

© 2014 г.

Михаил Лобанов

кандидат географических наук

старший научный сотрудник

Института экономики РАН

(e-mail: m.m.lobanov@rambler.ru)

ФОРМИРОВАНИЕ ЕДИНОГО РЫНКА КАПИТАЛА В ЕС В УСЛОВИЯХ НОВЫХ ПРЕДСТАВЛЕНИЙ О ФИНАНСОВОЙ ЛИБЕРАЛИЗАЦИИ

В статье рассматриваются теоретические и практические проблемы свободного перемещения капитала и, в частности, опыт Европейского союза (ЕС) по формированию единого рынка капитала. Освещаются преимущества и недостатки процесса либерализации трансграничного движения капитала. С развитием кризиса конца 2000-х гг. полемика между сторонниками финансовой глобализации и регулирования потоков капитала перешла в новую плоскость – спора о необходимости международной координации национальных реформ в сфере движения капитала. Эволюция единого рынка капитала в Европе с середины XX в. является, по сути, единственным примером создания правовой основы межнациональной финансовой системы. В этой связи примечательна практика имплементации общеевропейских норм новыми странами-членами ЕС, допускающая возможность использования временных ограничений на приток иностранного капитала на рынки недвижимости. Значительное число стран ЕС характеризуется регулярными нарушениями принципа свободного перемещения капитала, что свидетельствует о трудностях формирования единого рынка.

Ключевые слова: свободное перемещение капитала, единый рынок капитала, регулирование трансграничных потоков движения капитала, иностранные инвестиции, мировое хозяйство, Европейский союз (ЕС), новые страны-члены ЕС.

Теоретические и практические проблемы трансграничного перемещения капитала в мировом хозяйстве

Экономическая целесообразность свободного трансграничного перемещения (движения) капитала исследуется с помощью теоретических и эмпирических методов, равно как эффективность государственного регулирования этой сферы. Выводы из исследований, посвященных преимуществам и недостаткам единого рынка капитала, зачастую являются взаимоисключающими, даже в том случае, когда опираются на сопоставимые данные. Степень готовности к финансовой либерализации, как правило, определяется внутренними и внешними факторами, в числе которых достигнутый уровень развития институтов и мирохозяйственная конъюнктура. Широкое распро-

странение получило теоретическое обоснование преимуществ свободного перемещения капитала (СПК), согласно которому страны-участницы процесса либерализации выигрывают от снижения стоимости капитала за счет разнообразия его источников, сокращения уровня инвестиционных рисков (диверсификации капиталовложений), роста макроэкономических показателей. В свою очередь, контроль над притоком/оттоком капитала может позволить избежать валютно-финансовых кризисов и других негативных экстерналий расширения или сужения потоков капитала.

В процессе развития глобальной финансовой системы в XX в., как правило, выделяют несколько этапов. По мере распространения кризисных явлений «Великой депрессии» уровень протекционизма на национальных финансовых рынках повышался; учреждение международных регуляторов (в первую очередь, МВФ) изначально способствовало только большей координации вводимых странами ограничений. В период функционирования Бреттон-Вудской системы многие страны стали снимать барьеры на пути трансграничных потоков капитала, а с отменой золотовалютного стандарта в первой половине 1970-х гг. и установлением плавающих валютных курсов начался этап масштабной либерализации. Преимущества свободного перемещения капитала стали подвергаться сомнению с возникновением в 1990-х гг. череды финансовых кризисов на развивающихся рынках¹.

Роль МВФ в снижении рисков возникновения новых кризисов является неоднозначной: даже с усилением «эффекта домино» в 1990-е гг. его руководство призывало к дальнейшему расширению финансовой дерегуляции на развивающихся рынках, а низкая эффективность предлагавшихся антикризисных мер снижала уровень доверия к организации. Заявление руководства МВФ о несомненных преимуществах либерализации было сделано накануне Азиатского кризиса 1997–1998 гг.; в дальнейшем эта позиция была подкреплена утверждением о том, что положительный эффект реформ должен появиться с опозданием, как и в случае с устранением торговых барьеров². При этом ряд экспертов

¹ Либерализацию потоков движения капитала называют в числе основных причин распространения кризисов в Мексике (1994–1995 гг.), странах Юго-Восточной и Восточной Азии (1997–1998 гг.; в Таиланде, Индонезии, Малайзии, в Республике Корея и на Филиппинах), России (1998 г.), Бразилии (1999 г.), Аргентине (1999–2002 гг.). Сторонники введения ограничительных мер в странах с формирующимися рынками, как правило, ссылаются на этот негативный опыт неоправданно «ускоренной» финансовой либерализации в пострадавших от кризиса государствах.

² Fischer S. Capital Account Liberalization and the Role of the IMF. Speech at the IMF Annual Meetings, September 19, 1997 (<http://www.imf.org/external/np/speeches/1997/091997.htm>). Fischer S. Globalization and Its Challenges // American Economic Review, May 2003, Vol. 93, № 2, pp. 1–30.

продолжают считать политику МВФ в отношении движения капитала непоследовательной¹.

Устранение барьеров на пути притока или оттока капитала возможно лишь при достижении определенного уровня институционального развития и «зрелости» финансового рынка, что подтверждает опыт кризисов в развивающихся странах. Характерно, что преимущества поступательной поэтапной либерализации экономики по сравнению с «шоковой терапией» рассматривались еще в исследованиях начала 1990-х гг.²

Экономические кризисы в развивающихся странах некоторые специалисты считают не следствием финансовой либерализации как таковой, а результатом ошибочной политики руководящих элит. По мнению Ф. Мишкина, развивающиеся страны могут реализовать свой потенциал и повысить уровень благосостояния лишь участвуя в процессе финансовой глобализации, который стимулирует институциональные реформы в этих странах³. Согласно одному из исследований о валютных кризисах в развивающихся странах, вероятность их возникновения ниже в условиях свободного перемещения капитала. Политика ограничений в финансовой сфере не приводит к желаемым результатам, если она служит заменой необходимым реформам в государствах со значительной макроэкономической несбалансированностью⁴.

Глобальный экономический кризис конца 2000-х гг. повысил уровень скептицизма экспертного сообщества в отношении финансовой либерализации. Характерно, что трансграничное движение капитала стало рассматриваться как форма распространения «эффектов заражения» (преиму-

¹ Jeanne O., Subramanian A., Williamson J. Who Needs to Open the Capital Account? Washington, DC: Peterson Institute for International Economics, 2012 (<http://www.iie.com/publications/papers/20120611ppt.pdf>).

² К примеру, сравнение промежуточных результатов хозяйственных реформ в развивающихся странах (в том числе в Китае) и государствах с переходной экономикой приводится в работах Р. МакКиннона. (См. McKinnon R.I. *The Order of Economic Liberalization: Financial Control in the Transition to a Market Economy*. London: The Johns Hopkins University Press, 1993).

³ Mishkin F.S. *The Next Great Globalization: How Disadvantaged Nations Can Harness Their Financial Systems to Get Rich*. Princeton University Press, 2006. Mishkin F.S. *Why We Shouldn't Turn Our Backs On Financial Globalization*. Columbia Business School. August 2008 (<https://www0.gsb.columbia.edu/faculty/fmishkin/papers/08imfstaff.pdf>).

⁴ В качестве эмпирических подтверждений своей гипотезы авторы приводят примеры валютных кризисов в странах, осуществлявших контроль над потоками капитала (в 1997 г. в Малайзии, в 1986 и 1990 гг. в Сальвадоре и т. д.). См. Glick R., Guo X., Hutchison M. *Currency Crises, Capital-Account Liberalization, and Selection Bias* // *The Review of Economics and Statistics*, November 2006, Vol. 88, № 4, pp. 698–714. (http://people.ucsc.edu/~hutch/241B/Ec%20241b%20SYLLABUS%20Winter%202010_files/Hutchison_RESTAT2006.pdf).

щественно из развитых стран в развивающиеся)¹. Об опасности открытия развивающимися странами своих рынков иностранному капиталу еще задолго до кризиса утверждал один из наиболее последовательных критиков финансовой либерализации Дж. Стиглиц². К. Рейнхарт и К. Рогофф, основываясь на ретроспективном анализе кризисов, сделали вывод о корреляции между их возникновением и трансграничной мобильностью капитала³. Негативная оценка финансовой глобализации содержится в работах Д. Родрика и А. Субраманьяна, которые считают, что она не несет никаких положительных эффектов, а для формирующихся рынков, в частности, так и не стала источником экономического роста. *Эксперты сходятся во мнении, что наступило время для разработки новой парадигмы финансовой глобализации*⁴.

Экономический кризис способствовал пересмотру позиции специалистов МВФ в отношении свободного перемещения капиталов: в 2011 г. они предложили использовать в определенных условиях так называемые меры управления потоками капитала (*capital flow management measures, CFMs*)⁵. Государственный контроль над движением капитала, осуществляемый, как правило, странами с формирующимися рынками, может состоять из механизмов пруденциального надзора или регулирования валютного курса. Пруденциальное регулирование направлено на предотвращение потенциальных проблем в функционировании финансовых институтов, в то время

¹ Примечательно, что «эффекты заражения» наблюдаются не только в отношении потоков капитала, но и мер контроля над ними (страны начинают их использовать, ориентируясь на ситуацию на соседних рынках).

² Stiglitz J. Globalization and its Discontents. New York: W.W. Norton, 2002. О бескомпромиссности спора сторонников и противников глобализации свидетельствует отзыв Ф. Мишкина о Дж. Стиглице и его последователях: «они всюду видят заговор зловещих организаций, являющийся источником проблем в бедных странах, в особенности тех, кто базируется в Вашингтоне – МВФ, Всемирного Банка и Казначейства США».

³ Reinhart C.M., Rogoff K.S. This Time is Different: A Panoramic View Of Eight Centuries Of Financial Crises. National Bureau of Economic Research, 2008, Working Paper № 13882. Magud N.E., Reinhart C.M., Rogoff K.S. Capital Controls: Myth and Reality: A Portfolio Balance Approach. Cambridge, 2011, NBER Working Paper 16805.

⁴ Rodrik D., Subramanian A. Why Did Financial Globalization Disappoint? Harvard University, March 2008, Research Paper. (http://www.hks.harvard.edu/fs/drodrik/Research%20papers/Why_Did_FG_Disappoint_March_24_2008.pdf).

⁵ В случае опасности макроэкономической дестабилизации вследствие резкого притока значительных объемов капитала странам рекомендуется временно применять ряд административных и налоговых мер. См. Recent Experiences in Managing Capital Inflows – Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework. Washington, DC: IMF, 2011. Chowdhury I., Keller L. Managing Large-Scale Capital Inflows: The Case of Czech Republic, Poland and Romania. IMF Working Paper, May 2012, № 138. (<https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12138.pdf>).

как валютное регулирование характеризуется большей целевой направленностью и используется преимущественно в период самого кризиса (оно может включать ограничение продажи валюты населению, замораживание валютных депозитов, обязательную продажу части экспортной выручки, продажу валюты под определенные импортные операции компаний и т. д.). Процессы свободного перемещения капиталов и товаров взаимосвязаны: операции с валютным курсом в рамках полного контроля над состоянием счета движения капиталов платежного баланса влияют на торговый баланс, т. е. опосредованно нарушают правила свободной торговли¹.

В работе А. Коринека о сущности пруденциального регулирования утверждается, что контроль над движением капитала может быть действенной мерой предотвращения кризиса в условиях, когда участники рынка не осознают угрозы роста уровня задолженности (осуществляют избыточные краткосрочные заимствования, несут неоправданные инвестиционные риски). Государственные меры контроля в таких случаях снижают привлекательность рискованных инструментов, что позитивно сказывается на стабильности финансовой системы².

Частным случаем регулирования является введение ограничений на резкий приток иностранного капитала на внутренний рынок. В исследовании группы специалистов МВФ (Дж. Остры, А. Гош и др.) признается эффективность данных мер как элемента антикризисной политики в странах с низкой волатильностью курсов, достаточностью международных резервов и сбалансированной бюджетной системой. Уязвимость «пожарных» антикризисных мер (также как и мер пруденциального регулирования) в том, что они могут ограничить приток не только проблемных форм капитала³.

Макроэкономическая стабильность определяет и эффективность ограничений на отток капитала: наличие дисбалансов приводит к более быстрому по сравнению с оттоком снижению объемов притока капитала, что оказывает негативное влияние на сальдо (см. К. Саборовски и др.). Более того, из 37 случаев введения ограничений на отток капитала в 1995–2010 гг. успешными

¹ Jeanne O. Capital Flow Management // American Economic Review, 2012, Vol. 102, № 3, pp. 203–206.

² Korinek A. The New Economics of Capital Controls Imposed for Prudential Reasons. IMF Working Paper, December 2011, № 298 (<https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp11298.pdf>).

³ Ostry J.D., Ghosh A.R., Habermeier K., Laeven L., Chamon M., Qureshi M.S., Kokenyne A. Managing Capital Inflows: What Tools to Use? IMF Staff Discussion Note 11/06, April 2011. (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2011/sdn1106.pdf>).

признаются всего два – в Малайзии (1998 г.) и Исландии (2008 г.)¹. В качестве еще одного «хрестоматийного» примера установления контроля над оттоком капитала в 1990-е гг. зачастую приводят Россию, где в отсутствие необходимых реформ меры сдерживания оказались неэффективными.

В более ранних работах (М. Дули, П. Айзард, Л. Бартолини и др.) выдвигается тезис об отрицательном влиянии мер контроля над оттоком капитала на инвестиционный климат: возможные сложности с выводом капитала за рубеж в будущем могут повлиять на привлекательность текущих проектов и, в целом, свидетельствовать о неопределенности экономической политики государства². Таким образом, установление ограничений на экспорт капитала может привести к обратному результату, поскольку снижает доверие инвесторов к регулирующим органам³.

Часть работ о трансграничном движении капитала посвящена опыту отдельных стран, осуществлявших пруденциальный надзор или валютное регулирование. К примеру, Ч. Баба и А. Кокенайн исследовали результаты применения мер контроля над перемещением капитала в 2000-х гг. в Таиланде, Республике Корея, Бразилии и Колумбии. Выяснилось, что они лишь на некоторое время способствовали сокращению притока капитала, при этом добиться желаемой динамики валютного курса ни в одной из стран не удалось. Чем выше уровень развития финансового рынка (как, например, в Бразилии), тем сложнее меры контроля необходимо использовать для более широкого охвата ими участников рынка⁴.

В качестве сопоставления в исследованиях рассматриваются характерные примеры стран с жестким регулированием потоков капитала (Китай), пруденциальным регулированием (Бразилия с конца 2000-х гг.) и не использующие защитных мер (Чили с конца 1990-х гг.). Пруденциальное регулирование в Бразилии было направлено на сдерживание высокой волатильности потоков капитала (так называемый цикл «бум-спад»), а в период

¹ Saborowski C., Sanya S., Weisfeld H., Yopez J. Effectiveness of Capital Outflow Restrictions. IMF Working Paper, January 2014, № 8 (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2014/wp1408.pdf>).

² Dooley M., Isard P. Capital Controls, Political Risk, and Deviations from Interest Rate Parity // *Journal of Political Economy*, 1980, Vol. 88, № 2, pp. 370–384. Bartolini L., Drazen A. Capital Account Liberalization as a Signal // *American Economic Review*, 1997, Vol. 87, № 1, pp. 138–154.

³ Glick R., Guo X., Hutchison M. Currency Crises, Capital-Account Liberalization, and Selection Bias // *The Review of Economics and Statistics*, November 2006, Vol. 88, № 4, pp. 698–714. (http://people.ucsc.edu/~hutch/241B/EC%20241b%20SYLLABUS%20Winter%202010_files/Hutchison_RESTAT2006.pdf).

⁴ Baba C., Kokenyne A. Effectiveness of Capital Controls in Selected Emerging Markets in the 2000s. IMF Working Paper, December 2011, № 281. (<https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp11281.pdf>).

резкого притока капитала в 2009 г. введен налог на все его виды, кроме прямых иностранных инвестиций¹. В Китае традиционно высок уровень регулирования финансовой сферы, а ограничения действуют как на отток, так и на приток капитала (за исключением ПИИ)².

Вопрос глобального надзора над процессами движения капитала все чаще оказывается в центре внимания международных финансовых организаций. *При этом обсуждаемые «правила игры» варьируют от введения единого для всех налога на финансовые транзакции (как одна из форм борьбы против спекулятивного капитала) до устранения барьеров на пути трансграничного перемещения капитала и вмешательства в протекционистскую политику отдельных стран.*

Следует отметить, что проблемы международной торговли привлекают значительно больше внимания мирового сообщества, нежели трансграничное движение капиталов. Отчасти этот недостаток внимания можно объяснить тем, что свободная торговля товарами несет больше объективных преимуществ, чем свободные потоки капитала³. У сторонников финансовой либерализации существуют теоретические обоснования необходимости создания наднациональной координирующей структуры наподобие ВТО в международной торговле. За исключением специфического случая единого рынка капитала Европейского союза, существует лишь один пример многосторонних договоренностей в рассматриваемой сфере – Кодекс либерализации движения капиталов (с 1961 г.), которого должны придерживаться 34 страны-члены ОЭСР⁴. Положения Кодекса исключают любые проявления так называемой политики «разорения соседа» (*beggar-thy-neighbour*), однако в определенных условиях государства-участники соглашения все же могут прибегнуть к контролю над перемещением капитала.

Одной из наиболее известных инициатив в сфере регулирования глобальных потоков капитала является косвенный налог на валютные операции, предложенный в 1970-х гг. Дж. Тобином (так называемый «налог Тобина»; 0,1%, позднее 0,5%). Введение этого налога странами мира, по

¹ Ставка налога на долговой капитал составила 2% (в 2010 г. повышена до 6%), также как и на портфельные инвестиции. Согласно теории налогообложения в рамках пруденциального надзора, целесообразно использование более высокой ставки налога для «плохого» капитала (способствующего росту краткосрочной задолженности) и более низкой – для прямых и портфельных инвестиций.

² Jeanne O. Capital Flow Management // American Economic Review, 2012, Vol. 102, № 3, pp. 203–206.

³ Bhagwati J. The Capital Myth: The Difference between Trade in Widgets and Dollars // Foreign Affairs, 1998, Vol. 77, № 3, pp. 7–12.

⁴ OECD Code of Liberalisation of Capital Movements. OECD, 2013. (http://www.oecd.org/daf/inv/investment-policy/CapitalMovements_WebEnglish.pdf).

мнению американского экономиста, позволило бы ограничить потоки спекулятивного краткосрочного капитала и снизить, таким образом, риски возникновения кризисов. Кроме того, полученные доходы можно было бы использовать для борьбы с бедностью¹. Очевидно, что такая реформа финансовой архитектуры приобретает смысл лишь при значительном территориальном охвате.

Международные организации и компании финансового сектора к перспективе введения «налога Тобина» по понятным причинам относятся критически. Однако отдельные страны и даже государственные объединения периодически возвращаются к этой идее. К примеру, Европейский Союз в 2000 г. был близок к принятию резолюции о введении «налога Тобина», а в период кризиса конца 2000-х гг. за счет налоговой реформы предполагалось бороться со спекулятивным капиталом и расширить доходную часть бюджета.

Необходимость создания международной надзорной организации в сфере движения капитала нередко оправдывают опасностью политики «разорения соседа»: введение мер контроля одной из стран, как правило, с емким финансовым рынком, может стать причиной возникновения угроз стабильности в других странах региона (спилловер-эффекты). Например, использование мер контроля над притоком капитала в Бразилии в конце 2000-х гг. привело к «бегству» портфельных инвесторов на рынки других стран Латинской Америки, повысив риски дестабилизации их монетарных систем (см. работу К. Форбс, М. Фратцшера и др.)². Согласно предложению О. Жана, А. Субраманьяна и Дж. Уильямсона, мировое сообщество должно выработать ряд правил в отношении контроля над движением капитала с целью противодействия возникающим спилловер-эффектам³. *Вопрос о стимулировании свободного трансграничного перемещения капитала при этом не ставится; по мнению экспертов, важнее ограничить негативное влияние избыточных регулятивных мер.*

Особенности формирования единого рынка капитала в ЕС

Развитие экономической интеграции в Европейском союзе направлено на создание единого рынка капитала, беспрепятственное трансграничное движение которого должны обеспечивать все страны-члены объединения.

¹ Tobin J. A Proposal for International Monetary Reform // Eastern Economic Journal, 1978, № 4, pp. 153–159.

² Forbes K., Fratzscher M., Kostka T., Straub R. Bubble Thy Neighbor: Direct and Spillover Effects of Capital Controls. Presentation at the 12th Jacques Polak Annual Research Conference, IMF. November 10–11, 2011 (<https://www.imf.org/external/np/res/seminars/2011/arc/pdf/forbes.pdf>).

³ Jeanne O., Subramanian A., Williamson J. Who Needs to Open the Capital Account? Washington, DC: Peterson Institute for International Economics, 2012 (<http://www.iie.com/publications/papers/20120611ppt.pdf>).

Свободное перемещение капитала (СПК) – одна из «четырёх свобод», лежащих в основе европейской интеграции в рамках Единого внутреннего рынка (Общего рынка) и Экономического и валютного союза (ЭВС, функционирует с 1993 г.).

Согласно законодательству ЕС, принцип свободного перемещения капитала распространяется на прямые иностранные инвестиции (ПИИ), инвестиции в недвижимость и ценные бумаги, операции кредитования, дарение и наследование имущества и т. д.¹ Расширение форм СПК должно отвечать интересам как физических лиц, являющихся резидентами стран-членов Евросоюза (свобода денежных переводов, покупки недвижимости, регистрации банковских счетов и др.), так и юридических лиц (свобода инвестирования) и государственных органов (свобода кредитования).

Устранение барьеров на пути движения трансграничного капитала в ЕС происходило поэтапно, по мере формирования соответствующей институциональной инфраструктуры. Положение о перемещении капитала включено в два основополагающих документа организации: «Договор, учреждающий Европейское экономическое сообщество» (1957 г.) и «Договор о Европейском союзе» (1992 г.). Регулярное внесение поправок к договорам отразилось и на содержании раздела о капитале и платежах (в одной из последних редакций – в Лиссабонском договоре 2007 г.).

Принцип «четырёх свобод» впервые был сформулирован в «Договоре, учреждающем Европейское экономическое сообщество» (Римский договор, 1957 г.): предполагалось снять ограничения на перемещение лиц, капитала, товаров и услуг между шестью подписавшими соглашением государствами-основателями ЕЭС (на третьи страны действие договора не распространялось). Вопросы движения капитала рассматриваются в ст. 67–73 договора (глава 4): «...государства-члены будут в возрастающей степени устранять в отношениях друг с другом все ограничения на движение капиталов...» (ст. 67); «...не вводить внутри Сообщества никаких новых ограничений в области валютных операций, которые затронули бы движение капиталов и связанные с этим текущие платежи» (ст. 71). Управление процессом реализации соответствующих положений Европейский Совет в дальнейшем должен был осуществлять с помощью специальных директив. Отметим, что Римский договор заложил основы правового регулирования СПК, однако фактические барьеры на пути трансграничного движения капитала сохранились.

К начальному этапу правового регулирования процессов движения капитала в ЕЭС следует отнести две директивы, подготовленные Европей-

¹ Nomenclature of the Capital Movements Referred to in Article 1 of the Directive (http://ec.europa.eu/internal_market/capital/docs/nomenclature_en.pdf).

ским Советом по предложению Еврокомиссии. В Директиве о перемещении капитала (так называемая «Первая директива» от 11.05.1960 г.) определены 4 вида перемещения капитала (обозначенные буквами от А до D), а осуществление трансграничных операций должно было происходить при помощи специальных предварительных разрешений. Согласно директиве, с целью поддержки обменных курсов и большего контроля над монетарной системой страны были обязаны предоставлять разрешения на обмен валюты при инвестиционных сделках (так называемые меры валютного контроля; *exchange controls*). Следует подчеркнуть, что некоторые страны продолжали использовать и меры контроля над перемещением капитала (*capital controls*).

В начале 1960-х гг. была предпринята попытка либерализации движения капитала («Вторая директива» от 18.12.1962 г. и др. документы) за счет координации политики валютных курсов стран-членов ЕЭС. Начались предметные обсуждения перспектив введения единой валюты Сообщества. Однако «ветер перемен» оказался кратковременным: в конце 1960-х гг. реформы были заблокированы правительствами ряда стран-членов, которые апеллировали к положениям Римского договора, допускающим национальный контроль над движением капитала в определенных ситуациях. В процессе разработки положений следующей директивы на устранении мер валютного контроля настаивали Германия, Бельгия и Люксембург, однако позиции трех других стран ЕЭС (Франции, Нидерландов и Италии) оказались более прочными¹.

Подобная нерешительность в проведении реформ была во многом обусловлена конъюнктурой на мировых финансовых рынках – значительными флуктуациями курсов валют, повлекшими за собой отмену «золотого стандарта» в 1971 г. Претворение в жизнь принципов «четырех свобод» было затруднено именно по причине разногласий стран-членов ЕЭС по вопросам перемещения капитала, что отмечали еще современники. Опасения, связанные с либерализацией, были вызваны возможными издержками от нее для государств и частных компаний, поэтому при прочих равных условиях приоритет должны были сохранить национальные инвесторы. Кроме того, отдельные страны, оценивая риски платежной несбалансированности, не желали терять суверенитет в сфере кредитно-денежной политики и участвовать в процессе институциональной гармонизации. Наконец, повышалась вероятность усиления оттока капитала на более доходные рынки стран-соседей².

¹ Scott I.O. Prospects for the direct integration of E.E.C. capital markets // PSL Quarterly Review, 1967, Vol. 20, № 81.

² Ibid.

Тенденции протекционизма в финансовой сфере нашли отражение и в правовых документах ЕЭС начала 1970-х гг. К примеру, в директиве 72/156 (от 21.03.1972 г., так называемая «Третья директива») определены меры регулирования международных потоков капитала для нейтрализации их влияния на уровень ликвидности на внутреннем рынке. *Процесс финансовой либерализации, начатый в 1960-х гг., таким образом, был приостановлен на длительное время: до конца 1980-х гг. в рассматриваемой сфере не было принято ни одного правового акта первостепенного значения, направленного на снятие барьеров на пути трансграничного капитала*¹.

Несмотря на существование формальных и реальных препятствий СПК, по мере развития других направлений экономической интеграции были созданы условия для либерализации трансграничных потоков капитала. Одним из важнейших институциональных преобразований, оказавших влияние на реформирование сферы международных финансов, стало введение в 1979 г. единой расчетной валюты – ЭКЮ. Валюта в безналичной форме выполняла роль платежного средства по задолженностям и в операциях между национальными банками, а также использовалась в качестве резервного актива.

Период государственного протекционизма в отношении перемещения капитала в ЕЭС завершился с изданием директивы 88/361 (от 24.06.1988 г.) о полной либерализации потоков капитала к 1 июля 1990 г.² Существующие меры валютного контроля (exchange controls) должны были быть отменены к указанной дате во всех странах Сообщества, за исключением вступивших в ЕЭС в 1986 г. Испании и Португалии, а также Греции и Ирландии, испытывавших проблемы с регулированием платежного баланса (переходный период для этих четырех стран действовал до конца 1992 г.). В дальнейшем предполагалось расширить применение принципа свободного перемещения капитала на отношения государств ЕЭС с третьими странами. Вместе с тем, в директиве указано, что страны ЕЭС могут возвращаться к использованию финансовых регуляторов в случае дестабилизации кредитно-денежной системы на срок до 6 месяцев – ограничивать поступление или отток краткосрочного капитала, в особенности в операциях с третьими странами.

¹ Важной вехой реформирования финансовой сферы стал саммит в Гааге в 1969 г., на котором было принято решение подготовить план для обоснования проекта создания Экономического и валютного союза (ЭВС). Этот план был представлен уже в следующем году премьер-министром Люксембурга П. Вернером, однако его предложения постепенного внедрения единой валюты в конечном итоге были отвергнуты. «План Вернера» был переработан экспертной группой Ж. Делора спустя почти 20 лет, по сути, став основой директивы 1988 г. и Маастрихтского договора (см. ниже).

² Council Directive 88/361/EEC of 24 June 1988 for the implementation of Article 67 of the Treaty (<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31988L0361:EN:HTML>).

В течение периода подготовки к отмене ограничений странам было рекомендовано постепенно завершить действовавшие программы монетарного регулирования и поддержки банковской ликвидности. Рассматриваемая директива имела значение и для реформы фискальной системы, поскольку отменяла дифференциацию ставок для инвесторов. Единственным важным исключением из применения принципа СДК стало сохранение правил покупки вторых домов в компетенции национального законодательства.

В «Договоре о Европейском Союзе», подписанном 12 странами-членами Сообщества 7 февраля 1992 г. в Маастрихте, определен порядок функционирования Экономического и валютного союза, ключевой целью которого должно было стать введение общей денежной единицы. В этом основополагающем для европейской интеграции документе указано на важность реализации принципа «четырех свобод», в частности, свободы перемещения капитала. В отличие от директивы 88/361, *Маастрихтский договор распространяет этот принцип не только на внутренний рынок, но и на операции с третьими странами (erga omnes – «относительно всех»)*¹. Рассматриваемые положения содержатся в главе 4 «Капитал и платежи» (ст. 73, пункты от «а» до «h»). В ней, в частности, говорится, что «все ограничения на движение капитала между государствами-членами, а также между государствами-членами и третьими странами, должны быть запрещены», а также «все ограничения на платежи... должны быть запрещены» (ст. 73b). Предусматривались и временные протекционистские меры: «В тех случаях, когда... движение капитала в третьи страны или из них вызывает или угрожает вызвать серьезные затруднения в функционировании Экономического и валютного союза, Совет... принимает квалифицированным большинством решение о защитных мерах в отношении третьих стран на период не более шести месяцев...» (ст. 73f). Наконец, в Маастрихтском договоре содержатся положения о противодействии налоговому неравенству, в том числе между инвесторами².

Формулировки положений Римского и Маастрихтского договоров в 1990–2000-е гг. претерпели ряд изменений, однако содержание этих соглашений в области перемещения капитала в целом осталось прежним. Одной из наиболее широко цитируемых редакций является Ниццкая (2001 г.): в консолидированном тексте «Договора, учреждающего Европейское сообщество» подтверждается готовность сохранить запрет на ограничения на движение капитала и платежи «между государствами-членами, а также между государствами-членами и третьими странами» (ст. 56)³. Подписание

¹ <http://eur-lex.europa.eu/en/treaties/dat/11992M/htm/11992M.html>.

² Craig P., de Búrca G. EU law: text, cases, and materials. Oxford University Press, 2011.

³ Договор, учреждающий Европейское Сообщество (консолидированный текст с учетом Ниццких изменений) (http://eulaw.edu.ru/documents/legislation/uchred_docs/evr_soob_nice.htm).

Лиссабонского договора инициировало внесение новых поправок в Римский договор, переименованный в «Договор о функционировании Европейского Союза» (2008 г.)¹.

Следует отметить, что *либерализация перемещения капитала между государствами ЕС и третьими странами не всегда находит поддержку национальных правительств*. В их обращениях к руководству Евросоюза высказываются опасения, что отказ от ограничений не гарантирует ответных мер со стороны третьих стран. По мнению ряда экспертов, формулировка об одобрении Советом Европы «мероприятий по движению капитала в третьи страны или из них» играет сдерживающую роль для развития процесса либерализации финансовых операций².

Опыт новых стран-членов ЕС по либерализации трансграничного движения капитала

Процесс подготовки к вступлению государств Центрально-Восточной и Юго-Восточной Европы в ЕС представлял собой системные институциональные изменения, которые позволили бы осуществить социально-экономическую конвергенцию со странами-участницами объединения. К числу необходимых реформ относились отказ от протекционизма в инвестиционной сфере и либерализация финансовых рынков. Согласно рекомендациям Брюсселя, странам-кандидатам следовало сначала устранить ограничения в операциях с долгосрочным и среднесрочным капиталом (прямые и портфельные инвестиции), а лишь затем – с краткосрочным (транзакции на денежном рынке, депозиты). К 2000 г. сформировались 3 группы стран по уровню завершенности процесса либерализации: в первую входили страны Балтии и Чешская Республика, во вторую – Польша и Венгрия, а третью группу образовывали оставшиеся 6 стран³.

Требования к СПК содержались в *acquis communautaire* для «пятого расширения» Евросоюза (глава 4) в 2004 и 2007 гг. Успешно завершив подготовительный процесс, 12 стран-кандидатов подписали Акты о присоединении, в основе которых также лежали принципы «четырех свобод». Примечательно, что функционирование в соответствии с требованиями *acquis*

¹Treaty on the Functioning of the European Union (TFEU). (<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2008:115:0047:0199:en:PDF>). В новой версии договора изменились порядковые номера статей в главе «Капитал и платежи» – ст. 63–66.

²«Совет может... одобрить мероприятия по движению капитала в третьи страны или из них, включая прямые инвестиции в предприятия, в том числе вложения в недвижимость, по предоставлению финансовых услуг или допуску ценных бумаг на рынки капитала». (http://eulaw.edu.ru/documents/legislation/uchred_docs/evr_soob_nice.htm).

³Ems E. Capital Controls in View of Accession. EC: Brussels, 2000.

communautaire, главным образом, отвечало интересам резидентов ЕС-15, которые осуществляли в странах-кандидатах платежи или инвестиции. Акты о присоединении 2003 и 2005 гг. уравнивали в правах «старых» и «новых» стран-членов ЕС.

В приложениях к Актам о присоединении содержатся условия вступления в Евросоюз отдельных стран, в частности, действующие для них правила в отношении трансграничного перемещения капитала¹. *Формально со вступлением новых стран принцип СПК был соблюден, однако фактически сохраняются временные исключения* – в виде переходных периодов на покупку нерезидентами вторых домов и земель сельскохозяйственного назначения. Существование переходных периодов в рамках институциональной конвергенции в ЕС позволяет считать процесс либерализации движения капитала незавершенным.

В приложениях к Акту 2003 г. для 10 стран-кандидатов указано, что они вправе устанавливать переходный период на приобретение иностранцами вторых домов (как правило, загородных домов) и сельскохозяйственных и лесохозяйственных земель. Ограничения на приобретение физическими и юридическими лицами из других стран ЕС вторых домов связано с опасениями спекулятивного роста цен на рынке недвижимости после «открытия границ», что может повлиять на покупательную способность жителей новых стран-членов. В результате, Польше, Чешской Республике, Венгрии и Кипру было разрешено установить пятилетний переходный период; Словакии – отказано. Три прибалтийские республики и Словения не подавали заявок на установление временных ограничений на инвестиции на рынке жилья. В случае Мальты действует специальное постановление: только резиденты стран ЕС, проживающие на острове не менее 5 лет, имеют право на покупку вторых домов.

Ограничения на приобретение сельскохозяйственных и лесохозяйственных земель в новых странах-членах, по предложению Брюсселя, должны были действовать в течение 7 лет после их вступления в ЕС. Переходный период мог быть продлен на 3 года, если в процессе адаптации Единой сельскохозяйственной политики возникла серьезная угроза дестабилизации на национальном аграрном рынке. Следует отметить, что ограничения на приобретение земли не распространялись на фермеров из стран Евросоюза, которые не использовали наемную рабочую силу. На третий год членства эксперты Европейского Совета подготовили отчет о ходе реформ на земельном рынке новых стран-членов (так называемый Mid-Term Review).

¹ The EU Single Market. Acts of Accession. (http://ec.europa.eu/internal_market/capital/framework/accession/index_en.htm).

Семилетний переходный период (до 30.04.2011 г.) был согласован Венгрией, Чешской Республикой, Словакией, Эстонией, Латвией и Литвой. По его истечению указанные страны могли подать заявку на трехлетнюю пролонгацию (до 30.04.2014 г.). Польше удалось получить двенадцатилетний переходный период без права на пролонгацию (до 30.04.2016 г.). Словения, Мальта и Кипр вопрос о переходном периоде не поднимали¹.

Некоторые исследователи отмечают влияние политического фактора на решения Брюсселя об одобрении заявок на временные ограничения. Большинство стран ЦВЕ рассчитывали получить одобрение на переходный период длительностью 10 лет, Румыния – на 15 лет, Польша – на 18 лет². Преференции, полученные Польшей, к примеру, объясняются емкостью аграрного рынка и высокой численностью сельского населения, которое, в случае аграрного кризиса, могло создать миграционную напряженность в ЕС-15³.

В приложениях к Акту о присоединении Болгарии и Румынии (2005 г.) оговаривается установление пятилетнего переходного периода на покупку вторых домов резидентами стран-членов ЕС (до 31.12.2011 г.) и семилетнего переходного периода – на приобретение сельскохозяйственных и лесохозяйственных земель (до 31.12.2013 г.). Как и в Акте 2003 г., европейские фермеры выведены из-под действия ограничений на покупку земель сельскохозяйственного назначения. Продление переходных периодов предусмотрено не было.

Правом на пролонгацию семилетнего переходного периода на покупку сельскохозяйственных и лесохозяйственных земель, которым были наделены 6 новых стран-членов, воспользовались Венгрия, Словакия, Латвия и Литва. Первой была одобрена заявка Венгрии (декабрь 2010 г.)⁴, а накануне окончания действия ограничений – заявки остальных трех стран (апрель 2011 г.). Эстония и Чешская Республика, в свою очередь, отказались от продления переходного периода. Одобрив пролонгацию переход-

¹ European Commission Press Release Database (http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-11-244_en.htm?locale=en).

² Mihaljek D. Free movement of capital, the real estate market and tourism: a blessing or a curse for Croatia on its way to the European Union? // *Croatian Accession to the European Union: Facing the Challenges of Negotiations*, 2005, Vol. 3, pp. 185–228.

³ В отличие от операций по купле-продаже земли, ее аренда в новых странах-членах формально не ограничена. Запрет на приобретение сельскохозяйственных земель резидентами стран ЕС также соблюдался не полностью: к примеру, в Словакии, Эстонии и Литве ее могли покупать юридические лица, зарегистрированные в государствах Евросоюза. См. Swinnen J., Vranken L. *Land & EU Accession: Review of the Transitional Restrictions on New Member States on the Acquisition of Agricultural Real Estate*. CEPS, 2009.

⁴ European Commission Press Release Database (http://europa.eu/rapid/press-release_IP-10-1750_en.htm?locale=en).

ного периода на 3 года, представители Еврокомиссии руководствовались сложным положением сельского хозяйства в странах ЦВЕ в период кризиса и неравенством условий функционирования аграрных рынков «старой» и «новой» Европы – различиями в ценах на землю и возможных инвестиционных доходах в ЕС-15 и новых странах-членах, а также низкой покупательной способностью населения. Для повышения конкурентоспособности резидентов стран ЦВЕ рекомендуется способствовать развитию общих рыночных принципов, сферы кредитования и страхования рисков, процессов реституции и приватизации, конвергенции цен на землю¹.

Страны-члены Евросоюза не всегда следуют правовым нормам, регулирующим свободу перемещения капитала. В случае нарушения законодательства ЕС выносит предупреждение национальным правительствам, которые должны в течение 2 месяцев подготовить содержательное обоснование проводимой политики. Отсутствие весомых причин для нарушений может побудить ЕС к обращению в Европейский суд².

Спорная практика в сфере движения капитала в странах ЦВЕ, как правило, связана с государственным контролем над стратегическими активами, приватизацией и функционированием пенсионных фондов. К примеру, в 2006–2007 гг. ЕС выносил предупреждения Венгрии в связи с действием национальных законов 1995 и 2007 гг.: в 31 приватизационной компании государство обладает «золотой акцией» и может налагать вето на ключевые решения менеджмента (например, на слияние или поглощение, смену специализации и т. д.), а на предприятиях энергетики имеет право на наблюдателя. Схожая ситуация сложилась в Польше: по закону 2005 г. государство получило право вето на решения менеджмента в 13 стратегических компаниях и ввело на них институт наблюдателя³. Словацкие власти вызвали недовольство Брюсселя приостановкой процесса приватизации госсобственности. В 2013 г. предупреждение получила Болгария, поскольку в

¹ Либерализация на рынке купли-продажи земли является, что ожидаемо, одной из наименее популярных реформ среди населения стран ЦВЕ. Так, в Венгрии 90% фермеров были настроены резко отрицательно к допуску на рынок иностранных инвесторов (по состоянию на 2007 г.). Тем не менее, в ряде стран региона удалось «снизить градус» неприятия реформ: в Польше, например, доля негативно настроенных фермеров снизилась в 1999–2004 гг. с 90 до 30%. См. Swinnen J., Vranken L. *Land & EU Accession: Review of the Transitional Restrictions on New Member States on the Acquisition of Agricultural Real Estate*. CEPS, 2009.

² Об особенностях функционирования Европейского суда см. Hindelang S. *The free movement of capital and foreign direct investment*. Oxford University Press, 2009.

³ По мнению бывшего еврокомиссара М. Монти, в числе основных препятствий либерализации движения капитала в ЕС – различные формы контроля государства над предприятиями стратегической важности (в том числе за счет использования права вето, обладания «золотыми акциями» и т. п.) См. Monti M. *A New Strategy for the Single Market*. Report to the President of the EC, 2010.

законе о приватизации были определены санкции к нарушающим приватизационный договор компаниям-инвесторам. Еврокомиссия отметила несоблюдение законодательства в сфере использования сельскохозяйственных земель в Венгрии, где в 2014 г. (после завершения переходного периода) у собственников появилась возможность в одностороннем порядке изменять условия договоров об аренде.

Не остаются без внимания нарушения в работе государственных систем страхования вкладов в случае отзыва банковских лицензий. В 2014 г. Европейская комиссия предъявила претензии болгарскому руководству в связи с более чем трехмесячной задержкой выплат по депозитам, размещенным в двух обанкротившихся банках.

С 2009 г. в Европейском суде началось разбирательство в отношении Польши в связи с установленными законом 1997 г. ограничениями инвестирования в открытые негосударственные пенсионные фонды. Учитывая высокую социальную значимость таких фондов, власти страны ограничили долю активов для размещения за рубежом 5%. В конце 2011 г. Европейский суд принял решение в пользу истца, усмотрев нарушение принципа СПК. Дважды правила функционирования пенсионных фондов нарушала Словакия. В 2008 г. республика была предупреждена за решение не размещать более 30% средств ГПФ в других странах ЕС, а в 2010 г. – за указание руководству ГПФ инвестировать в бумаги стран еврозоны с целью снижения рисков.

Проблемы соответствия принципам СПК в странах ЕС-15

Формирование единого рынка капитала в ЕС затруднено не только в связи с временными ограничениями, предусмотренными для новых стран-членов. Некоторым государствам удалось сохранить в силе национальные законы, регулирующие приток иностранного капитала на рынок недвижимости. Так, в Дании с 1960-х гг. нерезиденты имеют право приобрести только один объект недвижимости (в связи с возможными спекуляциями на рынке загородных домов, расположенных на морском побережье). При подписании Маастрихтского договора в 1992 г. Дании удалось сохранить право на бессрочные ограничения на покупку вторых домов¹. В протоколе к Акту о присоединении к ЕС Финляндии (1994 г.) указано, что для приобретения недвижимости на Аландских островах необходимо получить специальное разрешение. В аналогичном документе для Мальты (2003 г.) содержится положение о том, что купить второй дом имеют право только граждане стран-членов ЕС, прожившие на острове не менее 5 лет².

¹ <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:11992M/PRO/IDK:EN:NOT>.

² <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:12003T/PRO/06:EN:NOT>.

Существование исключений в законодательстве, а также регулярность нарушения установленных правил со стороны ряда стран-членов ЕС свидетельствуют о проблемах формирования единого рынка капитала. Анализ обращений Еврокомиссии к национальным правительствам в связи с несоблюдением законов в сфере СПК дает представление о характере выявленных нарушений и готовности стран их устранить (см. табл. 1).

Таблица 1

**Нарушения законодательства в сфере движения капитала,
выявленные Еврокомиссией (2006–2014 гг.)**

	Покупка с/х земель	Покупка вторых домов	Контроль гос-ва над предпри- ятиями	Огранич. приватиз. процесса	Банков- ский сектор	Пенсион- ные фон- ды	Концес- сии
Болгария				2013	2014		
Венгрия	2014		2006, 2007				
Кипр		2011					
Польша			2008–2009			2009	
Словакия				2008		2008, 2010	
Австрия	2010						
Германия			2008–2011				
Греция			2008–2011, 2009–2010, 2012				
Испания			2006–2009				
Италия			2006, 2009–2011				2006
Португалия			2006–2010, 2007–2009, 2007–2011				
Франция			2006				

Источник: Составлено автором по материалам сайта Еврокомиссии (http://ec.europa.eu/internal_market/capital/infringements/index_en.htm; http://ec.europa.eu/internal_market/capital/news/archiv_en.htm).

Примечательно, что участниками разбирательств Еврокомиссии в 2006–2014 гг. становились не только новые страны-члены (см. выше), но и государства ЕС-15. Претензии Брюсселя к национальным правительствам стран ЕС-15, как правило, связаны с их контролем над деятельностью стратегических предприятий или слабым противодействием процессу монополизации рынков. Данные разбирательства также отличает затяжной характер, т. е. выявленные нарушения являются системными и не инициированы экономическим кризисом конца 2000-х гг. По числу нарушений преобладают государства Южной Европы (Греция, Италия, Испания и Португа-

лия), тогда как в других странах-членах ЕС-15 они единичны. К примеру, в Австрии внимание Еврокомиссии привлекли региональные законы землепользования, в Германии – механизмы участия государства в деятельности автоконцерна Volkswagen (представители государства в совете директоров, блокирующее меньшинство), во Франции – процедура легализации инвестиционных документов в оборонном комплексе.

Изменения в законодательстве стран Южной Европы, которые находятся в фокусе внимания Еврокомиссии, в значительно большей степени противоречат нормам СПК. Так, в Греции существуют ограничения по инвестициям в стратегические предприятия (разрешена покупка не более 20% голосующих акций), лимитированы возможности управления негосударственных стейкхолдеров энергетическим холдингом PPC (не более 5% голосов), введена «золотая акция» для ведущей телекоммуникационной компании ОТЕ. Схожие механизмы защиты государственных интересов использует и Италия при координации деятельности компаний ТЭК (ENEL, ENI), телекоммуникационного сектора (Telecom Italia), ВПК (Finmeccanica). В течение нескольких лет велось разбирательство в отношении ограничения инвестиций и усиления государственного регулирования энергетических рынков в Испании. Наконец, в расследование правомерности введения «золотых акций» в компаниях Португалии были вовлечены оператор связи Portugal Telecom, энергохолдинг EDP и нефтегазовый концерн Galp Energia.

Таким образом, процесс создания единого рынка капитала замедляют и различные нарушения законодательства со стороны государств ЕС-15, хотя их правовые системы, напротив, должны играть роль ориентира на этапе реформ в новых странах-членах.

Перспективы глобализации в финансовой сфере, одним из основных условий которой должно стать свободное перемещение капитала (СПК) между странами, остаются неясными. Сохраняются противоречия в теоретических обоснованиях преимуществ финансовой либерализации и, в частности, устранения барьеров на пути трансграничных потоков капитала. Очевидно, что и на практике существует значительная дифференциация в подходах к функционированию сферы движения капитала – от минимального вмешательства до пруденциального надзора и жестких антикризисных ограничений. Относительная «закрытость» крупных национальных финансовых систем, являющихся важным звеном в трансграничном движении капитала, служит предметом спора о необходимости международного контроля над регулятивными мерами отдельных государств. Единственным примером координированной политики в сфере движения капитала остаются государства Европейского союза, однако далеко не все они в

полной мере придерживаются принципа СПК. Большинство новых стран-членов ЕС использовали возможность временных ограничений на приток иностранного капитала на рынки недвижимости и земель сельскохозяйственного назначения, а некоторым странам ЕС-15 даже удалось добиться исключений из общеевропейских правил. Кроме того, в отчетах Еврокомиссии сообщается о регулярных нарушениях принципа СПК (в основном вследствие усиления контроля над стратегическими предприятиями или ограничения процесса приватизации), что свидетельствует о практических проблемах реализации идеи единого рынка капитала.
