных мер. Основываясь на приведенном выше обсуждении концептуального обоснования CFM и МРМ, определение их целесообразности включает в себя следующие три ключевых соображения:

- Повышены ли системные финансовые риски?
- Необходимы ли превентивные меры (CFM/МРМ) для устранения этих рисков?
- Помогут ли превентивные меры (CFM/МРМ) сохранить или усугубить сильную, чем того требует ситуация, внешнюю позицию, которая в основном вызвана пробелами во внутренней политике?

При ряде обстоятельств внедрение CFM может быть полезным, особенно когда базовые макроэкономические условия крайне неопределенны, возможности для корректировки макроэкономической политики ограничены или для того, чтобы соответствующая политика стала эффективной, требуется неоправданно много времени.

CFM также могут быть уместны для обеспечения финансовой стабильности, когда резкие скачки притока капитала способствуют системным рискам в финансовом секторе.

Системные финансовые риски, не связанные с потоками капитала, могут быть лучше устранены с помощью макропруденциальных мер, специально направленных на решение таких проблем.

Когда резкие скачки притока капитала способствуют как макроэкономическим, так и системным рискам финансового сектора, мерой, направленной на ограничение притока капитала с целью устранения таких рисков, может быть как CFM, так и МРМ. Некоторые

пруденциальные меры могут оставаться полезными и после того, как всплеск спадет, для управления системными рисками. Их полезность по отношению к затратам необходимо оценивать на постоянной основе, в том числе путем оценки того, существуют ли альтернативные способы решения пруденциальных проблем, которые не направлены на ограничение потоков капитала.

При реагировании на дестабилизирующий приток капитала CFM, как правило, следует использовать только в кризисных ситуациях или когда кризис считается неизбежным. Эти меры более эффективны, когда они внедряются как часть широкого пакета мер политики, который включает в себя продуманную макроэкономическую политику, а также финансовое регулирование. Они должны быть временными и отменяться после ослабления кризисных условий, и, возможно, потребуется корректировать их на постоянной основе, чтобы они оставались эффективными (Рис. 2)



Рис. 2. Ключевые элементы политики по управлению притоком капитала

Источник: МВФ – Обзор институционального взгляда на либерализацию потоков капитала и управление ими, Март 2022 (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>)

IV. Заключение

Международные потоки капитала выражаются перемещением финансовых ресурсов между странами в инвестиционных целях. На сегодняшний день количество стран, пользующихся преимуществами международной мобильности капитала, значительно выросло – всё больше развивающихся экономик улучшают свой инвестиционный климат с целью привлечь внимание иностранный капитал. Однако, стоит отметить, что эти потоки могут принимать различные формы, включая спекулятивные потоки капитала, которые входят в число краткосрочных инвестиций и могут быть изменчивы и непредсказуемы, что приводит к значительным рискам, как для принимающей страны, так и для мировой финансовой системы.

Целью данной статьи было изучение теоретических основ оценки потоков спекулятивного капитала, анализ рисков спекулятивного капитала и основных принципов

их регулирования, поскольку в настоящее время мировые потоки портфельных инвестиций значительно увеличились, в особенности в развивающихся странах, и занимают особое место в структуре международного движения капитала.

В статье были рассмотрены понятие потоков спекулятивного капитала и её разновидности. Достаточно большое количество разновидностей спекулятивного капитала – портфельных инвестиций – объясняет широкий спектр механизмов их формирования.

Кроме того, полагаясь на данные различных исследований, которые рассматривали последствия спекулятивных притоков, были рассмотрены связанные с ними риски.

Характер данных типов риска, согласно МВФ, может варьироваться в различных странах, что не позволяет выработать единую политику регулирования, но, тем не менее, в Институциональном мнении о либерализации и управлении потоками капитала МВФ предлагается пакет мер, содействующих устранению рисков.

REFERENCES

1. Кейнс, Дж.М. (1930) Общая теория занятости, процента и денег. Книга 4, глава 16, стр. 221. Доступно по ссылке: <https://socioline.ru/files/5/316/keyns.pdf>.
 2. Митчелл, Л.Э. (2007) Экономика спекуляций: как финансы превзошли промышленность. Сан-Франциско: ВК Publishers.
 3. Самуэльсон, П.А. и Нордхаус, У.Д. (2009) Экономика. Нью-Йорк: McGraw-Hill Irwin.
 4. Хорафас, Д.Н. (2008) Введение в производные финансовые инструменты. Нью-Йорк: McGraw Hills.
- Отчёты и статьи
5. Адевуми, С. (2006) 'Влияние ПИИ на рост в развивающихся странах: Африканский опыт', Йёнчёпингский университет. Доступно по ссылке: <https://www.researchgate.net/publication>.
 6. Алехандро, Л.-М. (1999) 'Крупные потоки капитала: причины, последствия и политические меры', Финансы и развитие, 36(3), сентябрь. Доступно по ссылке: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/1999/09/lopez.htm>.
 7. Альфаро, Л. (2003) 'Прямые иностранные инвестиции и рост: Имеет ли значение сектор?', Гарвардский университет. Доступно по ссылке: <https://www.researchgate.net/publication>.
 8. Гош, А.Р. и Куреши, М.С. (2016) 'Всплески притока капитала и их последствия', ADBI Working Paper 585, Токио: Институт Азиатского банка развития. Доступно по ссылке: <http://www.adb.org/publications/capital-inflow-surges-and-consequences/>.
 9. Друтаровска, Я. (2014) 'Спекулятивная деятельность на финансовых рынках и её связь с реальной экономикой', Журнал государственного управления, финансов и права, Выпуск 6.
 10. Дуаса, Дж. и Кассим, С. (2008) 'Горячие деньги и экономическая производительность: эмпирический анализ', MPRA Paper No. 12470, опубликовано 2 января. Доступно по ссылке: <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/12470/>.

11. Зеленюк, А.Н. (2009) 'Спекулятивный капитал в мировой экономике', Российский внешнеэкономический вестник, 9, стр. 2-4.
12. Магуд, Н.Э., Рейнхарт, К.М. и Весперони, Э.Р. (2012) Притоки капитала, гибкость обменного курса и кредитные бумы, Рабочая статья МВФ, февраль. Западное полушарие. Доступно по ссылке: <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2016/12/31/The-Liberalization-and-Management-of-Capital-Flows-An-Institutional-View-PP4720>.
13. Масахиро, К. и Ламберте, М.Б. (2010) Управление потоками капитала: опыт стран Азии, политические вопросы и вызовы. Токио: Институт Азиатского банка развития. Эдвард Элгар Пабблишинг Лимитед.
14. Международный валютный фонд (2002) 'Классификация финансовых деривативов, включающих аффилированные предприятия в статистике платежного баланса и в международной инвестиционной позиции (ИП)', июнь.
15. Международный валютный фонд (2012) Либерализация и управление потоками капитала: институциональный взгляд. Доступно по ссылке: <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2016/12/31/The-Liberalization-and-Management-of-Capital-Flows-An-Institutional-View-PP4720>
16. Международный валютный фонд (2022) Обзор институционального взгляда на либерализацию и управление потоками капитала, март. Доступно по ссылке: <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>
17. Ндвубиси, И.Н. (2013) 'Потоки капитала и макроэкономическая стабильность: теоретические и концептуальные соображения', Экономический и финансовый обзор, 51(3). Доступно по ссылке: <https://dc.cbn.gov.ng/efr/vol51/iss4/2/>
18. Уоркинг, Х. (1960) 'Спекуляции на хеджевых рынках', Food Research Institute Studies, 1(2), стр. 4-24.