

БАНКІВСЬКА СИСТЕМА І УПРАВЛІННЯ МІЖНАРОДНИМИ ПОТОКАМИ КАПІТАЛУ

В Україні створилися об'єктивні передумови для нагнітання короткострокового спекулятивного капіталу в економіку з участю банківської системи. Цьому сприяє зростання короткострокової заборгованості у складі зовнішнього боргу, підвищення попиту на короткострокові ресурси з боку банківського сектора, невизначеність щодо рівня цін і динаміки валютного курсу, нерозвинута інституційна структура української економіки, недосконала законодавча база. Основним компонентом потоку капіталу в Україну є спекулятивний короткостроковий капітал, так звані "гарячі гроші". Проблема з регулювання руху спекулятивного капіталу створюється як самою природою "гарячих грошей", так і граничною ефективністю заходів політики. У міжнародній практиці серед заходів управління потоками капіталу найчастіше використовуються резервні вимоги, заходи адміністративного обмеження, стерилізовані інтервенції, підвищення гнучкості валютного курсу або комбінації цих заходів. Враховуючи всі переваги і недоліки підходів щодо управління рухом капіталу, адекватною політикою скорочення ризиків руху короткострокового капіталу в Україні може стати практика підвищення гнучкості валютного курсу.

Ключові слова: потоки капіталу, короткостроковий капітал, гарячі гроші, фінансові кризи, управління потоками капіталу.

Постановка проблеми. Зростання взаємозалежності економічних систем є однією з об'єктивних тенденцій розвитку. Тому будь-яку країну необхідно розглядати у контексті глобалізації, яка певною мірою сприяє розширенню можливостей соціально-економічного розвитку, хоча і породжує виклики для економіки. Інтеграція економічних систем у світове господарство здійснюється за чотирма напрямками: міжнародні потоки товарів і послуг, міжнародні потоки капіталу, міжнародний рух робочої сили, міжнародні регуляторні механізми регіонального рівня.

Серед перерахованих напрямів саме потоки капіталу характеризуються значною волатильністю і створюють більшу напругу для економіки, ніж торгівля товарами і послугами. Великі потоки капіталу ускладнюють управління грошово-кредитною системою: приплив капіталу може зумовити монетарну і кредитну експансію, яка буде протирічити наміченим інфляційним цілям, а суттєвий відтік капіталу призвести до зростання відсоткових ставок і додаткового навантаження на банківську систему. Тому потоки капіталу повинні підлягати ретельному аналізу з метою виявлення уразливих місць і розробки ефективних заходів політики [5].

Мета статті – визначення ролі банківської системи в управлінні міжнародними потоками капіталу.

Виклад основного капіталу. Активну участь у дискусіях щодо аналізу світового досвіду подолання фінансових криз беруть фахівці міжнародних фінансових організацій, зокрема Міжнародного валютного фонду. Результати аналізу руху капіталів на рівні окремих країн і на глобальному рівні

публікуються у періодичних звітах щодо глобальної фінансової стабільності [10]. На місцевому рівні розробка політики щодо управління потоками короткострокового капіталу зводиться до компетенції центральних банків країн. Прийнятною практикою для центральних банків стала розробка звітів про фінансову стабільність, в яких окреслюються проблеми, пов'язані з рухом капіталу і визначаються шляхи їх вирішення [12].

Безпрецедентні за наслідками фінансові кризи, які були пов'язані з рухом капіталу, відбулися у 90-ті роки ХХ ст., коли припливи і відтоки іноземного капіталу в країни, що розвиваються, спричинили спекулятивні буми на фінансових ринках, зростання нестабільності валютних курсів і виснаження ресурсів банківських систем. Фінансова криза розпочалася у Мексиці у грудні 1994 року і поступово до середини 1997 року більшість країн Азії були втягнуті у цю кризу. Останні фінансові кризи 90-х років ХХ ст. відбулися в Росії і Бразилії [11].

Взагалі фінансові кризи 90-х років ХХ ст. можна назвати глобальною фінансовою кризою, причиною якої стала панічна поведінка міжнародних інвесторів, які оперували капіталами в обсягах, що набагато перевищували ліквідність місцевих банківських систем. Алгоритм розгортання фінансової кризи у кожній країні був подібним. Спочатку створювалася залежність країни від припливу короткострокового капіталу, мали місце спекулятивні операції з нерухомим майном, виникали сумнівні інфраструктурні проекти з високою часткою запозичених коштів і недостатнім фінансуванням. Необхідні за таких умов заходи регуляторного впливу, зокрема підвищення процентних ставок, невдовзі зумовили відкликання іноземними інвесторами своїх коштів. Раптовий відтік ресурсів з економіки спричинив фінансову нестабільність, яка трансформувалася у фінансову кризу [4].

Основним компонентом припливу в країну короткострокового капіталу є капітал, джерелом якого є тимчасові вільні і постійні грошові накопичення транснаціональних корпорацій, комерційних і центральних банків, експортерів і імпортерів, емітентів позик, так звані “гарячі гроші”. “Гарячі гроші” завдяки миттєвості і несподіваності їх переміщення можуть завдавати величезної шкоди економіці, оскільки посилюють її циклічність. В періоди пожвавлення попиту вони стимулюють економічний бум, при спаді – загострюють інфляцію, погіршують якість платіжного балансу, призводять до коливань валютного курсу. Вони не обслуговують товарообіг і не беруть участі у виробничих циклах. З метою збереження вартості або одержання спекулятивного надприбутку “гарячі гроші” стихійно мігрують, переміщуються з однієї країни в іншу. Причиною руху “гарячих грошей” стають не тільки коливання валютного курсу, процентних ставок, а й політичні фактори.

На наш погляд, в Україні склалися всі передумови для можливих спекуляцій з використанням короткострокового капіталу.

З початку 2004 року зовнішній борг України зріс на 56 % (рис. 1) головним чином за рахунок запозичених довгострокових ресурсів. Водночас

частка короткострокової заборгованості у складі зовнішнього боргу збільшилася майже на 40 %.

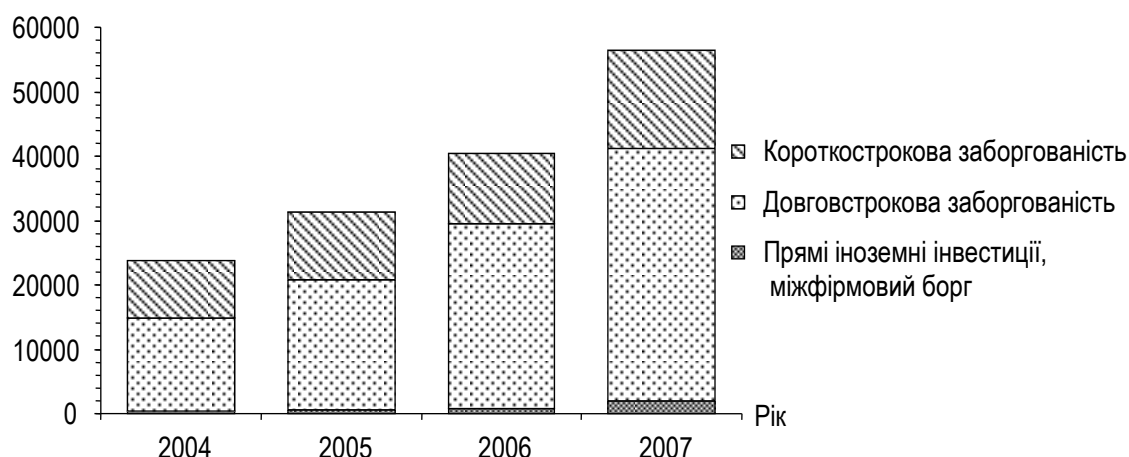


Рис. 1. Зовнішній борг України, млн. дол. США

Постійно зростає попит на ресурси з боку банківського сектора. Дефіцит кредитних ресурсів на українському фінансовому ринку компенсується за рахунок фінансових ресурсів, запозичених за кордоном (рис. 2).

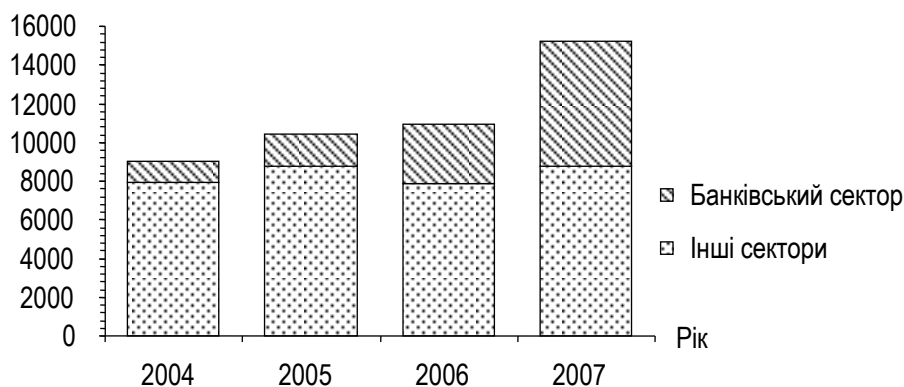


Рис. 2. Короткострокова заборгованість у зовнішній заборгованості України, млн. дол. США

Банківський сектор є основним споживачем короткострокових іноземних ресурсів. Зокрема за вісім місяців 2007 року чисті короткострокові залучення банків склали 2,4 млрд. дол. США [1]. Значну частину запозичених коштів у банківській системі становлять зобов'язання в іноземній валюті, які в умовах кредитного буму і макроекономічної нестабільності спрямовуються на задоволення попиту населення на валютні кредити [3].

В Україні має місце висока невизначеність динаміки цін і валютного курсу. Так, за прогнозами Світового банку у 2007 році інфляція в Україні оцінюється на рівні 12,5 % [2]. Надмірні надходження іноземної валюти в країну створюють передумову для ревальвації національної грошової одиниці. Відповідні заходи політики щодо стримування інфляції і зміни валютного

курсу можуть істотним чином вплинути на поведінку власників “гарячих грошей”.

Нерозвинута інституційна структура української економіки і недосконала законодавча база сприяють спекулятивним діям і зловживанням на фінансовому ринку. Так, значні припливи капіталу часто супроводжуються ще більшим відтоками капіталу. Серед причин – тіньові операції втечі капіталу, коли виручка від експорту переводиться в активи за кордоном. Банківський сектор і організований сегмент фондового ринку є полем спекулятивних атак при перерозподілі власності в інтересах великих інвесторів-нерезидентів. Щодо вітчизняних компаній, то вони відстають за ступенем конкурентоспроможності і активності на міжнародних фінансових ринках, а маючи недостатню капіталізацію і досвід виявлення потенційних загроз не здатні ефективно протистояти махінаціям міжнародних фінансових спекулянтів [8].

В основу розробки заходів політики щодо управління рухом капіталу закладається емпіричний досвід постраждалих від фінансових криз країн. Для забезпечення економіки фінансовими ресурсами перевага надається припливу довгострокового капіталу, оскільки він менш рухливий, ніж короткостроковий, потребує більше часу для того, щоб залишити країну. Головною проблемою впливу на рух капіталу є те, що регулюючі заходи можуть порушити ринкові зв'язки, адже воно невивіркові і впливають на фінансову систему в цілому. Досить важко передбачити, як економіка відреагує на адміністративний вплив, окрім економічних факторів існують ризики зміни поведінки інвесторів. З точки зору фахівців Міжнародного валютного фонду, будь-які заходи контролю за капіталом – це по-суті спроба виграти час у складних умовах. Цим підкреслюється тимчасовий характер подібних заходів [7].

Проблема регулювання руху спекулятивного капіталу створюється як самою природою “гарячих грошей”, так і граничною ефективністю заходів політики. У довгостроковій перспективі відбувається зрушення на користь короткострокового капіталу, оскільки короткостроковий капітал нечутливий до підвищення внутрішніх процентних ставок і невизначеності валютного курсу. Водночас довгострокові інвестиції супроводжуються високим валютним ризиком і залежать від процентних ставок. Додатковим фактором, який знижує ефективність заходів контролю за капіталом, є постійне удосконалення тіньових схем уникнення адміністративних обмежень.

На практиці найчастіше використовуються такі заходи управління потоками капіталу або їх комбінаціями: резервні вимоги, заходи адміністративного обмеження, стерилізовані інтервенції, підвищення гнучкості валютного курсу.

Одним з найпоширеніших у міжнародній практиці заходів контролю за потоками капіталу є встановлення резервних вимог, наприклад, підвищення нормативу обов'язкового резервування для депозитів у валюті, резервування коштів на спеціальному рахунку тощо. Мета цих заходів полягає у зміні структури капіталу у бік довгострокових ресурсів шляхом

створення умов, за яких використання довгострокового капіталу стає більш вигідним. Однак резервні вимоги – це неефективний метод управління потоками капіталу, оскільки вони стримують розвиток галузей з високою швидкістю обертання коштів, валютного ринку у цілому, економіка несе втрати від зростання процентних ставок. Резервні вимоги потребують постійного удосконалення. Згодом з'являються шляхи, як обминати обмеження, резервні вимоги втрачають свою ефективність, а приплив короткострокового капіталу в економіку на деякий час дійсно обмежується.

Під час припливу короткострокового капіталу резервні вимоги встановлювалися у Малайзії, впродовж 1989-1994 рр. вони зростали з 3,5 до 11,5 %. Коста-Ріка і Шрі-Ланка використовували резервування місцевих валютних рахунків, в Чилі вимагали обов'язкового резервування у центральному банку 30 % обсягів портфельних інвестицій і позик з-за кордону. Резервні вимоги можуть бути селективними, наприклад, в Чилі припливи капіталу у вигляді прямих іноземних інвестицій звільняються від обов'язкового резервування. Інші країни навпаки в період припливу “гарячих грошей” знижували резервні вимоги. Наприклад, у Мексиці у 1989 році резервні вимоги були відмінені, а замість них запроваджено 30 % норматив ліквідності. В Аргентині резервні вимоги також знижувалися.

Фактично резервні вимоги є податком на банківську систему і відповідно обмежують ресурси, які необхідні для її функціонування. Надмірне зростання резервних вимог збільшує вартість капіталу настільки, що резиденти починають шукати кошти за кордоном, а це лише посилює приплив капіталу. Представники наукових кіл критично ставляться до застосування обмежень руху капіталу у вигляді резервних вимог, а питання ефективності використання цієї форми регулювання залишається дискусійним.

Альтернативним елементом контролю за капіталом є адміністративно встановлені *обмеження припливу короткострокового капіталу*. Зокрема – це повна заборона короткострокових запозичень, заборона кредитування в іноземній валюті, вибіркова заборона кредитування в іноземній валюті підприємств, які не потребують валюти для торговельних операцій за кордоном, встановлення податку на торгівлю іноземною валютою і короткострокові міжнародні банківські кредити, конвертація валюти в національну при поверненні валютних кредитів, фіскальна рестрикція, переміщення депозитів у центральний банк тощо.

Такі операції створюють тимчасову стабілізацію, хоча мають суттєві недоліки. Так, заборона кредитування в іноземній валюті призводить до підвищення відсоткових ставок, стримується інвестиційна активність, скорочується потенціал економічного зростання. Обмежуючі заходи потребують постійного удосконалення, оскільки з'являються нові тіньові схеми.

Заходами щодо заборони припливу короткострокового капіталу можуть бути кількісні обмеження на операції зі свопами, на обсяги зовнішніх запозичень, на валютні позиції банків (Індонезія, Малайзія), на банківські

зобов'язання (Мексика), а також заборона продажу резидентами короткострокових кредитних зобов'язань нерезидентам (Малайзія) тощо. У Чилі у різні часи існували обмеження на мінімальну терміновість і максимальну прибутковість вкладень. Для забезпечення необхідного контролю було запроваджено обов'язкову реєстрацію у центральному банку всіх угод про залучення коштів з-за кордону, а право випуску первинних депозитарних розписок отримали лише компанії з рейтингом ВВВ і фінансові організації з рейтингом ВВВ+ і вищим.

Нині у міжнародній практиці для обмеження припливу спекулятивного короткострокового капіталу широко використовується податок на торгівлю іноземною валютою і на короткострокові міжнародні банківські кредити (податок Тобіна). Метою застосування цього податку є збільшення видатків захвату короткострокової позиції на валютному ринку, і відповідно зростання спекулятивних витрат. Існують певні проблеми, які перешкоджають широкому застосуванню податку Тобіна, зокрема він повинен бути загальноприйнятим і уніфікованим на міжнародному рівні.

Регулювання припливу капіталу за допомогою змін у фіскальній політиці має назву фіскальної рестрикції і розрахований на довготривалу перспективу. Заходи фіскальної рестрикції передбачають скорочення витрат уряду, збільшення податків, скорочення попиту на капітал. Міжнародний валютний фонд за умов макроекономічної нестабільності вдаватися до фіскальної рестрикції. Проте заходи фіскальної рестрикції можуть вимагати додаткових витрат на розбудову інфраструктури, а надмірне посилення фіскальної політики стримує економічне зростання.

З середини 1990 р. в Чилі здійснюється політика фіскальної рестрикції, яка передбачає збільшення податку на додану вартість і податків на прибутки корпорацій. У 1988-1991 рр. у Таїланді в результаті заходів щодо обмеження витрат уряду дефіцит бюджету у розмірі 1,4 % ВВП було змінено профітом на рівні 4,9 % ВВП [9].

Ще один спосіб адміністративного впливу на рух короткострокового капіталу – переміщення депозитів у центральний банк. Якщо депозити є частиною грошових запасів країни, то переміщення їх має характер резервування, а якщо ні – операцій на відкритому ринку. При цьому центральний банк не зобов'язується сплачувати ринкову процентну ставку за переведеними депозитами. По-суті переміщення депозитів у центральний банк – це процес стерилізації припливу капіталу. Його перевагою є те, що це не податок на банківську систему як резервування і не спричиняє зростання короткострокових процентних ставок як продаж стерилізаційних облігацій, витрати при стерилізації таких депозитів значно менші.

Існує проблема щодо визначення депозитів державних і приватних. Їх переміщення може бути заборонене законодавством, у тому числі міжнародним. При переміщенні депозитів реального приватного сектора банківська система може втратити ліквідність. Наприклад, в Індонезії переведення депозитів державних підприємств у центральний банк істотно обмежило операції банківського кредитування.

Стерилізована інтервенція полягає у тому, що центральний банк проводить нейтралізуючі операції на відкритому ринку, інтервенція не впливає грошову масу. Стерилізовані інтервенції скорочують розрив між ставками в іноземній валюті і національній валюті, стимулюють зміни у політиці процентних ставок. Основними інструментами стерилізації є операції на відкритому ринку, зміна резервних вимог, управління урядовими депозитами. Стерилізовані інтервенції центрального банку мають незначний вплив на валютний курс. Важливим недоліком стерилізації є скорочення резервів центрального банку, який здійснює такі операції. Підвищення відсоткових ставок під час стерилізації може сприяти припливу короткострокового капіталу. Крім того, стерилізовані інтервенції є об'єктом спекулятивних атак і не можуть застосовуватися на постійній основі.

Поступовий перехід до *більшої гнучкості валютного курсу* та лібералізації потоків капіталу – це прогресивний метод управління потоками капіталу, при якому стимулюються ринки, поліпшується інвестиційний клімат, підвищується ефективність монетарної політики. Лібералізація валютного ринку зумовлює чимало ризиків, зокрема спекулятивні атаки великих фінансових фондів, стримування експорту. В Україні недостатньо досвіду управління економікою в умовах гнучкого валютного курсу, до того ж більшість населення має стійкий стереотип щодо непорушності валютного курсу. Тому будь-яка зміна курсу може призвести до виникнення інфляційних очікувань і відповідного зростання цін.

Перевищення пропозиції іноземної валюти над попитом створює умови для ревальвації національної валюти. Це дозволить дещо стримати розвиток інфляційних процесів, що набули загрозливого характеру, особливо з урахуванням перспективи підвищення цін на імпортовані енергоносії. і водночас здешевить інвестиційний імпорт, який вкрай потрібен для модернізації економіки. Відомо чимало прикладів застосування ревальвації для компенсації перегріву економіки і зростання адміністративних цін, зокрема в Бразилії, Таїланді, Румунії тощо.

Прийнятною практикою є *використання комбінованих засобів впливу*, які більш ефективні ніж використання одного методу впливу. Однак комбіновані заходи політики мають характер ручного управління, їх вплив на економіку суттєвіший і значною мірою непередбачуваний. Тому це не універсальний інструмент захисту економіки від “гарячих грошей”. Нерозважлива політика може вплинути не лише на приплив “гарячих грошей”, а спричинити раптовий відтік капіталу з країни. Цікаво, що скасування обмежень на відтік капіталу сприймається як позитивний сигнал інвесторам, їх довіра посилюється і відповідно стимулюється приплив капіталу. Це відбувалося в Італії, Новій Зеландії та Іспанії у 80-х роках, в Югославії і Чилі – у 90-х роках ХХ ст.

Висновки. Враховуючи всі переваги і недоліки підходів до управління рухом капіталу, адекватною політикою скорочення ризиків руху короткострокового капіталу в Україні може стати практика гнучкого валютного курсу. Враховуючи недостатній практичний досвід з цього питання, нерозвинену систему взаємовідносин між регулюючими органами,

початковим етапом може стати ревальвація національної валюти і розширення коридору коливання валютного курсу гривні. Необхідно, щоб процес збільшення гнучкості валютного курсу відбувався поступово, змінюючи стереотипи і пристосовуючи вітчизняну економіку до нового прогресивного методу фінансового управління.

Список літератури

1. Бюлетень Національного банку України / НБУ. – 2007. – Жовтень.
2. Макроекономічний огляд України / Світовий банк. – 2007. – Жовтень.
3. Монетарний огляд за III квартал / НБУ. – 2007. – Жовтень.
4. Перспективи економічного зростання в країнах, що розвиваються / Прес-реліз Світового банку № 2000/263/S, 04.04.2000.
5. Перспективи розвитку світової економіки. Глобалізація і нерівність / Світовий банк. – 2007. – Жовтень.
6. Платіжний баланс і зовнішній борг України. I квартал 2007 року / НБУ, 2007.
7. Controlled Capital Account Liberalization: A Proposal / IMF Policy Discussion Paper No.PDP /05/7, 2007.
8. Doing Business 2008 / World Bank, 2007.
9. Financial Sector Crisis and Restructuring Lessons from Asia / IMF Occasional paper No.188, 1999.
10. Global Financial Stability Report. Financial Market Turbulence: Causes, Consequences, and Policies / World Economic and Financial Surveys, IMF, October 2007.
11. Managing the Real and Fiscal Effects of Banking Crises / World Bank Discussion Paper No.428, 2000.
12. Overview of Financial Stability in the Netherlands / De Nederlandsche Bank, September 2007.

Summary

The objective preconditions for accumulating of short-term risk capital in economy through banking system were created in Ukraine. This still exist due to increasing the part of short-term liabilities in the composition of the public debt, strong demand of banks for short-term capital, uncertainty in price levels and exchange rate dynamics, undeveloped legislation and institutional structure of Ukrainian economy. The main part in capital inflows to Ukraine is short-term risk capital so-called “hot money”. The problem with regulation of risk capital is both in natures of “hot money” and limited efficiency of policy. The management of capital flows often use reserve requirements, administrative restrictions, sterilized interventions, increasing of flexibility of exchange rate, or combination of these policies. Taking into account all advantages and disadvantages of these polices, we consider, that increasing of flexibility of exchange rate could be acceptable practice of short-term risk capital management in Ukraine.

Отримано 07.12.2007