

**ВПЛИВ МІЖНАРОДНИХ ПОТОКІВ КАПІТАЛУ НА ФІНАНСОВУ ПОЛІТИКУ
КРАЇН З НЕУСТАЛЕНОЮ ЕКОНОМІКОЮ**

У статті проаналізовано вплив міжнародних потоків капіталу на фінансову стабільність країн-реципієнтів, ефективність та доцільність застосування країнами, що розвиваються, механізмів контролю за операціями з капіталом. Запропоновано заходи щодо зміни структури припливу іноземного капіталу в напрямі підвищення частки довгострокових надходжень, контролю за короткостроковим "гарячим" капіталом і мінімізації його негативного впливу на вітчизняну економіку.

The impact of international capital flows on the financial stability of recipient countries, efficiency and expediency of developing countries controls the operations of capital are analyzed. The measures to change the structure of the inflow of foreign capital towards increasing the share of long-term revenues, control over short-term "hot" capital and minimize its negative impact on the domestic economy are proposed.

Ключові слова: фінансовий ринок, міжнародні потоки капіталу, глобалізація, грошово-кредитна політика, фінансова стабільність.

Вступ. Визначальною рисою сучасного розвитку світового господарства є зростання масштабів і поглиблення процесів міжнародного руху капіталу в глобальному економічному просторі. Бурхливий розвиток світового фінансового ринку, лібералізація рахунку операцій з капіталом країнами, що розвиваються, сприяють посиленню взаємозалежності та взаємодії як підсистем світового господарства, так і окремих держав. Проте процес інтернаціоналізації фінансових ринків та їх глобалізація, зростання транскордонних потоків капіталу, окрім добре відомих вигод для країн-реципієнтів, містять в собі і небажані тенденції, які здатні спричинити деструктивні ефекти, а то й взагалі провокувати світові фінансові кризи.

Значні потоки міжнародного капіталу посилюють також тиск на центральний банк у проведенні незалежної грошово-кредитної політики. В сучасних умовах йому набагато важче використовувати свої інструменти для досягнення визначених цілей всередині країни. Розтікаючись по всьому світу, капітал може створювати великі труднощі в управлінні монетарною політикою, особливо в країнах зі слабкими фінансовими системами. У той же час, грошово-кредитна політика має надзвичайно важливе значення, виступаючи як перша лінія оборони від зовнішніх шоків і порушень в роботі фінансової системи, так як вона може бути значно гнучкішою, ніж інші інструменти макроекономічної політики.

Аналіз останніх досліджень. Проблема грошово-кредитного регулювання в умовах притоку іноземного капіталу присвячені дослідження зарубіжних вчених: Б. Бернанке, Б. Джонстона, Н. Таміріса та ін. Значна кількість наукових праць про рух капіталу в країни, що розвиваються, стосується аналізу причин відтоку капіталу, проблеми так званої "раптової зупинки" (припливу капіталу). Моделі "раптової зупинки" досліджували В. Шарі, П. Кехо, Е. Макгреттен, Е. Мендоса, К. Сміт і М. Урібе. Науковці МВФ [1], на основі досліджень низки країн (Чилі, Бразилії, Колумбії, Таїланду та ін.), які використовували обмеження притоку капіталу у 1990–2000-х рр., дійшли висновку, що впровадження таких заходів підвищує стійкість економіки в періоди криз. Однак багато аспектів цього надзвичайно важливого в умовах вітчизняної економіки питання залишається поза увагою дослідників.

Метою дослідження є визначення основних наслідків лібералізації рахунку операцій з капіталом, пошук підходів до формування оптимальної стратегії грошово-кредитної політики в умовах масштабного притоку іноземної валюти й оцінка ефективності застосування механізмів попереджувального регулювання і контролю потоків капіталу країнами, що розвиваються, аналіз та оцінка доцільності й ефективності вітчизняних обмежень на рух капіталу та практики грошово-кредитного регулювання.

Виклад основного матеріалу. Приплив капіталу в країни, що розвиваються є однією з основних тенденцій глобальних економічних процесів за останні 5-7 років. Міжнародний досвід показує, що в даних умовах країни-реципієнти іноземного капіталу стикаються з кардинальною зміною структури платіжного балансу. Приплив валюти, як і раніше, залишається на високому рівні, але його джерелом стає не рахунок поточних операцій, а рахунок операцій з капіталом і фінансовими інструментами, який визнається більш волатильним. Відтак важливим є аналіз впливу міжнародних потоків капіталу на економіку країн-реципієнтів та визначення, якою повинна бути реакція центрального банку в цій ситуації.

Міжнародні потоки капіталу впливають на фінансову стабільність країни за допомогою різних каналів. Приплив капіталу, доповнюючи внутрішні заощадження для фінансування економічного зростання країни-реципієнта, стимулюючи диверсифікацію інвестиційного ризику, сприяє розвитку фінансових ринків. Тим не менш, раптове збільшення надходження в країну капіталу може ускладнити керування економікою, насамперед, проведення незалежної грошово-кредитної політики та валютного регулювання, "роздути" ціни на активи і підвищити системний ризик у фінансовому секторі. Хоча відкриття рахунку операцій з капіталом допомагає країні пережити наслідки внутрішніх потрясінь, воно в той же час підвищує

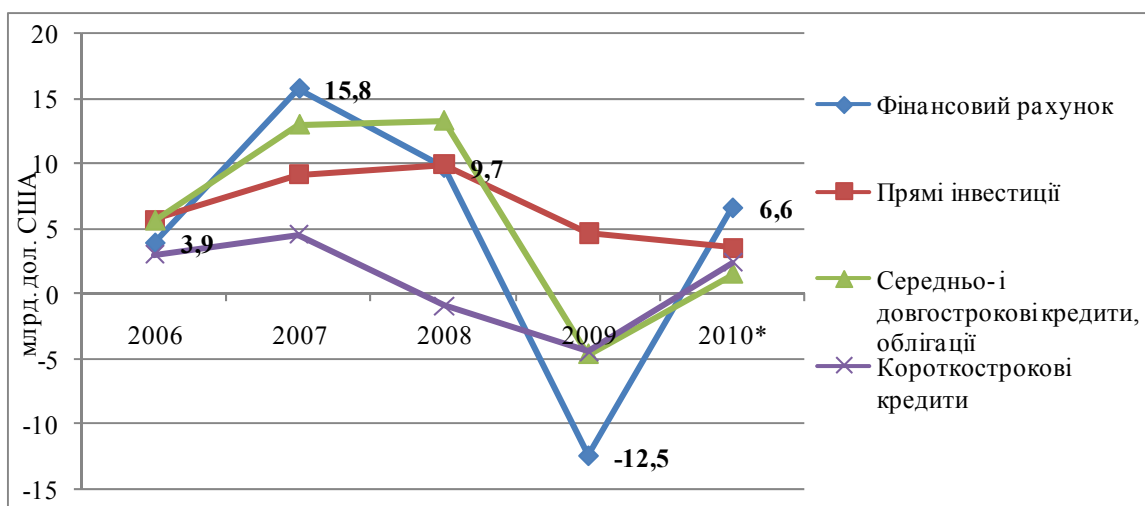
вразливість та відкритість до зовнішніх шоків. Нестабільність спекулятивних короткострокових потоків може негативно позначитися на фінансовій безпеці національної економіки. Таким чином, питання доцільності запровадження країнами, що розвиваються, механізмів контролю за фінансовими ринками та запобігання притоку короткострокового “гарячого” капіталу є актуальним.

Особливу увагу аналітиків ці проблеми привернули після масштабної азійської кризи в 1990-ті роки. На думку багатьох відомих економістів, наприклад Дж. Стігліца, однією із основних її причин стала швидка і масштабна зміна припливу капіталу на його відтік [2]. Так, сукупний чистий приплив капіталу в Індонезію, Малайзію, Південну Корею, Філіппіни і Таїланд збільшився з 41 млрд дол. в 1994 р. до 93 млрд в 1996 р. А в 1997 р. з цих країн “витекло” 12 млрд дол., що стало відправною точкою азійської кризи.

Нещодавня світова фінансова криза змусила міжнародну економічну спільноту (Міжнародний валютний фонд, Світовий банк) переглянути свою позицію щодо застосування заходів контролю над потоками капіталу і визнати доцільність їх використання країнами, що розвиваються.

Історія перехідних економік свідчить про те, що проблеми, пов’язані з масштабним неконтрольованим припливом іноземного капіталу, виникають в них досить часто. З точки зору монетарної влади, наслідки такого припливу відрізняються від наслідків припливу експортної валютної виручки лише підвищеною волатильністю.

Динаміка фінансового рахунку демонструє високий рівень його волатильності, а відтак структурні перекося в платіжному балансі України (рис. 1). Надходження за фінансовим рахунком (особливо короткострокового характеру) не можуть бути надійним джерелом припливу валюти, так як існує ризик їх “розвороту”.



*за 3 квартали 2010 р.

Рис. 1. Динаміка фінансового рахунку платіжного балансу України і його складових [3]

Досвід останніх 30-50 років показує, що негативне сальдо рахунку поточних операцій виступає в якості одного з головних показників формування потенціалу для кризи (валютної, банківської, боргової або системної фінансової) [4, с.37]. Волатильність припливу/відтоку капіталу здатна значно підсилитися навіть при незначних кризових проявах, причому не обов’язково на національному, але і на суміжних ринках. Так, розгортання світової фінансової кризи та поширення її ефектів на Україну з вересня 2008 р. зумовило уповільнення припливів довгострокового капіталу, значний вплив короткострокових фінансових ресурсів, що вилилось у від’ємне сальдо рахунку операцій з капіталом та фінансових операцій платіжного балансу у 2009 р. (12,5 млрд дол. США) на відміну від додатного сальдо в попередні роки (у 2008 р. – 9,7 млрд дол. США) (рис. 1).

Центральні банки по-різному реагують на приплив капіталу. Зазвичай, у відповідь на валютні потоки вони намагаються запобігти дуже стрімкому зміцненню національної грошової одиниці. Для цього вони купують надлишкову пропозицію іноземної валюти, що і стало головною причиною подвоєння золотовалютних резервів країн, що розвиваються, у докризовий період. При цьому нестерилізовані інтервенції зумовлюють зростання грошової маси та посилення інфляційних очікувань, у той час як ефективність проведення стерилізації залежить від багатьох факторів, в тому числі розмірів національного ринку цінних паперів.

Деякі країни застосовують заходи щодо обмеження припливу іноземного капіталу (Таїланд, Колумбія), а інші проводять лібералізацію відпливу капіталу з країни (Індія, Південна Корея).

Таким чином, крім традиційних заходів (зміни валютних курсів, коригування бюджетно-податкової і грошово-кредитної політики, валютних інтервенцій, накопичення резервів і пруденційних заходів) країни з

ринком, що формується, нерідко використовують механізми контролю за операціями з капіталом: посилення обмежень на притоки, ослаблення обмежень на вивіз капіталу або поєднання обох підходів, – щоб спробувати зменшити ризики, обумовлені коливаннями міжнародних фінансових потоків.

Контроль над рухом капіталу вперше почав використовуватися в ході Першої світової війни для фінансування військових витрат. Покриття державних витрат є найпершою, з історичної точки зору, метою контролю над рухом капіталу. На початку військових дій всі найбільші країни-учасниці конфлікту призупинили дію золотого стандарту, однак зберегли фіксований валютний курс. Щоб уникнути втечі капіталу, вони встановили контроль над його відпливом: обмежили покупки іноземних активів і позики за кордон.

Слід проте зазначити, що на цьому етапі застосування контролю над рухом капіталу виявилось малоефективним. Запроваджені обмеження не виконували поставлених перед ними завдань (фінансування державних видатків), так як утримували процентні ставки на низькому рівні, і, тим самим, перешкоджали зростанню внутрішніх заощаджень, за рахунок яких і повинен був фінансуватися державний борг.

Відомі економісти МВФ Б. Джонстон і Н. Таміріса, що спеціалізуються на проблемі регулювання мобільності капіталу, провели в кінці 1998 р. економетричний аналіз причин застосування контролю над рухом капіталу за результатами обстеження сорока п'яти країн, що розвиваються, і країн з перехідною економікою, включаючи Україну. Згідно з отриманими висновками, існують різноманітні фактори, що пояснюють запровадження контролю за рухом капіталу, основними з яких є проблеми платіжного балансу; макроекономічне регулювання; нерозвиненість ринків капіталу і фінансових інститутів; слабкість системи внутрішнього регулювання та фінансові “репресії”; розмір економіки та стадія її розвитку.

Сьогодні в економічній літературі широко обговорюється питання зв'язку між різними режимами обмінного курсу і можливістю проводити незалежну грошово-кредитну політику. Зокрема, наголошується, що в умовах вільного пересування капіталу незалежність грошово-кредитної політики залежить від режиму обмінного курсу. При фіксованому обмінному курсі така незалежність відсутня: дії монетарної влади повинні відповідати напрямам і обсягам руху капіталу, так як будь-які інші рішення завадять вирішенню поставленого завдання підтримки фіксованого курсу. У випадку вільного обмінного курсу монетарна влада може вибирати як цілі, так і інструменти грошово-кредитної політики. На основі подібних міркувань з'явилася теза про те, що вільний рух капіталу, фіксований обмінний курс і самостійна грошово-кредитна політика не можуть функціонувати одночасно. Ця теза в світовій економічній літературі отримала назву “неможлива трійця” – гіпотетична трилема, згідно з якою країна може одночасно мати тільки два з трьох таких елементів.

В Україні ситуацію з трьома компонентами “неможливої трійці” можна сформулювати наступним чином: в умовах вільного руху капіталу підтримка обмінного курсу гривні припускає відмову від регулювання грошово-кредитних показників. Іншими словами, неможливо таргетувати інфляцію, не відпустивши гривню у “вільне плавання” і/або не встановивши обмеження руху капіталу.

З останнього виникає питання, чи може введення контролю над рухом капіталу забезпечити певне регулювання обмінного курсу національної валюти без втрати контролю над грошово-кредитними показниками? Аналізу цього питання присвячена велика кількість досліджень, проте їх результати не дають однозначної відповіді. Заслуговує уваги робота, в якій автори проаналізували результати більше 30 емпіричних досліджень щодо оцінки дієвості контролю над потоками капіталу в різних країнах [5]. Їх аналіз показав, що контроль дозволяє змінити структуру припливу капіталу в бік підвищення частки довгострокового капіталу, забезпечити можливість проведення незалежної грошово-кредитної політики і, як правило, знизити тиск на реальний обмінний курс національної валюти.

Нещодавні дослідження економістів МВФ також свідчать, що країни, які запровадили контроль за потоками капіталу до світової рецесії, менше постраждали від різкого економічного спаду [6].

Вибір регулятивних інструментів залежить від багатьох факторів: стану економіки, рівня резервів, стабільності національної валюти, природи потоків капіталу тощо.

Механізми контролю можуть приймати безліч форм, але зазвичай вони підпадають під дві основні категорії: адміністративні та ринкові. Ринкові засоби контролю, такі як безпроцентні обов'язкові резерви капіталу й оподаткування фінансових потоків, роблять операції, на регулювання яких вони спрямовані, менш привабливими, підвищуючи пов'язані з ними витрати. Адміністративні механізми контролю встановлюють заборону або прямі кількісні обмеження на операції з капіталом. Оскільки вони часто передбачають необхідність отримувати дозвіл від офіційних органів для проведення таких операцій, адміністративні механізми, як правило, менш прозорі, ніж ринкові механізми контролю [7, с.57].

Розглянемо вітчизняні обмеження на рух капіталу. Основними інструментами Національного банку України щодо контролю за цими операціями є видача індивідуальних ліцензій та реєстрація кредитів.

Проаналізувавши вітчизняне законодавство, можна сказати, що в Україні діє більш жорстке регулювання експорту капіталу порівняно з досить ліберальним регулювання його імпорту. Так, інвестиції в Україну не потребують індивідуальних ліцензій. Залучення кредитів за кордоном згідно з Постановою НБУ “Про затвердження Положення про порядок отримання резидентами кредитів, позик в іноземній валюті від нерезидентів і надання резидентами позик в іноземній валюті нерезидентам” вимагає лише реєстрації

кредитного договору в Національному банку, яка повинна бути проведена ще до здійснення кредитної операції.

Значно ширше коло відносин охоплює регулювання експорту капіталу, оскільки воно стосується, перш за все, резидентів України. Сюди відносяться інвестиції українських резидентів за кордон, кредитування нерезидентів, відкриття українськими резидентами валютних рахунків за кордоном. Щодо всіх цих операцій мають видаватися індивідуальні ліцензії Національного банку України. При цьому існують різноманітні підстави для відмови у видачі ліцензії, в тому числі досить суб'єктивні [8].

На нашу думку, контроль за рухом капіталу буде ефективним лише тоді, коли він сприятиме досягненню таких економічних цілей, як забезпечення стабільності обмінного курсу, в першу чергу, через посилення незалежності грошово-кредитної політики чи збереження внутрішньої макроекономічної і фінансової стабільності. Оскільки контроль за рухом капіталу може створювати розриви між внутрішніми і зовнішніми фінансовими ринками, то виникає потреба вдаватися до обхідних маневрів. Ефективність контролю буде залежати від співвідношення результатів цих маневрів і витрат на їх здійснення. У випадку успішної реалізації механізмів контролю зменшуватиметься чутливість потоків капіталу до внутрішніх процентних ставок, які зможуть бути орієнтовані владою на внутрішні економічні завдання.

Дані про ефективність застосування механізмів контролю за капіталом в зарубіжних країнах неоднозначні. Є деякі свідчення того, що вони можуть подовжувати терміни погашення інструментів за певними видами (хоча вони не зменшують обсяг притоку) і створювати більше можливостей для проведення незалежної грошово-кредитної політики. Проте, навіть якщо певні механізми контролю за капіталом виявляються корисними для окремих країн при врегулюванні різких проблем, пов'язаних з масштабним припливом капіталу, вони можуть призводити до негативних багатосторонніх наслідків в інших. Ось чому необхідна індивідуальна розробка заходів, які могли б зменшити вплив потоків іноземного капіталу на валютний ринок і економіку конкретної країни в цілому.

Характерною рисою економік, що розвиваються, є нестача внутрішніх заощаджень для реалізації інвестиційних проектів і програм модернізації. Відтак забезпечення високих темпів економічного розвитку України можливе лише за умови швидкого нарощування інвестицій. При цьому варто зазначити, що зв'язок між припливом іноземного капіталу і зростанням інвестицій не є прямолінійним, оскільки надходження капіталу автоматично не перетворюються на інвестиції і можуть бути використані на будь-які інші цілі, наприклад, на споживання або на короткострокові спекулятивні вкладення у вітчизняні активи. Таким чином, необхідна розробка комплексу заходів щодо: зміни структури припливу іноземного капіталу в сторону підвищення частки довгострокових надходжень (в тому числі прямих інвестицій); контролю за короткостроковим "гарячим" капіталом і мінімізації його негативного впливу на вітчизняну економіку; удосконалення пруденційного регулювання у фінансовій сфері; модернізація грошово-кредитної політики в даних умовах. До таких заходів можуть належати:

1. Активне використання НБУ для кредитних організацій нормативів обов'язкового резервування, диференційованих за категоріями резидент/нерезидент та короткострокові/довгострокові зобов'язання, як інструменту протидії негативним наслідкам притоку іноземного капіталу. За борговими зобов'язаннями перед нерезидентами на термін до трьох років повинні бути встановлені більш високі норми резервування, що перешкоджають надмірному накопиченню короткострокового зовнішнього боргу.

2. Диференціація ставок оподаткування прибутку, включаючи доходи нерезидентів, від приросту курсів акцій українських підприємств. Податкова ставка повинна залежати від терміну інвестицій у вітчизняні активи. При цьому для інвестицій на термін понад 5 років доцільно встановити нульову ставку оподаткування з метою підвищення інвестиційної привабливості довгострокового інвестування в Україні.

3. Посилення ролі процентної політики НБУ в переліку інструментів впливу на макроекономічні параметри.

4. Розширення інструментарію стерилізації притоку іноземного капіталу (використання валютних свопів; допуск нерезидентів до випуску цінних паперів у гривнях; розвиток українського ринку державних цінних паперів з метою підвищення операцій на відкритому ринку тощо).

5. Удосконалення пруденційного контролю у фінансовій системі, здійснення контрциклічного регулювання і введення динамічних резервів. Динамічне резервування передбачає, що протягом кредитного буму банки повинні нараховувати додаткові резерви, а під час скорочення кредитної пропозиції – їх використовувати, що вимагає від НБУ прогнозування майбутніх втрат.

6. Перегляд механізмів контролю за потоками капіталу (насамперед, на експорт капіталу) з урахуванням зарубіжного досвіду їх застосування, забезпечення цільового спрямування відповідних механізмів на відлякування спекулятивного іноземного капіталу. При цьому необхідно враховувати, що обмеження повинні запроваджуватися тоді, коли потоки капіталу обумовлені не фундаментальними факторами, а "стадними" інстинктами інвесторів, кредиторів та позичальників. Економісти МВФ називають такі умови, за яких запровадження контролю за рухом капіталу є доцільним: темпи зростання економіки близькі до її потенціалу; рівень резервів центрального банку адекватний; валютний курс не занижений; потоки капіталу є тимчасовими.

Висновки. Таким чином, контроль за потоками капіталу не слід розглядати як ідеальний інструмент

пруденційної політики, оскільки він часто вводиться і модифікується в інтересах досягнення макроекономічних, а не мікроекономічних цілей. Хоча застосування даних механізмів може бути досить ефективним для відлякування спекулятивних потоків капіталу. Досягнення цілей довгострокового захисту вітчизняної економіки та економіки інших країн, що розвиваються, від небажаних наслідків зростання транскордонних потоків капіталу вимагає проведення як комплексу заходів щодо регулювання руху капіталу, так і глибоких структурних реформ і послідовної макроекономічної політики, пріоритетного розвитку внутрішніх ринків капіталу та удосконалення їх інфраструктури.

Перспективними напрямками наступних досліджень є комплексний аналіз результатів використання країнами, що розвиваються, механізмів контролю над потоками капіталу та практики грошово-кредитного регулювання, адаптація зарубіжного досвіду до умов національної економіки та вироблення на їх основі власної політики управління потоками капіталу.

Література

1. Jonathan D. Ostry, Atish R. Ghosh, Karl Habermeier, Marcos Chamon, Mahvash S. Qureshi, Dennis B.S. Reinhardt. Capital Inflows: The Role of Controls: IMF Staff Position Note. – 2010. – SPN/10/04. – Washington, D.C.: International Monetary Fund. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.cfm?sk=23580>.
2. Review of Joseph E. Stiglitz's Globalization and its Discontents (W.W. Norton, New York and London), 9 September 2002. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.anderson.ucla.edu/faculty/sebastian.edwards/Stiglitz.pdf>.
3. Щоквартальне аналітично-статистичне видання “Платіжний баланс і зовнішній борг України” [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.bank.gov.ua/Statist/index_PB.htm
4. Ведев А. Структурная модернизация финансовой системы России. Аналитический доклад. [Електронний ресурс]. – 2010. – Режим доступу : http://uisrussia.msu.ru/docs/nov/insor/Str_modern.pdf
5. Magud N., Reinhart C. Capital Controls: An Evaluation / NBER's International Capital Flows Conference, Santa Barbara, California, 2004. Dec. 16 - 18. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://scholarsbank.uoregon.edu/jspui/bitstream/1794/1929/1/UO200519_Magud_Controls.pdf.
6. Bob Davis IMF Suggests Capital Controls for Emerging Markets // The Wall Street Journal. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://online.wsj.com/article/SB10001424052748704269004575073610075698010.html>.
7. Аннамария Кокенин Решение проблем, связанных с приростом притока капитала // Финансы и развитие. Ежеквартальный журнал МВФ. [Електронний ресурс]. – 2010. – 3(47). – Режим доступу: <https://imf.org/external/russian/pubs/ft/fandd/2010/09/pdf/Spotlight.pdf>.
8. Постанова НБУ “Про затвердження Положення про порядок отримання резидентами кредитів, позик в іноземній валюті від нерезидентів і надання резидентами позик в іноземній валюті нерезидентам” від 17.06.2004 №270.

Надійшла 21.02.2011

УДК 338.2(477):336.76

О. В. ШУЛЬГІНА

Полтавський національний технічний університет імені Юрія Кондратюка

ІНСТРУМЕНТИ ГРОШОВО-КРЕДИТНОГО РЕГУЛЮВАННЯ В ПРОЦЕСІ РЕАЛІЗАЦІЇ АНТИКРИЗОВОЇ СТРУКТУРНОЇ ПОЛІТИКИ

В статті виконане обґрунтування організаційно-економічних основ грошово-кредитного інструментарію забезпечення антикризової структурної політики держави. Для ефективної реалізації заходів грошово-кредитного регулювання доцільно зіставити регулятивні можливості кожного з інструментів зі стратегічними цілями, яких треба досягнути.

In article the executed substantiation of organizational-economic bases of monetary and credit toolkit of support of an anti-recessionary structural policy of the state. For effective realisation of actions of monetary and credit regulation it is expedient to compare possibilities of regulation of each of tools with strategic targets which should be reached.

Ключові слова: грошово-кредитна політика, антикризова структурна політика, національна економіка.

Постановка проблеми. Грошово-кредитне регулювання економіки є одним з основних важелів макроекономічного регулювання. Проблема забезпечення післякризової стабілізації та економічного зростання вимагає застосування широкого кола дієвих інструментів грошово-кредитної політики, що підкреслює актуальність обраної тематики. Розвиток грошово-кредитного регулювання пов'язаний з системними змінами в національній економіці, формуванням ринкового механізму, подоланням інфляції та інтеграцією національного господарства у глобальний простір. Економічний спад в сукупності зі