

Резнікова Н.В., Відякіна М.М.

УДК 339.924

**ПОТОКИ КАПІТАЛУ В УМОВАХ ФІНАНСОВОЇ ЛІБЕРАЛІЗАЦІЇ:
МАКРОЕКОНОМІЧНІ ВИМІРИ РЕГУЛЮВАННЯ**

Постановка проблеми. Рух фінансових ресурсів у світі пов'язаний з можливістю виникнення різного роду економічних криз. Причому, враховуючи специфіку міграції капіталу, безпосередньо рух фінансових потоків може вважатися важливим джерелом як зародження валютних криз, так і їх подолання. Рух капітальних ресурсів актуалізується з точки зору загальної глобалізації та фінансової глобалізації, зокрема. Саме від інтеграції фінансових потоків залежить можливість інтеграції національних економік окремих країн. Враховуючи ж неоднорідність розвитку національних економік в цілому й, особливо, їх фінансових систем, фінансова інтеграція виступає як важлива складова підвищення зрілості національних економік окремих країн та є основою для їх поступової гармонізації та уніфікації.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Активізація руху капіталу до країн, що розвиваються упродовж дев'яностих років минулого століття викликала неабиякий інтерес з боку економістів до вивчення сучасних тенденцій функціонування світової фінансової системи. Глобалізація розглядається ними і як джерело непередбаченості, нестійкості міжнародних ринків капіталу, так і запорука міжкраїнової диверсифікації та підвищених темпів зростання. Відомі іноземні економісти П. Кругман, М. Обстфельд, Р. Дорнбуш, Дж. Стігліц, С. Фішер, Дж. Сакс, А. Торнел, Г. Камінські, А. Веласко, К. Рейнхарт, М. Шин, С. Едвардс, С. Герлах, Ф. Смец, Р. Глік, Г. Кальво, Л. Лейдерман, А. Роуз, Б. Айхенгрін, Ч. Віплош, С. Шмуклер, Р. Балдвін, Р. Портес, Т. Аткинсон, Т. Дамьянович та багато інших присвятили наукові розробки вивченню природи валютного потрясіння, каналів його поширення та визначення місця та ролі потоків капіталу у виникненні банківських, системних, валютних та фінансових криз. Разом з тим, недостатня розробленість питань пов'язаних з концептуалізацією макроекономічної політики щодо управління потоками капіталу обумовила зміст та мету даного дослідження, яка полягає у поглибленому аналізі теоретичних основ дослідження міжнародного переміщення та визначенні макроекономічних механізмів контролю руху капіталу в умовах фінансової лібералізації.

Виклад основного матеріалу. Початок глобалізації фінансів пов'язується з 60-ми роками минулого століття – періодом суттєвої інтенсифікації торгівлі, міграції робочої сили, руху капіталу. Фінансова глобалізація є багатограним процесом, який справляє як позитивний, так і негативний вплив на розвиток людства. Причому, як і оцінка процесу загальної глобалізації, фінансова глобалізація має неоднозначний (позитивний або негативний) вплив на різні країни в залежності від ступеню їх економічної розвинутості та політичного впливу в світі.

Канонічні уявлення щодо міжнародної фінансової інтеграції полягають у тому, що вона повинна сприяти руху капіталу з країн з високим доходом, з відносно високим співвідношенням капіталу й праці, до країн з низьким рівнем доходу і нижчим аналогічним співвідношенням [7]. Якщо інвестиції в бідних країнах стримуються низьким рівнем внутрішніх заощаджень, доступ до іноземного капіталу має підвищити їх зростання – і це також дозволить громадянам багатших країн отримати вищий дохід на свої заощадження, інвестовані закордоном. Втім, такі макроекономічні взаємозалежності спростовуються при більш детальному дослідженні зазначеної проблематики.

На думку багатьох економістів, зростання продуктивності праці, а не просто накопичення засобів виробництва, є головним чинником, що визначає довгострокове економічне зростання. Так, окремі дослідники, застосовуючи калібровані параметризовані моделі загальної рівноваги, доходять висновку, що вплив на економічне зростання відкритості для припливу капіталу нівелюється в умовах невеликого зростання продуктивності праці, що й визначатиме довгострокове економічне зростання [5]. Крім того, П. Генрі вказує на те, що вигоди від лібералізації ринку цінних паперів на інвестиції та зростання виробництва, ймовірно, будуть нетривалими, якщо в результаті розвитку фінансового ринку, докорінно зміниться зростання продуктивності праці [6]. Звичайно, для країн з дуже низьким рівнем інвестицій в короткостроковому періоді адаптація до більших обсягів факторів виробництва може зайняти кілька десятків років, і, таким чином, пошук позитивної кореляції між потоками капіталу, інвестицій та економічним зростанням матиме не лише теоретичне осмислення.

Однак емпіричні дослідження зазвичай свідчать про те, що приплив іноземного капіталу несуттєво стимулює зростання в країнах, що розвиваються. Так, наприклад, країни, що розвиваються з більш високим самофінансуванням, у свою чергу, демонструють в середньому вищі темпи зростання [2]. Інші ж дослідження вказують на те, що непромислові країни, які покладаються менше на іноземні фінанси, тобто країни, які зіткнулися з нижчим дефіцитом платіжного балансу або навіть з його профіцитом, зростали за останні три десятиліття принаймні такими ж темпами, або швидше, ніж залежні від зовнішнього капіталу країни [9]. Разом з тим, існує мало доказів того, що фінансова інтеграція має стійку позитивну кореляцію зі зростанням ВВП [4]. Більше того, потоки капіталу від індустриальних до країн, що розвиваються, були набагато меншими, ніж передбачувані рівні потоків капіталу між країнами з різним співвідношенням праці і капіталу [5]. З початку нинішнього століття «парадокс Лукаса» посилюється, оскільки країни з ринком, що формується, почали експортувати капітал в більш багаті промислово розвинені країни, головним чином у формі накопичення валютних резервів, які в значній мірі інвестувалися в державні облігації країн. Ці потоки капіталу не позначилися негативно на зростанні економік, що розвиваються, доводячи, що в цих країнах брак ресурсів для інвестицій не є ключовою перешкодою для зростання. Останнє можна пояснити низьким рівнем рентабельності пропонувананих країнами з низьким рівнем доходу інвестиційних

можливостей. Серед можливих причин цього – відсутність інституцій захисту прав власності (ризик експропріації приватних інвестицій) або нерозвиненість фінансової системи, що підвищує вразливість прав інвесторів. У країнах, де відсутність внутрішніх інститутів стримує інвестиції, приплив іноземного капіталу може виявитися непропорційно скерованим на потреби фінансування споживання, що призводить до завищеного обмінного курсу, і навіть більшого зниження рентабельності інвестицій.

В окресленому контексті набуває нового наголосу проблема вирашів від фінансової відкритості в цілому і припливу іноземного капіталу, зокрема. Прикметно, що навіть у випадку, коли іноземний капітал не є необхідним для фінансування, сама по собі фінансова відкритість продукує так звані «побічні переваги», такі, як розвиток внутрішнього фінансового сектора та якості управління, які здатні підвищити зростання сукупної продуктивності факторів виробництва. Інші побічні переваги можуть включати, наприклад, макроекономічну дисципліну. Так, фінансова відкритість опосередковано слугує механізмом зобов'язання держав, бо неефективна політика, в результаті якої виникає великий державний бюджетний дефіцит або висока інфляція, ризикує спричинити вихід іноземних інвесторів з ринку. Втім, І. Тайтелл і С.-Дж. Вей спростовують твердження про наявність кореляційних зв'язків між бюджетним дефіцитом та фінансовою відкритістю, натомість наполягаючи на позитивній кореляції останньої з більш низькою інфляцією [10].

Насправді, присутність іноземного капіталу може стимулюватися, окрім іншого, підвищенням якості інститутів, як на рівні корпоративного, так і державного управління, транспарентності правової бази, зниженням рівня корупції. Так, краща якість інститутів сприяє припливу іноземного капіталу в країни, що розвиваються у вигляді ПІІ й портфельних інвестицій в акції, які є менш ризикованими, ніж вкладання у боргові цінні папери, та може розширити іноземну участь в корпоративному управлінні й передачі технологій. Р. Раджан та І. Токатлідіс припускають, що країни з обмеженим потенціалом для вирішення внутрішніх фінансових конфліктів, мають вразливішу структуру боргового портфеля держави і більші показники доларизації економіки [9].

Нарешті, жорсткий режим обмінного курсу може посилити вразливість країни до криз при відкритті ринків капіталу. Низький рівень торговельного обміну по відношенню до розміру економіки збільшує ймовірність кризи, пов'язаної з фінансовою відкритістю, та економічні втрати від таких криз у разі їх виникнення. Потенційна ж небезпека потоків капіталу як засобу дестабілізації монетарних показників та відхилень від фіскальної дисципліни передбачає поступовість у лібералізації економічного середовища [1, с. 344-347].

Фахівці з Міжнародного валютного фонду (МВФ) у доповіді «Притік капіталу: роль контролю» визнають заходи з контролю за припливом капіталу повноправним інструментом антикризової політики, хоча ще недавно інституція наполягала на повній лібералізації руху капіталу [3]. Такі зміни пов'язані з досвідом криз 1990-х та глобальної фінансової кризи 2008-2011 рр., а також з тим, що на момент публікації доповіді ринки, що розвиваються, демонстрували досить високі темпи економічного зростання, пропонуючи вищу дохідність порівняно з розвинутими країнами. Це стимулювало приплив капіталу, викликаючи водночас стурбованість урядів даних країн.

Безперечно, вільний рух капіталу дозволяє країнам з невисоким рівнем заощаджень залучати кошти для фінансування ефективних інвестиційних проектів, допомагає диверсифікувати інвестиційні ризики, стимулює міжчасову торгівлю та сприяє розвитку фінансових ринків. Втім, можливі позитивні ефекти нівелюються у випадку тимчасового характеру такого притоку капіталу.

Загроза фінансовій стійкості країни виявляється в тому, що масштабний притік капіталу може призвести до надмірного зростання зовнішніх позик та збільшення залежності від іноземної валюти, що може спровокувати кредитний бум (у сегменті кредитів у іноземній валюті) всередині країни та появу «бульбашок» на ринках її активів (з дуже серйозними наслідками у разі раптового розвороту потоків капіталу).

Зрештою, незалежно від ступеня його спекулятивності, значний притік капіталу до країни веде до зміцнення національної валюти, підриваючи конкурентоспроможність сектору, що торгується. Саме з огляду на це експерти МВФ пропонують послідовність заходів макроекономічної політики для абсорбування капітальних надходжень, серед яких інструментом «останньої інстанції» стають обмеження руху капіталу [3].

В ситуації, коли притік капіталу викликає зміцнення національної валюти, слід з'ясувати переоціненою чи недооціненою є валюта даної країни. Якщо валюта недооцінена, варто дозволити зростання номінального курсу внаслідок притоку капіталу. Якщо валюта переоцінена чи близька до рівноважного курсу, варто вдаватися до таких заходів:

- купівля центральним банком країни даної валюти у разі недостатньої кількості резервів. Втім, нестерилізовані інтервенції можуть призвести до зростання грошової маси та посилення інфляції. Стерилізація ж означає, що процентні ставки залишатимуться достатньо високими, що й надалі підтримуватиме притік капіталу;
- можливе також використання монетарних та фіскальних стимулів. Центральні банки можуть знизити процентну ставку, а уряд проводити жорсткішу бюджетну політику. Однак, у разі ризику перегріву економіки та росту інфляції, зниження процентної ставки – не найкращий інструмент політики [3].

Коли ж зазначені вище можливості використання традиційних інструментів вичерпаються, уряди країн, що розвиваються, можуть цілком легітимно запровадити тимчасові обмеження на притік капіталу.

Водночас, згідно позиції МВФ, передумови для цього мають бути такими: темпи зростання економіки близькі до потенційних; адекватний рівень резервів; не занижений валютний курс; тимчасовий характер потоків капіталу [3].

Вивчення досвіду Чилі, Бразилії, Колумбії, Таїланду та інших країн, що обмежували притік капіталу у 1990-2000-х рр., дозволило експертам МВФ стверджувати про ефективність окреслених заходів у підтриманні стійкості економіки у період криз [3]. Більше того, позитивний вплив описується механізмами контролю, які дозволяють центральним банкам проводити більш вільну монетарну політику, за якої немає необхідності знижувати процентну ставку. Окрім того, обмеження на притік капіталу покращують структуру притоку, адже з їх допомогою можна стримувати попит на короткострокові інструменти, знижуючи ризик виникнення «бульбашок». Безперечним є факт, що саме короткострокові боргові зобов'язання і прямі іноземні інвестиції у фінансовий сектор є найнебезпечнішими для країни. Ті країни, що обмежили їхній притік до кризи, виявилися менш вразливими до масового відтоку капіталу і краще переживали рецесію.

Таблиця 1. Емпіричний аналіз використання заходів з контролю за притоком капіталу.

Інструмент контролю	Дослідження	Чи призвело дане обмеження притоку капіталу до:		
		Скорочення чистого притоку	Зміни структури притоку	Послаблення тиску на реальний валютний курс
Бразилія, 1993–1997				
Податок на притік капіталу (інвестиції в акції, зарубіжні позики й окремі валютні операції)	Е. Кардосо і І. Голдфайн (1998)	Так	Так	-
	К. Рейнхарт і Т. Сміт (1998)	Так	Так	-
	А. Арійоші та ін. (2000)	Ні	Ні	Ні
	Х. Едісон і К. Рейнхарт (2001)	-	-	Ні
Адміністративний контроль (повна заборона на деякі види притоку капіталу або вимоги до мінімального строку інвестицій)	Б. Карвальйо і М. Гарсія (2008)	Так	-	-
Чилі, 1991–1998				
Норми безпроцентного резервування за іноземними позиками, а згодом і за неборговими вкладеннями і потенційно спекулятивними прямими іноземними інвестиціями	С. Вальдес-Прісто і М. Сото (1998)	Ні	Так	Ні
	Г. ЛеФорт і К. Будневич (1997)	Ні	-	Так
	Ф. Ларрейн, Р. Лабан і Р. Кумачеро (1997)	Ні	Так	-
	Х. Кардосо і Б. Лоренс (1998)	Так	Так	Ні
	К. Рейнхарт і Т. Сміт (1998)	Так	Так	-
	С. Едвардз (1999)	Ні	Так	Ні
	Ф. Гальєго і К. Шмідт-Геббель (1999)	Так	Так	Ні
Підвищення ставки дисконтування	А. Арійоші та ін. (2000)	Ні	Ні	Ні
	Х. Де Грегоріо, С. Едвардз, Р. Вальдес (2000)	Ні	Так	Так
	С. Едвардз і Р. Рігобон (2009)	-	-	Так

Джерело: складено за [3].

МВФ робить цілий ряд застережень щодо застосування таких обмежувальних заходів. Приносячи користь одній країні, такі заходи можуть завдавати шкоди іншим, перешкоджаючи ефективному розподілу інвестицій між країнами; це нівелює вигоди від міжчасової торгівлі (на ринках активів) так само, як тарифи знижують переваги від торгівлі товарами.

Врешті, застосування обмежень країнами з заниженим обмінним курсом може перетворитися на політику «розорення» сусідів. США вже давно звинувачують в цьому Китай. В свою чергу, МВФ переконує, що заходи з регулювання капіталу не повинні перешкоджати зміцненню валюти у випадку її недооціненості.

Серед можливих інструментів контролю припливу фінансового капіталу, які можуть бути теоретично застосовані на ринках країн, що розвиваються, слід зазначити такі:

– Прямі обмеження на зовнішні запозичення корпоративного сектора.

– Валютні інтервенції для стримування надмірного припливу позикового капіталу і зростання зовнішніх запозичень. У докризовий період в 2000–2007 рр., в період активної експансії західних капіталів, таку політику проводили країни Азії (КНР, Індонезія, Індія, Малайзія), хоча обмеження зростання зовнішнього боргу не завжди було головною метою, а використовувалося радше для стимулювання експертно-орієнтованих галузей і накопичення золотовалютних резервів. На думку окремих дослідників найбільш ефективними ринковими інструментами стерилізації можуть виступати довгострокові державні облігації, придбані небанківським сектором, оскільки, навіть у разі тривалого припливу капіталу, їх використання дозволяє скоротити надмірну кредитну експансію банків і пом'якшити ризики [8]. Проте, випуск довгострокових державних облігацій може призводити до значного дефіциту бюджету. Наприклад, в Малайзії в період 1992–1993 рр. в умовах масованої експансії іноземного капіталу, грошова влада підвищувала процентні ставки для стерилізації надмірного капіталу й уповільнення інфляції.

– Регулювання норми обов'язкового резервування. Застосування цього заходу є свого роду податком на банківську систему, а його підвищення може негативно позначитися на стані малих і середніх банків,

тому застосування даного заходу має бути обмеженим, і доповнюватися фіскальними заходами з регулювання припливу капіталу.

- Введення норми капіталізації банків до зобов'язань по відношенню до зобов'язань нерезидентів.
- Підвищення депозитних ставок центрального банку.
- Використання валютного свопу. У рамках застосування цього інструменту центральний банк здійснює операції за поточним курсом, одночасно зобов'язуючись викупити валюту в певний момент часу за заздалегідь визначеним форвардним курсом. Застосування цього механізму дозволить центральному банку «перерозподілити» надмірну ліквідність.

- Запровадження депозитних вимог на зовнішні запозичення. Суть цієї вимоги полягає в обов'язку позичальника «заморозити» на деякий час на певному рахунку центрального банку частину залучених ним коштів. Зазначений захід є свого роду податком на зовнішні запозичення. Застосування цього механізму свого часу було успішним в Чилі та Колумбії, втім, серед його недоліків – потенційний негативний вплив на середні й дрібні компанії і банки, які мають обмежені можливості залучення коштів з-за кордону. Крім того, введення вимоги безвідсоткового резервування засобів в центральному банку країни, також має негативний вплив на конвертованість національної валюти країни-реципієнта капіталу.

- Введення податку на короткострокові фінансові інвестиції. У періоди масової експансії капіталу на фінансовий ринок виникає суттєвий ризик зростання корпоративного боргу банків і компаній короткострокового характеру. Введення податку на короткострокові зовнішні запозичення дестимулює компанії й банки вдаватися до надмірних короткострокових запозичень. Ставка податку повинна диференціюватися залежно від терміну позики [3].

Висновки. Проведене в даній статті дослідження макроекономічних вимірів регулювання міжнародних потоків капіталу дозволяє зробити наступні висновки. По-перше, попри те, що приплив капіталу є важливим чинником поновлення інвестиційного процесу, поспішна лібералізація потоків капіталу в непередбаченому економічному середовищі стає шкідливішою, ніж хронічна нестача іноземного капіталу. Це посилює аргументацію, що лібералізація зовнішньої торгівлі має передувати лібералізації потоків капіталу.

По-друге, розгортання кризових явищ та поширення їх на дедалі більшу кількість країн змушує навіть такі консервативні установи як МВФ переглядати своє ставлення до інструментів макроекономічної політики, які реально здатні стримувати розвиток кризових процесів.

По-третє, незважаючи на визнання доцільності запровадження контролю за рухом капіталу, МВФ визначає ряд передумов для запровадження таких заходів, втім, виконання їх для країн, що розвиваються, означало б наражати свою економіку на додаткову небезпеку.

Зрештою, запровадження обмежень одними країнами призводить до втрат інших, а оскільки негативні наслідки у даному випадку стосуватимуться розвинутих країн, МВФ радить провадити дуже виважену політику. Хоча практика країн, що розвиваються, свідчить про активне застосування подібних інструментів ще задовго до переосмислення фондом їх ролі у протидії кризам.

Джерела та література:

1. Шевчук В. Міжнародна економіка: теорія і практика / В. Шевчук. – Львів : Каменяр, 2003. – 719 с.
2. Aizenman J. Sources for Financing Domestic Capital – Is Foreign Saving a Viable Option for Developing Countries? : [Electronic resource] / J. Aizenman, B. Pinto, A. Radziwill // Working Paper. – Cambridge, MA : National Bureau of Economic Research, 2004. – № 10624. – Mode of access : <http://www.nber.org/papers/w10624.pdf>.
3. Capital Inflows: The Role of Controls : [Electronic resource] / J. D. Ostry, A. R. Ghosh, K. Habermeier, M. Chamon, M. S. Qureshi, D. Reinhardt // IMF Staff Position Note. – 2010. – № 4. – Mode of access : <http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1004.pdf>.
4. Financial Globalization: A Reappraisal : [Electronic resource] / M. Kose, A. Prasad, K. Rogoff, S.-J. Wei // NBER Working Paper. – 2006. – № 12484. – Mode of access : www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2006/wp06189.pdf.
5. Gourinchas P.-O. The Elusive Gains from International Financial Integration / P.-O. Gourinchas, O. Jeanne // Review of Economic Studies. – 2006. – Vol. 73, № 3. – P. 715-741.
6. Henry P. Capital Account Liberalization: Theory, Evidence, and Speculation : [Electronic resource] / P. Henry // NBER Working Paper. – 2006. – № 12698. – Mode of access : <http://www.nber.org/papers/w12698.pdf>.
7. Lucas R. Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries / R. Lucas // American Economic Review. – 1990. – Vol. 80, № 2. – P. 92-96.
8. Prasad E. Foreign Capital and Economic Growth / E. Prasad, R. Rajan, A. Subramanian // Brookings Papers on Economic Activity. – 2007. – Vol. 38 (1). – P. 153-230.
9. Rajan R. Dollar Shortages and Crisis / R. Rajan, I. Tokatlidis // International Journal of Central Banking. – 2005. – Vol. 1 (2). – P. 177-220.
10. Tytell I. Does Financial Globalization Induce Better Macroeconomic Policies : [Electronic resource] / I. Tytell, S.-J. Wei // IMF Working Paper. – 2004. – № 84. – Mode of access : <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2004/wp0484.pdf>.