



УДК 339.72  
JEL E44

## ВЛИЯНИЕ «ВНЕЗАПНЫХ ОСТАНОВОК» ПОТОКОВ КАПИТАЛА НА НАЦИОНАЛЬНУЮ ЭКОНОМИКУ\*

**АРХИПОВА ВИОЛЕТТА ВАЛЕРЬЕВНА,**

*кандидат экономических наук, младший научный сотрудник,  
Институт экономики Российской академии наук, Москва, Россия  
q123zv@yandex.ru*

### АННОТАЦИЯ

Причины и частота резких изменений в направлении движения финансовых ресурсов – актуальная тематика для научного анализа в любой период истории развития мировой финансовой системы. Цель настоящего исследования заключается в выявлении основных характеристик такого финансового феномена, как «внезапная остановка» потоков капитала. Для определения теоретических параметров «внезапной остановки» движения капитала использован обзор работ 1995–2015 гг. Реализация и вероятность возникновения данного события в краткосрочной и среднесрочной перспективе на практике оцениваются на основе данных МВФ, Мирового банка и Банка России для отечественной экономики за период 1994–2015 гг. Выявлены три различных подхода к измерению и определению «внезапной остановки» потоков капитала. Для того чтобы объективно оценить актуальность этой финансовой проблемы для национальной экономики России, мы использовали комплексный статистический анализ на базе всех трех подходов (при этом данные финансового счета платежного баланса России на одном из этапов исследования «очищались» от резервов).

**Ключевые слова:** «внезапная остановка» потоков капитала; финансовые кризисы; финансовая глобализация; денежно-кредитная политика; бюджетно-налоговая политика; национальная экономика России.

## THE NATIONAL ECONOMY IS AFFECTED BY SUDDEN STOPS IN CAPITAL FLOWS

**ARKHIPOVA V.V.**

*PhD (Economics), junior researcher at the Institute of Economics, the Russian Academy of Sciences, Moscow, Russia  
q123zv@yandex.ru*

### ABSTRACT

The reasons for sharp changes in the direction of financial resource flows are a subject of research vital for any period of the global financial system history. The purpose of the study is to identify the main features of the financial phenomenon of a sudden stop in capital flows. To determine the theoretical parameters of the sudden stop in capital flows a review of the 1995–2015 literature was made. The likelihood of this event in the short and medium terms, in practice, is estimated based on the IMF, World Bank and the Bank of Russia data for the domestic economy for the period of 1994–2015. The study revealed three different approaches to the measurement and determination of a sudden stop in capital flows. In order to assess the significance of this financial problem for the national economy

\* Исследование подготовлено при финансовой поддержке РГНФ «Денежно-кредитная и бюджетно-налоговая политика России на современном этапе глобализации» № 15-02-00391.

of Russia, a complex statistical analysis based on all the three approaches (the data of the financial account in the Russian balance of payments at one of the research stages was "cleared" from the reserves) was used.

**Keywords:** sudden stop of capital flows; financial crises; financial globalization; monetary policy; fiscal policy; national economy of Russia.

**Н**а протяжении всей истории мировой финансовой системы проблематика, связанная с резкой сменой потоков финансовых ресурсов, является одним из наиболее актуальных вопросов не только для научного исследования, но и для принятия стратегических социально-экономических и политических решений. Анализ причин и последствий изменений направления международного движения капитала помогает создать общее понимание «природы» современных финансово-экономических кризисов (в том числе глобальных и региональных), а также разработать научно обоснованные рекомендации для снижения вероятности их возникновения, системы «быстрого реагирования» на внешние шоки и разработки программы финансовых реформ на всех системных уровнях.

В рамках вышеизложенной тематики самым противоречивым и комплексным представляется феномен «внезапной остановки» потоков капитала (англ. *sudden stop*). Данный термин широко используется как в научной литературе, так и, например, в программных документах «Большой двадцатки» (G20 Action Plan to Support the Development of Local Currency Bond Markets. G20 Finance Ministers and Central Bank Governors, 2011, October 15, p. 10). Однако проведенный нами обзор исследовательских работ по анализируемой проблематике позволил установить, что до настоящего времени не существует единого согласованного подхода ни к определению явления *sudden stop*, ни к его идентификации и измерению количественных характеристик, ни к выработке универсального алгоритма эффективного противодействия его негативным последствиям.

Термин «внезапная остановка» применительно к движению финансовых потоков введен Р. Дорнбушем, И. Голдфаджном и Р. Вальдесом и был заимствован из старинной поговорки банкиров, согласно которой «убивает не скорость, а резкое прекращение движения» (дословно с англ. *It is not speed that kills, it is the sudden stop*. См.: Dornbusch R., Goldfajn I., Valdés R. O. Currency Crises and Collapses. *Brookings Papers on Economic*

*Activity*, 1995, no. 2, pp. 219–293). В своей работе 1995 г. они проанализировали кризисные явления в Чили (1978–1982), Мексике (1978–1982 и 1990–1994), Финляндии (1988–1992); между этими эпизодами было обнаружено немало схожих свойств, включая «случайные шоки», прервавшие краткосрочное финансирование, и попадание стран в ловушку *sudden stop* [1, p. 245]. При этом следует отметить, что понятие «внезапная остановка» возникло раньше самого термина: к примеру, Г. Кальво в работе 1988 г. анализирует причины возникновения данного явления без четко обозначенного названия (см. Calvo G.A. Servicing the Public Debt: The Role of Expectations. *American Economic Review*, 1988 September, no. 78, issue 4, pp. 647–661).

Далее мы приведем различные подходы, отражающие развитие экономической мысли относительно проблематики *sudden stop*, и основные разночтения, возникающие в ходе исследования данного процесса, а именно:

1) **смысловое расхождение.** В ряде работ «внезапная остановка» движения финансовых ресурсов представлена как событие, отождествляемое с «существенным снижением притока международного капитала» и имеющее предпосылки к системному характеру [2, p. 1–2]. С. Классенс и М. Коуз в исследовании 2013 г. вслед за К. Рейнхарт и К. Рогоффом трактуют *sudden stop* как один из типов финансовых кризисов, который наряду с валютным кризисом подлежит прямой количественной оценке. Более того, в приведенном исследовании ставится знак равенства между «внезапной остановкой» и кризисом финансового счета платежного баланса (или кризисом платежного баланса) [3, p. 11–12]. В некоторых работах наблюдается противоречивое сочетание определений: «внезапная остановка» потоков капитала представляется то в качестве одного из типов кризисов, то в форме отдельного события, отличного от финансовых коллапсов [4, p. 8, 15];

2) **идентификационные расхождения.** Для удобства анализа условно разделим исследования по данной проблематике на три группы. К пер-

вому блоку принадлежат работы 1990-х и 2000-х годов, в которых возникновение и длительность *sudden stop* оцениваются через наличие и глубину резкого изменения чистых финансовых потоков [5, р. 7–33; 6, р. 7–28; 7, р. 227–241]. Основным анализируемым показателем является сальдо финансового счета национального платежного баланса, соотнесенное преимущественно с ВВП. При этом пороговые значения и/или дополнительно накладываемые ограничения (к примеру, количественные — на изменение реального ВВП на душу населения, качественные — обязательное условие значительного предварительного притока капитала в страну по С. Эдвардсу [8, р. 6–33]) существенно разнятся. Ко второй группе работ отнесены исследования, в которых в роли базового показателя-идентификатора *sudden stop* выступает любой индекс (или комбинация индексов), не входящий в состав финансового счета платежного баланса. Например, в качестве критерия «внезапной остановки» капитала рассматривается резкое существенное изменение в динамике сальдо счета текущих операций страны и одновременное возникновение негативного события, такого как валютный кризис [9, р. 225–248; 10, р. 2–28]. Наконец, в третий блок исследований включаются работы, в которых применяется сочетание различных подходов к обнаружению *sudden stop* [11, р. 310–318; 12, р. 2–28]. Например, предлагается анализировать динамику не только чистых, но и валовых финансовых потоков, а также перекрестного движения финансовых ресурсов; таким образом, в рамках анализируемого явления выделяется семь разновидностей *sudden stop* [12], а именно:

- внезапное начало валового оттока капитала (или в оригинальном авторском определении

*capital flight*, дословно с англ. — «бегство капитала»);

- внезапное окончание валового притока капитала;
- два вышеперечисленных процесса без резкого изменения чистых потоков капитала (самый маловероятный процесс);
- два вышеперечисленных процесса при наличии резкого изменения чистых потоков капитала;
- только резкое изменение чистых потоков капитала;
- внезапное начало валового оттока капитала при наличии резкого изменения чистых потоков капитала;
- внезапное окончание валового притока капитала при наличии резкого изменения чистых потоков капитала.

При этом, как уже отмечалось ранее, *sudden stop* может и предшествовать таким финансовым кризисам, как банковский, долговой и валютный, и сопровождаться одним или несколькими из них. Таким образом, для исследователя не теряет своей актуальности проблема определения соответствующих причинно-следственных связей между кризисными событиями. В *табл. 1* представлено количественное соотношение эпизодов «внезапной остановки» финансовых потоков, являющихся отдельным процессом и встроенных в «пучок» финансовых кризисов, за 1880–1913 и 1980–1997 гг., отражающих действие различных «волн» финансовой глобализации.

Если в первый период соотношение между двумя группами эпизодов *sudden stop* практически 50/50, то в начале современной эпохи финансовой глобализации комплексные процессы с финансовыми кризисами многократно превышают отдельные

Таблица 1

Статистика «внезапной остановки» потоков капитала

Качественная характеристика эпизодов	Финансовая глобализация первой «волны» 1880–1913 гг.		Финансовая глобализация второй «волны» 1980–1997 гг.	
	эпизодов за период, %	средние потери ВВП, %	эпизодов за период, %	средние потери ВВП, %
«Внезапная остановка» как отдельный процесс	55	–0,3	7	–0,44
«Внезапная остановка» с финансовыми кризисами	45	–4,0	93	–6,3

Источник: [4].

события «внезапной остановки» капитала как по количеству эпизодов, так и по объему издержек;

3) **инициативное расхождение.** По вопросу о том, какие субъекты хозяйственной деятельности являются инициаторами *sudden stop*, в научной литературе также нет однозначного ответа. Ряд исследователей полагают, что «внезапная остановка» потоков капитала вызвана преимущественно активностью иностранных инвесторов [2, р. 1–2; 8, р. 6–33]. Существует и иная точка зрения, представленная в более поздних исследованиях 2015 г.: отечественные инвесторы также оказывают значительное воздействие на активизацию процессов *sudden stop*, в частности могут спровоцировать негативный для той или иной страны внутренний процесс «бегства капитала» [12, р. 48–51];

4) **географическое расхождение.** Многие научные работы посвящены исследованию эпизодов «внезапной остановки» капитала главным образом в развивающихся странах и государствах с формирующимся рынком. Эти группы стран нередко отмечены как наиболее подверженные *sudden stop* [2]. Однако в ряде исследований подчеркивается, что данная проблематика актуальна для всех государств с различными уровнями финансово-экономического развития на каждом этапе финансовой глобализации. К примеру, за период 1880–1915 гг. «внезапные остановки» потоков капитала наблюдались в Дании (дважды), Финляндии (трижды), Аргентине (два события), Бразилии, Италии, США (три события), Австралии, Канаде, Чили (трижды), Испании (два события), Швеции (дважды), Норвегии [4].

Согласно данным *табл. 2*, за 1980–2000-е годы из 285 проанализированных эпизодов *sudden stop* 69% приходится на развитые страны и 31% — на остальные группы государств. Однако число со-

бытий «внезапной остановки», приходящихся на острую фазу глобального финансово-экономического кризиса, в процентах к общему количеству эпизодов для каждой категории стран оказывается выше для развивающихся государств и стран с формирующимся рынком.

На основе обзора большинства исследовательских работ по анализируемой проблематике представляется, что феномен «внезапной остановки» в основном локализован и характерен для национального уровня экономики. Однако, согласно выводам Мирового банка, существуют взаимосвязанные в рамках мировой финансовой системы процессы или так называемые системные «внезапные остановки» потоков капитала (от англ. *systemic sudden stops*). Подобные системные события уже наблюдались в 1997–1999 гг. (сопряженные с азиатским и российским кризисами), 2008–2009 гг. (острая фаза глобального финансово-экономического кризиса), 2011–2012 гг. (кризис в Еврозоне) и 2013–2014 гг. (отмена количественных «смягчений» Федеральной резервной системой США, кризисный эпизод на Кипре) [13, р. 1–2, 6–7].

При этом, на наш взгляд, остается без ответа вопрос о том, имеет ли «внезапная остановка» глобальное измерение или, другими словами, при каких условиях возможен глобальный *sudden stop* и наблюдался ли подобный общесистемный феномен в 2008–2009 гг.

Несмотря на наличие существенных теоретических расхождений относительно основных характеристик «внезапной остановки» финансовых потоков, проанализированные научные работы объединяют три важных вывода:

1) национальные экономики с развивающимися и формирующимися рынками являются наиболее уязвимыми для *sudden stop*. Вероятность возникно-

Таблица 2

**Эпизоды «внезапной остановки» потоков капитала за период 1980–2012 гг.**

География	Общее количество эпизодов	Количество эпизодов за 2008–2009 гг.	Количество эпизодов за 2008–2009 гг., %
Итого по группам стран	285	40	14,0
Развитые страны	197	24	12,2
Развивающиеся страны и страны с формирующимся рынком	88	16	18,2

*Примечание.* Выборка из 63 стран (31 развитое и 32 развивающихся государства и страны с формирующимся рынком).

*Источник:* [12].

вения и негативные эффекты от данного финансового феномена оказываются максимальными в тех странах, для которых одновременно выполняется несколько следующих условий: высокая степень финансовой открытости, низкий уровень диверсификации экономики, высокий показатель долларизации и обязательств в иностранной валюте, значительное расхождение в доходах между различными группами населения [3, 4]. При этом «внезапная остановка» может быть вызвана как внешними (например, глобальные «шоки» в странах Латинской Америки и Азии в 1990-х годах и Центрально-Восточной Европы в 2000-х годах), так и внутренними причинами (такими как кризис государственного управления) [2];

2) характеристики механизмов развития *sudden stop*. Четко выделяются следующие три «канала», по которым главным образом распространяется негативное воздействие «внезапной остановки» потоков капитала на национальную экономику: а) происходит существенное сокращение объемов внешнего финансирования, вызывающее резкое снижение импорта; б) стремительно уменьшается возможность использовать заемные средства для субъектов хозяйственной деятельности, отягощенных внешней долговой нагрузкой; в) повышается вероятность возникновения финансовых кризисов. При этом негативное влияние «внезапной остановки», расходясь по финансовому сектору национальной экономики в указанных трех направлениях (либо действуя по одному или двум каналам), как правило, концентрируется и достигает максимального эффекта в одной или двух «точках»: производственной, т.е. наносит удар по выпуску (см. табл. 1), и валютной (реальная девальвация в условиях ужесточения финансовых ограничений, за которой, согласно теоретическим прогнозам, через 3–6 месяцев может последовать либо увеличение инфляции и депрессия национальной экономики, либо улучшение текущего баланса при эластичном по цене спросе на экспорт и жесткой денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политике) [12];

3) меры по снижению вероятности возникновения *sudden stop* в основном связаны с совершенствованием институтов и программ денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политики. План по сокращению и/или нивелированию негативных последствий от «внезапной остановки» потоков капитала окажется успешным, если первые эффекты будут абсорбированы на стадии их распростране-

ния по трем перечисленным выше каналам, и может включать следующие меры [2, 4]:

- традиционные — к примеру, управление международными резервами, увеличение налогов в краткосрочной перспективе *только* при двух условиях: снижении уровня государственных расходов и обязательствах государства смягчить фискальную политику после преодоления *sudden stop* (вероятная проблема эффективности действий — повышенная зависимость от вышеперечисленных обязательных условий);

- специфические — меры по контролю за оттоком капитала (пример Малайзии 1999 г.), «социализация» частных долгов (пример Чили 1982–1983 гг.), контроль за распределением банковских кредитов по примеру Бразилии 2002 г. (возможный «провал» подобной практики — «войны на истощение» финансовых ресурсов между различными группами субъектов хозяйственной деятельности);

- глобальные — в рамках инициатив «Большой двадцатки» (реформы глобальных и национальных системно значимых финансовых посредников, борьба с налоговыми убежищами и офшорами, развитие внутренних рынков облигаций и т.п.), кредитная помощь международных валютно-финансовых организаций (предположительно возникновение трудностей вследствие незрелости финансовых институтов и неблагоприятного инвестиционного климата).

При всей противоречивости теоретических подходов к изучению *sudden stop* это финансовое явление подлежит прогнозному оцениванию. Согласно глобальному обзору Мирового банка, в 2016 г. сохраняется высокая вероятность возникновения «внезапной остановки» финансовых потоков для стран с развивающимися и формирующимися рынками. Приведенный прогноз основывается на том, что в современных условиях отмечается замедление скорости потоков капитала главным образом в результате неблагоприятного сочетания сильных глобальных «выталкивающих» (от англ. *push*) и слабых внутренних «притягивающих» (от англ. *pull*) факторов, а также концентрации в странах с развивающимися и формирующимися рынками эффектов от негативных неожиданных финансовых колебаний в объеме  $\frac{3}{4}$  от всех зафиксированных эпизодов [13, р. 1–2, 6–7].

Исходя из приведенного выше обзора научных работ и прогнозов по проблематике *sudden*

stop, мы сформулировали авторское определение и провели комплексный аналитический и статистико-идентификационный анализ данного финансового явления для РФ в период 1994–2015 гг. и мировой финансовой системы за 1997–2010 гг. с целью обозначить степень актуальности и осо-

бенности идентификации и нивелирования «внезапной остановки» для российского финансового сектора, выявить условия и наличие прецедентов глобального феномена *sudden stop*.

По сути «внезапная остановка» близка к финансовому «пузырю», и на практике на ранней стадии

Таблица 3

**Сравнительный анализ эффектов международного движения капитала в мировой финансовой системе в период 1980–2016-х годов**

Эффект	Время		Пространство	Движение	Качество
	предпосылки	длительность			
Эффект перелива	Постоянная длительность		Межуровневый (3): финансовые рынки	Первичный. Непрерывный	Позитивный / негативный ожидаемый
Эффект перетекания	Постоянная длительность		Межуровневый (3): финансовые рынки → реальный сектор	Первичный. Непрерывный	Позитивный / негативный ожидаемый
Побочный эффект	Момент $t - 1$ (возникновение финансовых проблем)	Лагированная цепная передача	Локальный (группа стран, регион): финансово-экономический	Вторичный прерывный	Негативный ожидаемый
Эффект «заражения»	Момент $t - 1$ (возникновение финансовых проблем)	Мгновенная цепная передача	Межуровневый (3): финансово-экономический	Вторичный прерывный	Негативный неожиданный
Эффект финансового «пузыря»	15–40 мес.* («надувание»)	Резкое «схлопывание»	Локальный (страна, группа стран, регион): финансовые рынки, рынки реального актива/ глобальный: финансовые рынки	Вторичный прерывный	Негативный неожиданный
Эффект «внезапной остановки»	Момент $t - 1$ (приток капитала)	Резкая остановка притока капитала / резкое изменение направления финансовых потоков	Локальный (страна, группа стран, регион): финансово-торговый	Вторичный прерывный	Негативный неожиданный

\*Интервал указан на основании работы: Киндлбергер Ч., Алибер Р. Мировые финансовые кризисы: мании, паники и крахи. СПб.: Питер, 2010. С. 53–59.

Примечание: межуровневый (3) охватывает три уровня (глобальный, региональный, национальный).

Источник: авторские построения на основе результатов исследований: Архипова В.В. Глобальный финансовый «пузырь»: области возникновения, география, каналы распространения // Экономические науки. 2014. № 4 (113). С. 143–153; Архипова В.В. Глобальный финансовый «пузырь» как феномен эпохи финансовой глобализации // Инновации и инвестиции. 2014. № 5. С. 74–84.

довольно непросто выявить реальную «природу» возникающего эффекта. Финансовое «заражение» и побочный эффект по своему содержанию являются «переносчиками» конечного негативного «продукта» (финансового кризиса, банковских балансовых и забалансовых проблем и т.п.).

В целях идентификации эффектов «внезапной остановки» для отечественной экономики были исследованы динамика сальдо финансового и текущего счетов платежного баланса, а также изменение национального ВВП РФ в постоянных ценах (рис. 1 и расчеты автора). Оказалось, что анализируемые данные платежного баланса полностью отражают наличие эффекта *sudden stop* главным образом только в конце 1990-х годов. При этом, согласно статистике, счет текущих операций и ВВП изменили свое поведение гораздо раньше (в 1997 и 1998 гг. соответственно), чем сальдо финансового счета [«внезапная остановка» наблюдалась в среднесрочном периоде в течение 1999–2000 гг. (рассчитано по данным платежного баланса Российской Федерации по методологии РПБб. World Development Indicators. World Bank Data By Country. URL: <http://www.cbr.ru/statistics/?PrId=svs>, <http://data.worldbank.org/country/russian-federation>).

Если оценивать резкое изменение динамики сальдо текущего счета как идентификатор «внезапной остановки» потоков капитала (равно как

и смену тренда сальдо финансового счета), то в 1998–1999 гг. произошел двойной эффект *sudden stop*. Если ассоциировать его с «инверсией сальдо счета текущих операций» (от англ. *current account reversal*), то «внезапная остановка» потоков капитала в этом случае является процессом второстепенным. Национальный ВВП как показатель, отображающий негативные последствия «внезапной остановки», указывает за анализируемый период времени не на один (как идентификаторы платежного баланса), а на три потенциальных эпизода *sudden stop* с эффектами в 1998, 2009 и 2015 гг. (см. рис. 1).

Если мы сфокусируемся на периоде 2000-х годов и «освободим» чистые финансовые потоки от компоненты резервных активов, то сразу сможем наблюдать максимальный эффект *sudden stop*, происходящий на 2008 г. (см. рис. 2). «Вклад» банков в общий объем чистого вывоза капитала частным сектором составил 63,2% (рассчитано по данным ЦБ РФ). URL: <http://www.cbr.ru/statistics/?PrId=svs> (дата обращения: 10.05.2016). При этом отметим, что «внезапная остановка» может действовать в единой «связке» с негативными эффектом перелива (дословно от англ. *spillover effect*), как раз усилившимся в 2014 г., и «заражения» (дословно от англ. *contagion effect*) (см. табл. 3 и [13, р. 3]). В проведенном нами обзоре научных работ по проблематике измерения *sudden stop* аналогичная

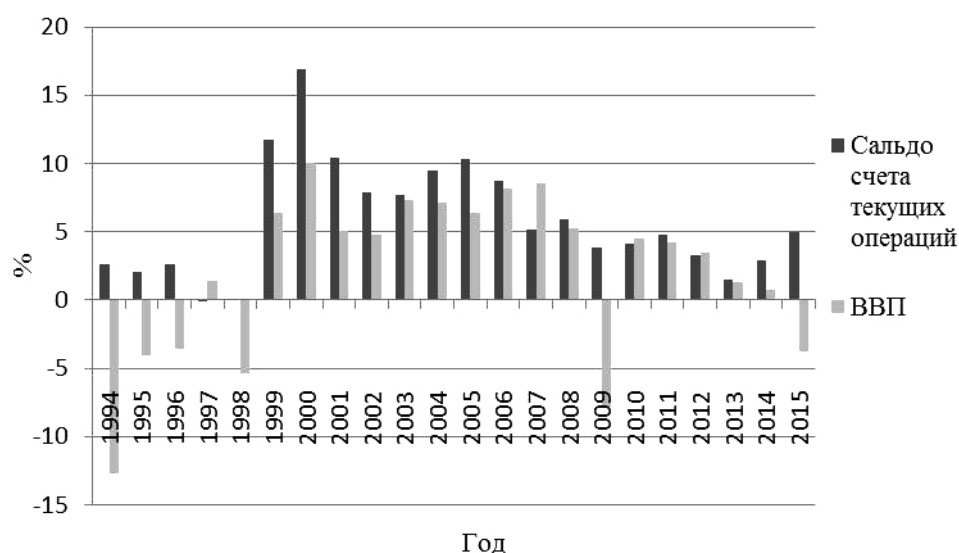


Рис. 1. Сальдо счета текущих операций (% к ВВП) и ВВП России в постоянных ценах с 1994 по 2015 г. (% изменение)

Источник: World Economic Outlook Database. International Monetary Fund. April 2016. URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/01/weodata/weoselser.aspx?c=922&t=1>.

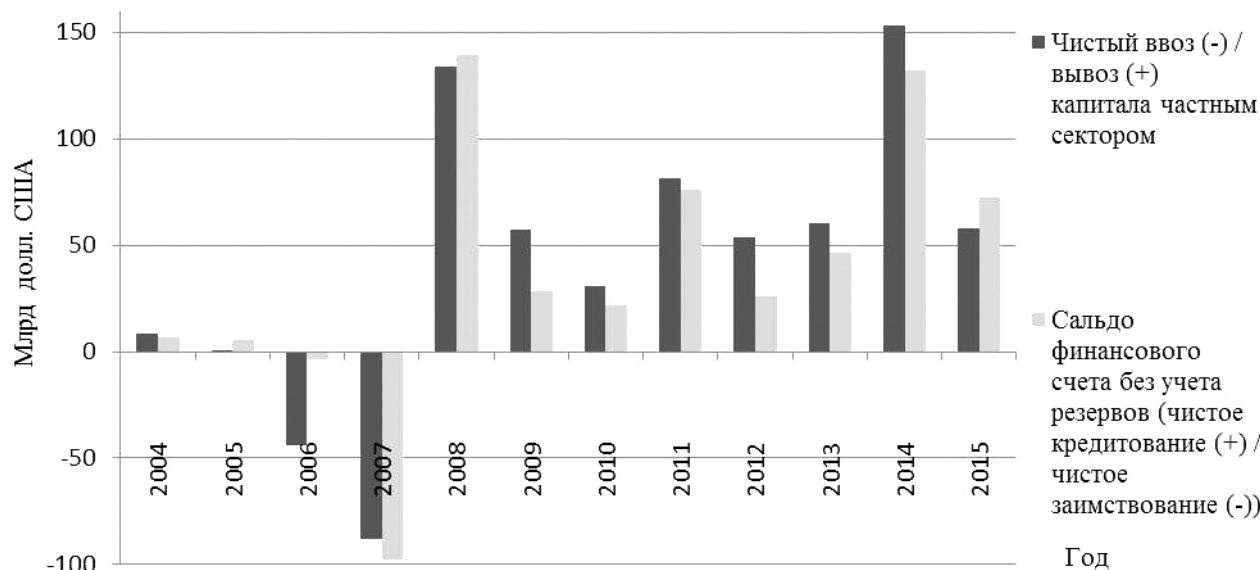


Рис. 2. Динамика потоков капитала, фиксируемых группой статей платежного баланса России с 2004 по 2015 г., млрд долл. США

Источник: данные платежного баланса Российской Федерации по методологии РПБ6. URL: <http://www.cbr.ru/statistics/?PrId=svs>.

методология «очистки» данных использовалась довольно редко [7].

В ходе исследования встает еще один важный вопрос о том, какие виды инвестиционных потоков, попадающих в российскую экономику, в наибольшей степени подвержены «внезапной остановке». На рис. 3 иллюстрируется поведение чистых финансовых потоков четырех типов: прямые иностранные, портфельные, прочие инвестиции и производные финансовые инструменты. Для периода 2007–2008 гг. реакция категории «прочие инвестиции» отечественного платежного баланса оказывается максимальной. В целом наш вывод согласуется с результатами, полученными в исследовании 2015 г., авторы которого обратились к дифференцированному анализу инвестиционных потоков для различных групп стран при изучении проблематики *sudden stop* [12, р. 64].

Однако в нашем случае портфельные инвестиции также заслуживают пристального внимания, поскольку они, хотя и в значительно меньших объемах, но все-таки раньше по времени «откликнулись» на назревавшие негативные глобальные события (см. период 2006–2008 гг. на рис. 3). Более того, именно портфельные инвестиции отражают резкую смену направления инвестиционных потоков в интервале 2012–2014 гг., т.е. именно тогда, когда уже в краткосрочной перспективе ожидалось позитивные изменения, связанные с финан-

совой реформой — либерализацией внутреннего рынка облигаций. Как уже отмечалось выше, подобная реформа входит в круг мер, призванных снизить вероятность и обезопасить страну от возникновения *sudden stop*. Однако негативные тенденции (в том числе внешние, такие как падение цен на нефть и комплексные финансовые санкции, введенные в отношении России в 2014 г.) максимально сократили положительный эффект от указанной реформы.

Таким образом, с середины 1995 г. по настоящее время нам удалось выявить три эпизода «внезапной остановки» для России: в 1998–2000, 2008–2009 и 2013–2015 гг. Все эти эффекты *sudden stop* соответствуют теоретической схеме их распространения и влияния на национальную экономику. Конечные негативные «продукты» — резкое сокращение ВВП (см. рис. 1) и обесценение стоимости национальной валюты (например, 2014–2015 гг.); по сути, их возникновение свидетельствует о неэффективности применяемых тогда мер национальной монетарной и фискальной политики. Подчеркнем также, что выделенные нами эпизоды «внезапной остановки» для отечественной экономики совпадают по времени и/или встроены в системные эффекты *sudden stop*, которые охватывали одновременно или последовательно несколько стран (см. результаты исследования Мирового банка, приведенные выше).



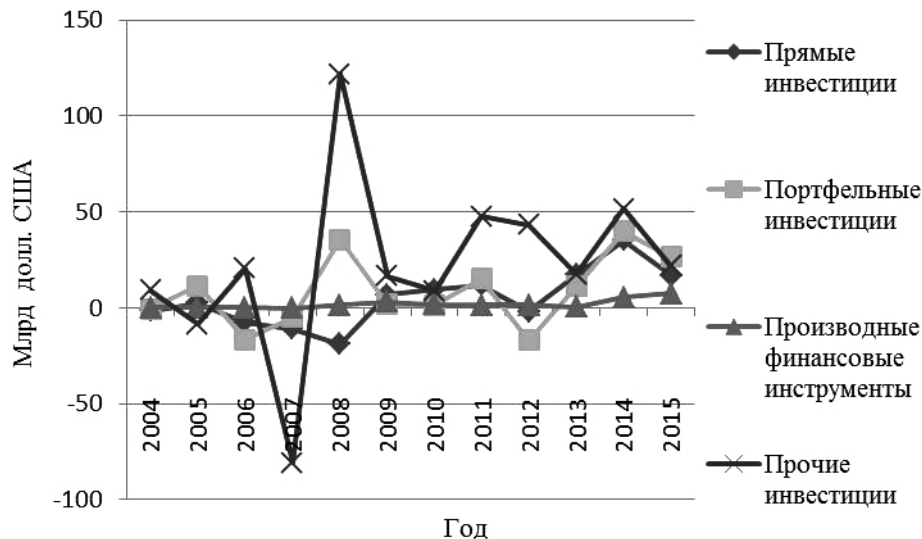


Рис. 3. Чистые инвестиционные потоки для российской экономики с 2004 по 2014 г., млрд долл. США

Источник: данные платежного баланса Российской Федерации, по методологии ППБ6. URL: <http://www.cbr.ru/statistics/?PrtId=svs>.

Встает вопрос: что есть «внезапная остановка» потоков капитала в глобальном общесистемном масштабе? Глобальная «внезапная остановка» в нашей терминологии представляет собой резкое прерывание движения финансовых ресурсов между глобальными финансовыми рынками (валюты, банковских услуг, ценных бумаг и производных финансовых инструментов) и на их площадках, «замыкание» капитала в рамках национальных границ. Однако данный процесс по своему определению неизбежно влечет разрушение мировой финансовой системы (необратимые процессы финансовой деглобализации). Фиксировался ли эффект глобального *sudden stop* в течение 1990–2000-х годов и можно ли поставить знак равенства между этим понятием и системным глобальным финансово-экономическим кризисом? Для ответа на поставленный вопрос достаточно просто обратиться к динамике чистых инвестиционных потоков (по совокупным данным платежных балансов) за анализируемый период времени для развитых государств, с одной стороны, и группы стран с развивающимися и формирующимися рынками, с другой (рис. 4–5).

Для первой группы наиболее стабильными являются потоки портфельных и прямых иностранных инвестиций, для второй — только прямые иностранные инвестиции (ПИИ). Эффекты перелива/перетекания (см. табл. 3) и выделенные виды инвестиций сохранили системную целостность и обеспечили непрерывность финансовых

потоков в 2008–2009 гг. и поддержание активности глобальных финансовых рынков.

На основе проведенного исследования можно сделать следующие выводы.

1. В современных условиях финансовой глобализации участились эпизоды комплексных множественных «внезапных остановок» финансовых потоков, которые создают дополнительные угрозы для стабилизации развития мировой финансовой системы и имеют негативные последствия для регионального валютно-финансового сотрудничества, а также всех типов национальных экономик. Наиболее уязвимыми для *sudden stop* оказываются страны с развивающимися и формирующимися рынками.

2. Необходима разработка единого определения и универсального алгоритма идентификации эффекта *sudden stop* для каждой группы стран, поскольку от качества трактовки данного финансового явления и методологии измерения зависит вывод о его наличии/отсутствии и принятии/отклонении программы своевременного противодействия. На наш взгляд, *sudden stop* представляет собой одну из разновидностей негативных финансовых эффектов (наряду с эффектами перелива, «заражения», «пузыря»), который может как предшествовать, так и сопровождаться различного рода финансовыми кризисами. Обязательное условие для возникновения локального эффекта *sudden stop* — это непосредственно предшествующий ему резкий и существенный приток капитала в страну (группу государств, регион) в краткосрочном пе-

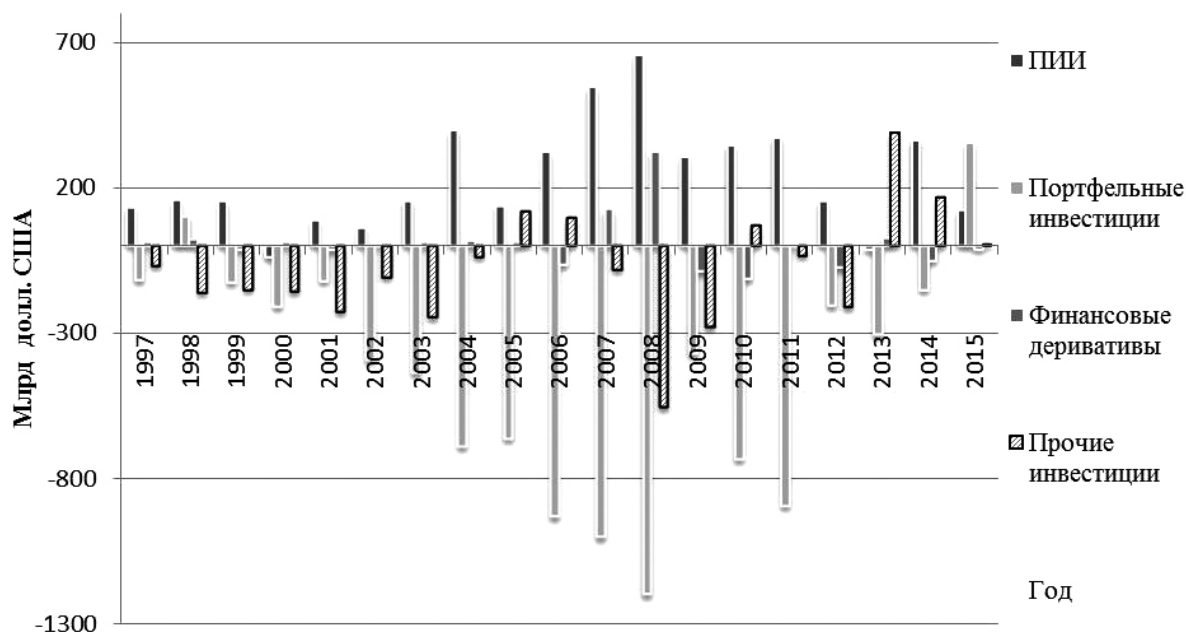


Рис. 4. Чистые инвестиционные потоки для развитых стран с 1997 по 2013 г., млрд долл. США

Источник: World Economic Outlook Database. International Monetary Fund. April 2016. Available at: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/01/weodata/weoselagr.aspx>.

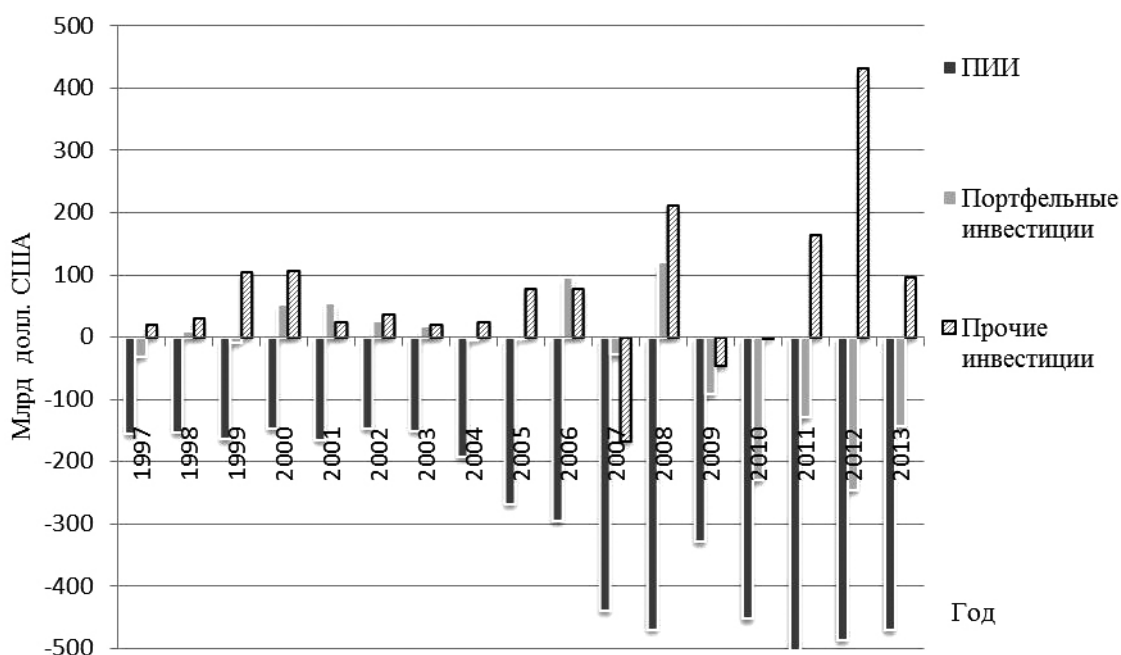


Рис. 5. Чистые инвестиционные потоки для стран с развивающимися и формирующимися рынками с 1997 по 2013 г., млрд долл. США

Источник: World Economic Outlook Database. International Monetary Fund. April 2016. Available at: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/01/weodata/weoselagr.aspx>.

риоде. В силу сложности и системности «внезапных остановок» целесообразно применять комплексный подход на базе всестороннего анализа показателей платежного баланса (с учетом дифференциации ин-

вестиционных потоков, что существенно расширяет классификацию видов данного явления и помогает четко определить проблемные и уязвимые зоны для национального финансового сектора).

3. В связи с системностью *sudden stop* на глобальном и региональном уровнях необходимо создание комплексного плана по разработке механизмов мониторинга и межнационального регулирования потоков капитала в целях снижения вероятности возникновения этого финансового феномена и сокращению/нивелированию последствий на основе единой методики его определения и измерения; кроме того, необходимы меры своевременного реагирования в рамках национальной стратегии экономической безопасности с учетом международного опыта.

4. Проблематика «внезапной остановки» потоков капитала весьма актуальна для РФ. За период 1994–2016 гг. российская экономика трижды испытывала негативное воздействие системного эффекта *sudden stop*: в 1998–2000, 2008–2009 и 2013–2015 гг. Наиболее подвержены «внезапным остановкам» такие разновидности финансовых потоков, как «портфельные инвестиции» и «прочие инвестиции». Методология идентификации эффекта *sudden stop* для финансового сектора отечественной экономики должна включать процедуру «очистки» финансового счета платежного

баланса от резервных активов для повышения качества исследования.

5. В средне- и долгосрочной перспективе для России сохраняется высокая вероятность возникновения «внезапной остановки» вследствие: а) попадания страны в категорию наиболее уязвимых государств в силу особенностей финансово-экономического развития (например, наличия высокой степени долларизации, низкого уровня диверсификации и т.п.); б) сохраняющейся нестабильности на глобальных финансовых рынках; в) влияния внешнего «шока» с 2014 г. — комплексного финансового санкционного режима.

6. Снизить негативное влияние «внезапной остановки» на национальном уровне легче (благодаря международному опыту), чем устранить предпосылки к ее возникновению, что требует коренных внутристрановых экономических реформ.

7. Исходя из заинтересованности в решении проблемы *sudden stop*, РФ имеет возможность выступить с реформаторской инициативой на глобальном (в рамках «Большой двадцатки») и региональном (например, в формате БРИКС) уровнях.

#### ЛИТЕРАТУРА/REFERENCES

1. Dornbusch R., Goldfajn I., Valdés R. O. Currency Crises and Collapses. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1995, no. 2, pp. 219–293.
2. Calvo G. A. Explaining Sudden Stop, Growth Collapse, and BOP Crisis: The Case of Distortionary Output Taxes. *International Monetary Fund*, 2003, IMF Staff Papers, vol. 50, special issue, 20 p.
3. Claessens S., Kose M. A. Financial Crises: Explanations, Types, and Implications *International Monetary Fund*, January 2013, IMF Working Paper WP/13/28, 65 p.
4. Bordo M. D. Sudden Stops, Financial Crises and Original Sin in Emerging Countries: Deja Vu? *National Bureau of Economic Research*, July 2006, NBER Working Paper 12393, 35 p.
5. Calvo G. A., Izquierdo A., Mejia L.-F. On the empirics of sudden stops: the relevance of balance-sheet effects. *National Bureau of Economic Research*, May 2004, NBER Working Paper 10520, 50 p.
6. Becker T., Mauro P. Output drops and the shocks that matter. *IMF Working Paper*, July 2006, WP/06/172, 41 p.
7. Bordo M., Cavallo A., Meissner C. Sudden stops: determinants and output effects in the first era of globalization, 1880–1913. *Journal of Development Economics*, 2010, vol. 91, no. 2, pp. 227–241.
8. Edwards S. Thirty years of current account imbalances, current account reversals and sudden stops. *National Bureau of Economic Research*, January 2004, NBER Working Paper 10276, 64 p.
9. Hutchison M., Noy I. Sudden stops and the Mexican wave: currency crises, capital flow reversals and output loss in emerging markets. *Journal of Development Economics*, 2006, vol. 79, pp. 225–248.
10. Komarek L., Melecky M. Currency crises, current account reversals and growth: the compounded effect for emerging markets. University of Warwick. 2005. Warwick Economics Research Paper Series no. 735, University of Warwick, 34 p.
11. Efremidze L., Schreyer S. M., Sula O. Sudden stops and currency crises. *Journal of Financial Economic Policy*, 2011, vol. 3, no. 4, pp. 304–321.
12. Cavallo E., Powell A., Pedemonte M., Tavella P. A New Taxonomy of Sudden Stops: Which Sudden Stops Should Countries Be Most Concerned About? *Journal of International Money and Finance*, 2015, no. 51, pp. 47–70.
13. Global Monthly. Development Economics Prospects. World Bank, November 2015. 10 p.