

УДК 339.727.2

Є. В. Степанюк, Національний банк України, м. Київ

ЛІБЕРАЛІЗАЦІЯ РАХУНКУ ОПЕРАЦІЙ З КАПІТАЛОМ ТА ПОРУШЕННЯ ФІНАНСОВОЇ СТАБІЛЬНОСТІ

У статті досліджено вплив процесів фінансової лібералізації на стан макроекономічної та фінансової стійкості, альтернативні позиції щодо використання інструментів контролю над капіталом з метою нейтралізації проциклічного впливу міжнародних потоків капіталу.

Ключові слова: лібералізація операцій з капіталом; країни, що розвиваються; потоки капіталу; валютна криза; контроль над потоками капіталу; перегрів економіки; РЕОК; економічний цикл.

Постановка проблеми. Процеси лібералізації умов проведення фінансових транзакцій, що прискорилися у 1970-х рр., зумовили стрімке зростання транснаціональних потоків капіталу. Теоретичні припущення про те, що вільний рух капіталу призводить до згладжування траєкторій доходів, споживання індивідуальних суб'єктів та держав після економічних шоків, частково входять у суперечність з емпіричним досвідом країн, що розвиваються. Так, значна кількість досліджень наголошує на тісному зв'язку між лібералізацією фінансової системи, економічними та фінансовими кризами, особливо в нових ринкових економіках. У свою чергу розвинені країни, наприклад, США, Великобританія, країни Скандинавії, також зазнали криз. Однак у порівнянні з країнами, що розвиваються, періодичність їх настання була низькою, а соціально-економічні втрати – відносно меншими.

Крім того, відновлення надходжень іноземного капіталу в Україну після фінансової кризи актуалізувало дискусії щодо їх впливу на стійкість макроекономічного розвитку та фінансову стабільність, а також ризику неврахування досвіду, набутого протягом 2005–2008 рр., що являв собою період накопичення фінансових дисбалансів в умовах припливу капіталу, що зрештою позначилося на глибині фінансової кризи. Залишається також відкритим питання використання інструментів контролю над капіталом, що теоретично мали б посилити стійкість внутрішнього ринку до мінливих екзогенних чинників.

Метою статті є аналіз академічних досліджень процесів та наслідків фінансової лібералізації у країнах, що розвиваються, взаємозв'язку між лібералізацією умов проведення капітальних операцій та показниками макроекономічної і фінансової стійкості, ідентифікація ключових ризиків, пов'язаних із припливом капіталу, та аналіз доцільності застосування інструментів з управління потоками капіталу.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Економісти впродовж тривалого часу дебатують з приводу впливу лібералізації фінансового рахунку на макроекономічний розвиток. Один з теоретичних підходів, що активно пропагувався у середині 1990-х років, ґрунтується на неокласичному припущенні щодо найкращого вибору (first-best)¹: вільний транскордонний рух капіталу стимулює більш ефективно розміщення ресурсів та сприяє підвищенню добробуту як позичальників, так і кредиторів, що відповідає концепції вільної торгівлі.

Альтернативний підхід ґрунтується на припущенні щодо наявності “другого кращого” (second-best) вибору: усунення одного з дисбалансів – обмежень на рух капіталу – за наявності інших дисбалансів, що, як правило, характеризує ринки країн, що розвиваються, не обов’язково сприяє підвищенню загального добробуту [24]. Така точка зору набула особливої ваги після спалаху Азійської кризи 1997–1998 рр., яка сфокусувала увагу на недосконалості та незадовільному функціонуванні національних фінансових ринків у країнах-реципієнтах, слабкому ризик-менеджменті у країнах-експортерах капіталу, що можуть ослаблювати стимул для проведення лібералізації фінансового рахунку.

Ідея обмеження мобільності капіталу як інструмент зменшення макроекономічної нестабільності має довгу історію. Жорсткі заборони та обмеження потоків капіталу були нормою у період Бреттон-Вудської системи та протягом тривалого часу після Другої Світової війни були офіційно санкціоновані більшістю урядів розвинених країн та МВФ. У період турбуленції на валютних ринках, що супроводжував широке запровадження плаваючих валютних курсів, Дж. Тобін (1978) переконував, що запровадження глобального податку на операції з валютою дозволить знизити дестабілізаційний вплив спекуляцій на міжнародних фінансових ринках [27]. Після європейської валютної кризи у 1992–1993 рр. Б. Ейченгрін та Ч. Віплош (1993) пропонували використати так званий податок Тобіна для знеохочення короткострокових спекулянтів “трати” проти основних валют [13]. За наслідками Азійської кризи 1997–1998 рр. П. Кругман (1998) запропонував обмежити потоки капіталу до країн, що розвиваються, незалежно від того, перебувають вони у рамках валютного союзу чи режиму вільного курсоутворення [18]. У подібному ключі Дж.Стігліц (2000) та Б. Ейченгрін (1999) аргументували, що за певних умов країни, що розвиваються, мають обмежувати потоки капіталу [12; 25].

Значна кількість наукових джерел, що аналізує прийнятну послідовність заходів з фінансової лібералізації, також припускає, що передчасна відмова від контролю над потоками капіталу може дестабілізувати

¹ Одним з головних припущень даного підходу є наявність досконалих ринків капіталу.

економіку. Р. МакКіннон (1973, 1993), наприклад, наполягає на тому, що послаблення контролю над фінансовими операціями має бути завершальним етапом у послідовності реформ: після лібералізації внутрішнього ринку, банківської реформи та лібералізації торгівлі [20; 21]. На його думку, швидкий приплив капіталу за офіційними чи приватними каналами спричинить реальну апреціацію валютного курсу, що в свою чергу ускладнить місцевим виробникам товарів, що торгуються, “привичаїтися до відсутності протекції”. Отже, “значна ін’єкція капіталу у період лібералізації сприятиме понаднормовому зростанню імпорту поряд зі зниженням експорту, що обумовить хибні довгострокові сигнали щодо цін приватних ринків” [21].

З іншого боку, контроль над потоками капіталу може мати також дестабілізаційний ефект. Обмеження на операції за фінансовим рахунком можуть призводити до чистого відтоку капіталу та посилювати ризик фінансової нестабільності. М. Дулі та П. Ісард (1980) відзначили, що заходи контролю, які запобігають виведенню інвесторами капіталу за межі країни, виступають як свідчення неможливості повернути інвестиції, тим самим зменшуючи схильність інвесторів інвестувати у країну [9]. Продовжуючи дану тезу, Л. Бартоліні та А. Дразен (1997) продемонстрували, що запровадження контролю над потоками капіталу може слугувати сигналом ринку щодо неконсистентної та погано спланованої майбутньої політики влади [2; 3].

Контроль над потоками капіталу може також виявитися неефективним та сприяти викривленню ринкових співвідношень. С. Едвардс (1999), наприклад, доводить, що юридичні обмеження руху капіталу часто доводять свою неефективність та можуть бути легко обійдені як резидентами, так і нерезидентами [11]. Він описує, як контроль над капіталом може призводити до економічних дисторцій та державної корупції, тим самим сприяючи економічній та фінансовій дестабілізації.

Р. Глік та М. Хатчінсон (2005) дослідили дані щодо 69 економік, що розвиваються за період 1975–1997 рр., що включає 160 епізодів валютних криз [14]. У результаті вони дійшли висновку, що обмеження на рух капіталу не дозволяють ефективно ізолювати економіки від валютних криз; більше того, країни, що характеризуються менш рестриктивною системою контролю капіталу та більш ліберальним режимом, виявилися менш вразливими до спекулятивних атак.

Табл. 1 відображає поширеність валютних криз та заходів з контролем над потоками капіталу у період 1975–1997 рр. за 5-річними інтервалами, за винятком 1995–1997 рр. У таблиці зазначена частота настання валютних криз та використання інструментів контролю над капіталом незалежно від інших умов. Кількість випадків криз та наявних контролюючих заходів поділено на загальну кількість спостережень. Кризи

були найменш поширені у період 1975 рр. (9,9 % в середньому) та найбільш поширені протягом 1985–1989 рр. (14,3 %). Поширеність обмежень на рух капіталу була високою протягом всього періоду спостережень, зростаючи з 1975 до 1989 р. та знизившись у 1990-х рр. Найбільшим запровадження подібних інструментів (в середньому 89,0 %) було у 1985–1989 рр., найменшим – у 1995–1997 рр. (76,4 %). Більшість заходів з контролю над капіталом було запроваджено у країнах, що розвиваються (83,4 % спостережень).

Таблиця 1

**Валютні кризи та заходи контролю над рухом капіталу,
безумовна частота**

Показник	1975–1997	1975–1979	1980–1984	1985–1989	1990–1994	1995–1997
Валютні кризи (кількість)	11,7 (160)	9,9 (26)	12 (34)	14,3 (43)	11,8 (38)	9,7 (19)
Заходи контролю над капіталом, % спостережень	83,8	79,4	84,2	89,0	86,6	76,2

Джерело: [14].

Табл. 2 відображає поширеність валютних криз залежно від наявності обмежень на рух капіталу в окремій країні. Парадоксальним висновком з наведених даних є те, що в країні з наявністю обмежень на рух капіталу характеризуються більшою вразливістю до валютних криз, ніж країни, що не використовують таких обмежень. Таким чином, у країнах, що обмежують потоки капіталу тривалість кризи покриває 12,7 % періоду, порівняно з 6,8 % у країнах, що не мають таких обмежень.

Такі результати дають можливість припустити, що заходи контролю над потоками капіталу можуть бути неефективними та посилювати імовірність настання валютної кризи (аналогічно до [2]).

Таблиця 2

**Валютні кризи
(частота, що залежить від контролю над потоками капіталу), %**

Показник	Так ^{а)}	Ні ^{б)}	χ^2 ^{в)}
Контроль протягом поточного року	12,7	6,8	6,11 **
Контроль протягом попереднього року	12,5	8	3,50 **

^{а)} кількість валютних криз у країнах з обмеженнями руху капіталу на кінець поточного (попереднього) року до загальної кількості контролюючих країн;

^{б)} кількість валютних криз у країнах, в яких відсутні обмеження на рух капіталу на кінець поточного (попереднього) року до загальної кількості таких країн;

^{в)} нульова гіпотеза незалежності між частотою валютних криз та заходами контролю над рухом капіталу, розподілено як χ^2 , ** та * передбачають відхилення нульової гіпотези з рівнем значущості 5 та 10 % відповідно.

Джерело: [14].

Ряд емпіричних досліджень присвячено досвіду управління потоками капіталу в окремих країнах, що розвиваються. Так, Г. Едісон та К. Рейнхарт (2001) дослідили перебіг валютних криз у Малайзії та Таїланді [10], Дж. Грегоріо та ін. (2000) у Чилі [15]. Відповідно до їх висновків роль інструментів контролю над потоками капіталу у протидії валютним кризам була незначною, принаймні за відсутності інших заходів економічної політики. Використовуючи різноманітні економетричні тести при дослідженні інструментів контролю, запроваджених у Чилі у 1980-х рр., С. Едвардс (1999) зазначає, що “відносно низький вплив ефекту поширення на Чилі (валютних криз 1990-х рр.) мав місце в результаті надійної системи банківського регулювання, аніж завдяки політиці контролю над капіталом” [11].

Інші наукові праці не дають чіткої відповіді про ефективність заходів з обмеження мобільності капіталу. Так, Л. Бартоліні та А. Дразен (1997), дослідивши велику кількість епізодів фінансової лібералізації, встановили, що спрощення обмежень на відтік капіталу часто являли собою початкові кроки у широкій системі реформ та призводили до значних надходжень іноземного капіталу [2]. Натомість В. Гріллі та Г. М. Мілесі-Ферретті (1995) на прикладі ряду розвинених країн та країн, що розвиваються, встановили, що контроль над потоками капіталу має значний негативний вплив на зовнішні запозичення, інтерпретували їх використання як інструментів посилення фінансового стримування в економіці [16]. Вони також встановили, що контроль над капіталом асоціюється з більш низькими внутрішніми процентними ставками, що відповідає припущенню про те, що він обмежує можливості міжнародного арбітражу на ринках активів.

Виклад основного матеріалу. Зацікавленість інвесторів у реалізації інвестицій у країнах, що розвиваються, призвела до зростання фінансової інтеграції, що є корисним як для окремих країн, так і для глобальної економіки в цілому. Фінансові потоки спроможні прискорити економічне зростання у країнах, що розвиваються, через фінансування інвестицій та споживання. Вони також знижують волатильність споживання через розширення можливостей диверсифікації ризиків та використання зовнішніх запозичень для компенсації тимчасового скорочення доходів. Втім, значний приплив капіталу може також передбачати надмірне зростання сукупного попиту та здійснювати дестабілізуючий вплив на фінансовий сектор. Крім того, мікроекономічні диспропорції можуть посилювати вплив потоків капіталу на економіку [19].

1. Перегрів економіки (*Overheating*). Стандартна модель відкритої економіки передбачає, що надходження капіталу призводять до надмірного збільшення сукупного попиту, що позначається на зростанні інфляційного тиску, апреціації реального ефективного обмінного курсу

(далі – РЕОК) та збільшенні дефіциту поточного рахунку. Відповідно за цією моделлю зниження світових процентних ставок призводить до прояву ефектів доходу та заміщення у країні, що є нетто-імпортером капіталу, стимулюючи зростання споживання та інвестицій разом зі зниженням заощаджень та погіршенням стану поточного рахунку. При цьому вплив даних процесів на інфляцію та РЕОК визначається головним чином режимом обмінного курсу та акумуляцією міжнародних резервів. На рис. 1 зображено динаміку РЕОК окремих країн Азії та Латинської Америки, що дозволяє виявити стійкий тиск на укріплення РЕОК під час епізодів сплеску надходжень капіталу до наведених країн (середина 1990-х та 2000-х рр.).

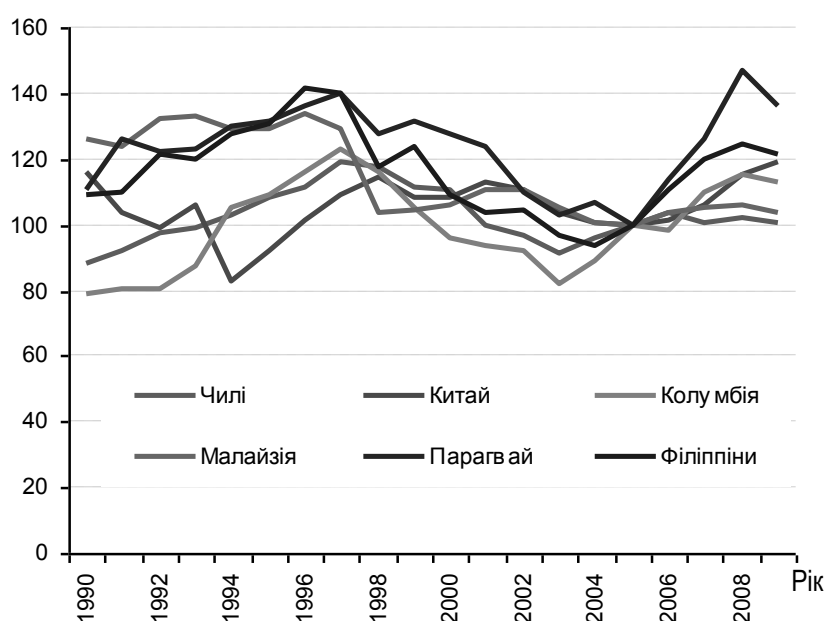


Рис. 1. Реальний ефективний обмінний курс країн Азії та Латинської Америки (на основі ІСЦ, 2005 = 100)

Джерело: IFS.

Як вже зазначалося, вплив потоків капіталу на монетарні показники залежить головним чином від режиму обмінного курсу. В умовах плаваючого курсоутворення позитивний шок рахунку операцій з капіталом не змінює обсягу міжнародних резервів та монетарних агрегатів, проте зумовлює апреціацію номінального обмінного курсу, що призводить до дефіциту поточного рахунку. У випадку фіксованого режиму обмінного курсу інтервенції органів грошово-кредитного регулювання, необхідні для підтримки валютного паритету, призводять до акумуляції міжнародних резервів, збільшення пропозиції грошей, зниження внутрішніх процентних ставок та зростання вартості внутрішніх активів. За проміжного режиму валютного курсу та недосконалої мобільності капіталу центральний банк утримує номінальний

обмінний курс, одночасно досягаючи цільового рівня монетарних агрегатів. У цьому контексті обсяг міжнародних резервів залежить від вибору політики: чим більш активним є процес акумуляції резервів, тим нижчий (вищий) тиск на номінальний обмінний курс (інфляцію).

2. Вплив потоків капіталу на фінансовий сектор. Потоки капіталу здійснюють вплив на фінансову систему, що виступає проміжною ланкою їх трансмісії. Слід виділити такі основні напрями їх впливу:

1. Зростання квазі-фіскального дефіциту в результаті політики стерилізації, що передбачає продаж внутрішніх облігацій із порівняно високою дохідністю та купівлю іноземної валюти із низькою дохідністю. Втрати країн Латинської Америки від таких операцій оцінюються в 0,25–0,5 % від ВВП на рік [17].
2. Вразливість фінансової системи може суттєво зрости на основі поглиблення розриву строковості активів та зобов'язань банків та погіршення якості позик. За винятком Аргентини, Чилі та Венесуели у 1990-х рр., співвідношення обсягу банківських позик приватному сектору до ВВП у більшості країн було вищим у період припливу капіталу, ніж у попередні періоди.
3. Вразливість фінансового сектора як результат кредитного буму посилювалася стрімким зростанням цін на активи, що відхиляються від фундаментально обґрунтованого рівня.

Якщо приплив капіталу супроводжується зростанням цін на активи, фінансовий сектор стає більш вразливим, оскільки заборгованість домогосподарств та споживання зростає з огляду на використання ними переоцінених активів в якості застав для отримання нових позик [6]. Слабкий ризик-менеджмент банків разом з недосконалою системою нагляду сприяє фінансуванню бумів споживання та спекулятивної діяльності, зокрема у будівництві та на ринку нерухомості. Внаслідок цього розміщення ресурсів стає неефективним, загрожуючи фінансовим крахом у випадку падіння цін на активи. Це зумовлює підвищення процентних ставок та дефолти переобтяжених боргами економічних агентів, вартість застави за позиками яких не покриватиме втрат банків.

3. Фактори, що поглиблюють економічні цикли (Boom-Bust Cycle). Пояснення причин глибокого спаду економічної активності за наслідками фінансової кризи є важливим питанням економічної науки. Можна виділити такі фактори, що посилюють циклічність економічного розвитку під впливом потоків капіталу.

1. Ставлення економічних агентів до реформ. Якщо програма реформ користується довірою економічних суб'єктів, вона генерує оптимістичні очікування щодо майбутнього доходу, що призводить до збільшення обсягів інвестування [4]. На початковому етапі зростання економіки та значний приплив іноземного капіталу підтверджує цей

оптимізм. Більше того, наявність системи страхування депозитів заохочує банки до переоцінки власних кредитних можливостей, надсилаючи корпоративному сектору та домогосподарствам помилково оптимістичні сигнали щодо успішності процесу реформ. Проте погіршення очікувань щодо довгострокових перспектив економічного розвитку спричиняє вплив капіталу, фінансову кризу та спрямовує економіку до рецесії. Події, що мали місце в Мексиці (1994) та Чилі (1978–1992) є прикладами вразливості країн перед “синдромом надмірних запозичень” (overborrowing) країн, що імплементують програми з лібералізації [22].

2. *Асиметрія інформації*. Неєфективність економічних відносин, що є наслідком асиметрії інформації, спричиняється поведінкою натовпу (herding behavior), негативним відбором (adverse selection) та моральним ризиком (moral hazard). Г. Кальво та Е. Мендоза (1997) стверджують, що глобалізація через розширення доступного інвесторам “меню активів” зменшує стимул до отримання інформації щодо індивідуальних активів, тим самим поглиблюючи проблему асиметрії інформації, що заохочує поведінку натовпу [7].

У банківському секторі проблема негативного вибору спостерігається, коли кредитор має неповну інформацію про стан позичальника. Зазвичай, кредитори надають позики із процентною ставкою, що відображає середню якість компаній, що звертаються за позикою. У результаті високоякісні позичальники не шукатимуть фінансування на ринку, тоді як низькоякісні намагатимуться отримати більше фінансування. Здійснюється фінансування великої кількості проектів із чистою приведеною вартістю, що не покриває альтернативної вартості фінансових ресурсів.

Моральний ризик виникає, якщо боржники мають стимул вдаватися до більш ризикованої поведінки на ринку. У результаті позичальник прагнучиме інвестувати в ті проекти, що матимуть максимальний дохід у разі своєї успішності, проте, якщо проект виявиться збитковим, основні втрати понесе кредитор. Виникає конфлікт інтересів власника капіталу та позичальника: кредитор не буде зацікавлений у наданні позик, що позначиться на низьких рівнях розподілу фінансових ресурсів та інвестицій [23].

Проблема негативного вибору та морального ризику може бути поширена на міжнародний рівень. М. Дулі (1997) зазначає про можливість існування конфлікту між прагненням уряду накопичувати валютні резерви та його бажанням гарантувати фінансові зобов'язання резидентів [8]. Доступність урядових гарантій збільшує ринкову дохідність емітованих резидентами зобов'язань, стимулюючи іноземних інвесторів

купувати дані фінансові інструменти. Спекулятивна атака на національну валюту здійснюється в момент, коли обсяг урядових резервів відповідає обсягу його гарантій. У цей період дохідність зобов'язань резидентів стає нижчою за ринкову, інвестори намагаються позбавитися від наявних активів, зменшуючи валютні резерви уряду.

3. Неадекватна система регулювання та нагляду фінансових інституцій. Як вже зазначалося, в рамках слабого регулювання та нагляду банки більш схильні до фінансування споживчих бумів та спекулятивної активності, що позначається на нераціональному використанні наявних ресурсів та фінансових потрясінь в разі зниження цін на активи [5].

4. Нерозвинені ринки капіталу. Як засвідчив досвід багатьох економік, що розвиваються, типовість структури інвестиційних портфелів іноземних інвесторів зумовила поширення шоків серед країн регіону, зважаючи на недостатній рівень розвитку їх фінансових ринків. Як наслідок, продаж активів однією групою інвесторів призвів до значного падіння цін на активи загалом на ринках, що розвиваються [1].

5. Жорсткі ціни та заробітні плати. Зокрема, у моделі Р. Дорнбуша (1976) ціни на національному рівні є змінними, процес адаптації яких до макроекономічних реалій відбувається повільно, тоді як зміна обмінного курсу відбувається миттєво у відповідь на появу нової інформації. Відповідно у процесі пристосування до неочікуваних змін у пропозиції грошей обмінний курс відхилятиметься від свого рівноважного рівня у короткостроковому періоді. Девальваційний стрибок національної валюти відбувається одночасно з падінням внутрішньої процентної ставки та стимулює внутрішній випуск, що запускає механізм відновлення цінової рівноваги. В альтернативному випадку жорсткість цін та заробітних плат за умов апреціації національної валюти може призводити до погіршення стану поточного рахунку, економічної рецесії та змін у режимі курсоутворення.

Чи є сенс запроваджувати контроль над капіталом? Інструменти контролю над потоками капіталу являють собою регулятивні чи податкові заходи, що ускладнюють чи збільшують вартість проведення транснаціональних фінансових транзакцій зазвичай через обмеження доступу резидентів до іноземної валюти. До кінця 1980-х рр. у багатьох країнах було проведено лібералізацію потоків капіталу з цілком прагматичних причин: технологічні інновації та нові фінансові інструменти значно спростили механізми обходження інструментів контролю, що було обґрунтованим в умовах загальної економічної нестабільності. До інших причин слід віднести зміщення акцентів у політиці в сторону більшого покладання на ринкові сили та зменшення ролі уряду в регулюванні економічної діяльності.

Серед основних переваг відкриття рахунку операцій з капіталом слід відзначити:

1. Стимулювання економічного зростання через зменшення ринкових деформацій та розширення доступу до іноземного фінансування.

Іноземні інвестиції були особливо важливими для країн, що розвиваються, оскільки значною мірою визначали прискорення економічної активності. Відповідно до А. Лопес-Мейа (1999) у 1996 р., напередодні Азійської кризи, потоки капіталу становили близько 4,5 % від ВВП в Азії та Латинській Америці, або 20 та 30 % від експорту відповідно [19].

2. Відкритий рахунок операцій з капіталом сприяє покращенню економічної активності в рамках бізнес-циклу шляхом заохочення більш пруденційної макроекономічної та фінансової політики, а також поліпшення доступу до джерел короткострокового фінансування.

Відповідальні за прийняття рішень особи у країнах з відкритим капітальним рахунком мають проводити пруденційну політику з огляду на те, що інвестори можуть швидко перемістити власні ресурси до інших країн, тоді як у країнах, в яких діють інструменти контролю, може мати місце менш пруденційна політика, оскільки інвестори не в змозі легко вилучити власні ресурси, принаймні у короткостроковому періоді. Це може бути поясненням того, що протягом 1980–1990-х рр. ряд країн, що лібералізували умови проведення операцій за фінансовим рахунком, одночасно знизили бюджетні дефіцити, суттєво зменшили темпи зростання грошових агрегатів та інфляції. Це також означає, що в рамках бізнес-циклу країни з відкритим фінансовим рахунком мають кращий доступ до іноземних кредитів, що в свою чергу передбачає більшу можливість стимулювання споживання та інвестицій у період рецесії.

Потенційні переваги у довгостроковому періоді від зняття обмежень на рух капіталу можуть бути певною мірою нейтралізовані втратами у короткостроковій перспективі, оскільки відкритість економіки збільшує вразливість країни до глобальних шоків або раптової зміни інвестиційних настроїв, а також циклічної складової динаміки потоків капіталу. Крім того, значна відкритість обмежує опції політичних рішень. Країна не може одночасно утримувати відкритий рахунок операцій з капіталом, фіксувати обмінний курс та проводити незалежну монетарну політику. Дане обмеження, відоме як “неможлива трійця” ускладнює проведення політики макроекономічної стабілізації. За наявності інструментів контролю над потоками капіталу центральний банк може здійснювати одночасне управління процентною ставкою та обмінним курсом за рахунок обмеження притоку капіталу, хоча це і передбачає втрати економічної продуктивності.

Висновки. Аналіз фундаментальних досліджень впливу лібералізації умов проведення операцій з капіталом виявив розбіжність думок академічних вчених та економістів-практиків щодо балансу втрат та вигод від застосування інструментів контролю над рухом капіталу.

Так, відповідно до неокласичного підходу вільний рух капіталу стимулює більш ефективне розміщення ресурсів та сприяє підвищенню добробуту як позичальників, так і кредиторів. Фінансові потоки спроможні прискорити економічне зростання у країнах, що розвиваються, через фінансування інвестицій та споживання. Вони також знижують волатильність споживання через розширення можливостей диверсифікації ризиків та використання зовнішніх запозичень для компенсації тимчасового скорочення доходів.

Водночас теоретичні припущення щодо спроможності вільного руху капіталу згладжувати траєкторії доходів та споживання індивідуальних суб'єктів та держав у період циклічних спадів частково входять у суперечність з емпіричним досвідом країн, що розвиваються. У ряді авторитетних досліджень наголошується на тісному зв'язку між лібералізацією фінансової системи та економічними та фінансовими кризами, особливо у нових ринкових економіках.

Альтернативний підхід спирається на припущення, що наявність обмежень на рух капіталу обґрунтована наявністю інших дисбалансів у фінансовому та реальному секторах національної економіки. За таких умов застосування інструментів контролю над рухом капіталу є оптимальною стратегією. Зокрема доведено, що значний приплив капіталу може стимулювати надмірне зростання сукупного попиту, що позначається на посиленні інфляційного тиску, апреціації РЕОК та збільшенні дефіциту поточного рахунку, а також здійснювати дестабілізуючий вплив на фінансовий сектор через зростання квазі-фіскального дефіциту, поглиблення строкових та валютних розривів балансів банківського та приватного секторів та необґрунтоване фундаментальними факторами зростанням реальних цін на активи.

Таким чином, ідея обмеження мобільності капіталу через використання відповідних інструментів має раціональний характер, зокрема і у випадку України як одного із суб'єктів світової економіки. При цьому режим валютного курсу не має принципової ваги: імплементація системи контролю над капіталом може мати місце як в умовах режиму валютної ради, так і за вільного курсоутворення.

Слід відмітити, що контроль над потоками капіталу може також виявитися неефективним (легкість знаходження капіталом обхідних шляхів" та сприяти викривленню ринкових співвідношень, зменшуючи ініціативу до оздоровлення національних фінансів та заохочуючи корупцію. Так, останні емпіричні дослідження чітко доводять, що обмеження

на рух капіталу не дозволяють ефективно ізолювати економіки від валютних криз; натомість країни, що характеризуються менш рестриктивною системою контролю капіталу та більш ліберальним режимом, виявилися менш вразливими до валютних криз.

Очевидно, що контроль над потоками капіталу не матиме місця у світі, в якому не існує політики, що деформує ринкові механізми, та недоліків самого ринку. Заходи з контролю над фінансовими операціями можливі лише як квазіоптимальні заходи (second-best), спрямовані на компенсування політичних деформацій, які неможливо усунути, включаючи неадекватні системи регулювання та нагляду над фінансовим та корпоративним секторами, надмірну захищеність від валютного ризику в умовах обмеженої гнучкості валютного курсу тощо. Втім, навіть за наявності подібних деформацій та інших недоліків політики та ринків запровадження заходів з контролю над капіталом як квазіоптимального рішення не повинно бути самоціллю, оскільки найкращою альтернативою заходам з контролю є безпосереднє виправлення тих деформацій, що виступають причиною “надмірних” потоків капіталу.

Список літератури

1. Adams, C. International Capital Markets: Developments, Prospects and Policy Issues, World Economic and Financial Surveys [Text] / C. Adams, D. Mathieson, G. Schinasi, B. Chadha, and co-authors. – Washington : International Monetary Fund, 1998.
2. Bartolini, L. Capital account liberalization as a signal [Text] / L. Bartolini, A. Drazen // American Economic Review. – 1997. – № 87(1). – Pp. 138–154.
3. Bartolini, L. When liberal policies reflect external shocks, what do we learn? [Text] / L. Bartolini, A. Drazen // Journal of International Economics. – 1997. – № 42(3/4). – Pp. 249–273.
4. Calvo, G. Incredible Reforms [Text] / in G. Calvo, R. Findlay, P. Kouri and J. Braga de Macedo (eds.), Debt, Stabilization, and Development (Basil Blackwell), 1989.
5. Calvo, G. The Capital Inflows Problem: Concepts and Issues [Text] / G. Calvo, L. Leiderman and C. Reinhart // Contemporary Economic Policy. – 1993. – Vol 12. – July. – Pp. 55–66.
6. Calvo, G. Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s [Text] / G. Calvo, L. Leiderman and C. Reinhart // Journal of Economic Perspectives. – 1996. – Vol. 10. – Pp. 123–139.
7. Calvo, Guillermo A. Rational Herd Behavior and the Globalization of Securities Markets [Text] / Guillermo A. Calvo & Enrique Mendoza // Working Papers / Duke University, Department of Economics. – 1997. – № 97-26.
8. Dooley, M. A Model of Crises in Emerging Markets [Text] / M. Dooley // NBER Working Paper. – Cambridge ; Massachusetts : National Bureau of Economic Research. – 1997. – № 6300.
9. Dooley, M. Capital controls, political risk, and deviations from interest rate parity [Text] / M. Dooley, P. Isard // Journal of Political Economy. – 1980. – № 88(2). – Pp. 370–384.
10. Edison, H. J. Capital controls during financial crises: the cases of Malaysia and Thailand / H. J. Edison, C. M. Reinhart ; in: R. Glick, R. Moreno, M. M. Spiegel (Eds.) // Financial Crises in Emerging Markets / Cambridge University Press. – Cambridge, UK, Chapter 12, 2001.

11. Edwards, S. On Crisis Prevention: Lessons from Mexico and East Asia [Text] / S. Edwards // NBER Working Paper. – Cambridge : MA. – 1999. – № 7233.
12. Eichengreen, B. Towards a New International Financial Architecture: A Practical Post-Asia Agenda [Text] / B. Eichengreen ; Institute for International Economics. – Washington : DC, 1999.
13. Eichengreen, B. The unstable EMS [Text] / B. Eichengreen, C. Wyplosz // Brookings Papers on Economic Activity. – 1993. – № 1. – Pp. 51–143.
14. Glick, R. Capital controls and exchange rate instability in developing economies [Text] / R. Glick, M. Hutchison // Journal of International Money and Finance. – 2005. – № 24. – Pp. 387–412
15. Gregorio, J. Controls on Capital Inflows: Do They Work? [Text] / J. Gregorio, S. Edwards, R. Valdes // Journal of Development Economics. – 2000. – № 63(1). – Pp. 59–83.
16. Grilli, V. Economic effects and structural determinants of capital controls [Text] / V. Grilli, G. M. Milesi-Ferretti // IMF Staff Papers. – 1995. – № 42(3). – Pp. 517–551.
17. Kiguel, M. On the Consequences of Sterilized Intervention in Latin America: The Cases of Colombia and Chile [Text] / M. Kiguel and L. Leiderman. – 1993.
18. Krugman, P. Saving Asia: it's time to get radical [Text] / P. Krugman // Fortune. – 1998. – September 7. – Pp. 74–80.
19. Lopez-Mejia, A. Large Capital Flows: A Survey of the Causes, Consequences, and Policy Responses [Text] / A. Lopez-Mejia // IMF Working Paper, WP/99/17. – 1999. – February .
20. McKinnon, R. Money and Capital in Economic Development [Text] / R. McKinnon ; Brookings Institution. – Washington, DC. – 1973.
21. McKinnon, R., 1993. The Order of Economic Liberalization [Text] / R. McKinnon // Financial Control in the Transition to a Market Economy / second ed. Johns Hopkins Press. – Baltimore, MD.
22. McKinnon, R. Credible Liberalizations and International Capital Flows: the Overborrowing Syndrome [Text] / R. McKinnon and H. Pill, in I. Takatoshi and A. Krueger (eds.) // Financial Deregulation and Integration in East Asia. – Chicago : IL: Chicago University Press, 1996.
23. Mishkin, F. Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective [Text] / F. Mishkin // NBER Working Paper. – 1996. – No. 5600 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
24. Newbery, D. M. Pareto inferior trade [Text] / D. M. Newbery and J. E. Stiglitz // Review of Economic Studies. – 1984. – January. – Vol. 51. – Pp. 1–12.
25. Stiglitz, J. What I saw at the devaluation [Text] / J. E. Stiglitz // The New Republic. – 2000. – April 24.
26. Stiglitz, J. E. Capital market liberalisation, globalisation and the IMF [Text] / J. E. Stiglitz // Ocampo and Stiglitz. – 2008. – Pp. 76–100.
27. Tobin, J. A proposal for international monetary reform [Text] / J. Tobin // Eastern Economic Journal. – 1978. – № 4(3/4). – Pp. 154–159.

Summary

The paper examines the financial liberalization impact upon macroeconomic and financial stability and raises alternative positions concerning the use of capital controls aiming at counteraction of procyclical impact of international capital flows.

Отримано 23.06.2011