

Фінанси, банківська справа та страхування

УДК 339.72:330.35

Бублик Євген Олександрович

*кандидат економічних наук, старший науковий співробітник
ДУ "Інститут економіки та прогнозування НАН України"*

Бублик Евгений Александрович

*кандидат экономических наук, старший научный сотрудник
ГУ «Институт экономики и прогнозирования НАН Украины»*

Bublyk Yevhen

*PhD in Economics, Senior Researcher
Institute for Economics and Forecasting of
National Academy of Sciences of Ukraine
ORCID: 0000-0002-6080-9341*

**ЗАПРОВАДЖЕННЯ КОНТРОЛЮ ЗА ПОТОКАМИ КАПІТАЛУ:
ІНСТИТУЦІЙНИЙ ПОГЛЯД ТА МОЖЛИВОСТІ УКРАЇНИ
ВНЕДРЕНИЕ КОНТРОЛЯ НАД ПОТОКАМИ КАПИТАЛА:
ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫЙ ВЗГЛЯД И ВОЗМОЖНОСТИ
УКРАИНЫ
IMPLEMENTATION OF CONTROL ON CAPITAL FLOWS:
INSTITUTIONAL VIEW AND POSSIBILITIES OF UKRAINE**

Анотація. В статті представлено спробу розв'язання завдання визначення принципів можливостей використання заходів регулювання міжнародних потоків капіталу в межах існуючої парадигми та політик міжнародних фінансових інституцій від яких економічно та політично залежать економіки, що розвиваються. Потреба у розробці політики регулювання потоків капіталу зумовлена великими обсягами

короткострокових волатильних потоків капіталу, що чинять потужний негативний вплив на фінансову стабільність малих відкритих економік.

Відповідно до проведеного аналізу відзначено нові тенденції до зміни інституційного підходу МВФ на користь запровадження інструментів контролю за потоками капіталу. Відзначено, що об'єктивна необхідність здійснення контролю за потоками капіталу, що характеризуються ризиком ухилення від сплати податків або порушення стану стабільності передбачена і в правому полі ЄС. Позначено характерні ризики неконтрольованого руху потоків капіталу в малих відкритих економіках.

Рекомендації представлені в статті включають обґрунтування можливостей відповідно до нового підходу МВФ та існуючої практики ЄС, проводити політику контролю за міжнародними потоками капіталу в Україні в інтересах забезпечення фінансової стабільності, не викликаючи конфліктів з МФО та процесом євроінтеграції. Також обґрунтовано, що негативні прояви волатильних потоків капіталу: небажане коливання курсу національної валюти та проциклічний «перегрів» економіки, потребують збереження валютного регулювання з огляду на його винятково важливу роль у запобіганні негативному впливу волатильних потоків капіталу.

Ключові слова: *фінансова відкритість, міжнародні потоки капіталу, МВФ, фінансовий сектор, валютне регулювання.*

Анотація. *В статье рассмотрены принципиальные возможности использования мер регулирования международных потоков капитала в рамках существующей парадигмы и политик международных финансовых институтов, от которых экономически и политически зависят развивающиеся экономики. Потребность в разработке политики регулирования потоков капитала обусловлена большими объемами краткосрочных волатильных потоков капитала, оказывают мощное*

негативное влияние на финансовую стабильность малых открытых экономик.

Согласно проведенному анализу отмечены новые тенденции к изменению институционального подхода МВФ в пользу использования инструментов контроля за потоками капитала. Отмечено, что объективная необходимость осуществления контроля за потоками капитала, характеризующихся риском уклонения от уплаты налогов или нарушения состояния финансовой стабильности предусмотрена и в правом поле ЕС. Обозначены характерные риски неконтролируемого движения потоков капитала в малых открытых экономиках.

Рекомендации представлены в статье включают обоснование возможностей в соответствии с новым подходом МВФ и существующей практики ЕС, проводить политику контроля за международными потоками капитала в Украине в интересах обеспечения финансовой стабильности, не вызывая конфликтов с МФО и процессом евроинтеграции. Также обосновано, что негативные проявления волатильных потоков капитала как-то: нежелательное колебание курса национальной валюты и проциклический «перегрев» экономики, требуют сохранения валютного регулирования, учитывая его важную роль в предотвращении негативного влияния волатильных потоков капитала.

Ключевые слова: *финансовая открытость, международные потоки капитала, МВФ, финансовый сектор, валютное регулирование.*

Summary. *The article considers the fundamental possibilities of using measures to regulate international capital flows within the framework of the existing paradigm and policies of international financial institutions, on which developing economies depend economically and politically. The need to develop a policy for regulating capital flows is caused by the large volumes of short-term*

volatile capital flows that provide a powerful negative impact on the financial stability of small open economies.

According to the analysis, new trends are noted for a change in the IMF's institutional approach in favor of using capital flow control instruments. It is noted that the objective need for monitoring capital flows, which are characterized by the risk of tax avoiding or a violation of the financial stability state, is also provided for in the EU right field. The characteristic risks of uncontrolled movement of capital flows in small open economies are indicated.

The recommendations presented in the article include the justification of the possibilities, in accordance with the new approach of the IMF and the existing EU practice, to pursue a policy of controlling the international capital flows in Ukraine due to the interests of ensuring financial stability without causing conflicts with MFIs and the European integration process. It is also justified that the negative influence of volatile capital flows, such as undesirable fluctuations exchange rate of national currency and procyclical overheating of the economy, require the recovering of foreign exchange regulation, given its important role in preventing the negative impact of volatile capital flows.

Key words: *financial openness, international capital flows, IMF, financial sector, currency regulation.*

Вступ. Неоднозначний вплив фінансової відкритості на економічне зростання і, в той же час, наочний зв'язок нерегульованих міжнародних потоків капіталу (МПК) з формуванням системного ризику фінансової нестабільності в малих транзитивних економіках з недорозвиненими ринковими інституціями через поглиблення структурних, валютних, цінових диспропорцій зумовив зміну інституціональних підходів до запровадження фінансової відкритості та формування політики контролю за рухом потоків капіталу. Процес раціоналізації фінансової відкритості та використання обмежень на рух МПК в малих відкритих економіках після 30

років домінування парадигми дерегуляції даної сфери є доволі складним і йому повинно передувати розв'язання такого принципового завдання, як визначення потенційних можливостей використання заходів регулювання МПК в межах існуючої парадигми та політик наддержавних інституцій від яких економічно та політично залежать економіки, що розвиваються.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Дослідження особливостей впливу міжнародних потоків капіталу на розвиток економік, що розвиваються проводили Дж. Брокмеєр [1], В. Кляйн [2] а також М. Рєпко [3], тенденцію до зміни інституційного погляду МВФ відзначали О. Бланшард та ін. [4]. Представляє інтерес дослідження вимог ЄС до вільного руху капіталу та практики його регулювання в роботах Б. Стрільця [5]. Разом з тим, доволі швидка трансформація інституційних поглядів на посткризовому етапі зумовлює потребу поглиблення досліджень в цьому напрямі.

Формулювання цілей статті (постановка завдання). Визначення можливостей застосування політики регулювання потоків капіталу в умовах існуючих політик міжнародних фінансових інституцій та ЄС.

Виклад основного матеріалу. На даний момент, заходи з обмеження торгівельної та фінансової відкритості застосовують всі групи країн, як розвинені, так і з ринками, що розвиваються. Але одразу після початку кризи 2008 р. ідея використання обмежень на рух капіталу не позиціонувалась як повноцінний елемент макроекономічної політики, а, радше, лише як тимчасовий засіб. Можна сказати, що і на даний момент, методичні рекомендації щодо регулювання МПК тільки розробляються, а діюче нормативно-правове забезпечення цього процесу швидше стає йому на заваді. Водночас, саме МВФ виявився більш гнучким в плані оцінки перспектив політики регулювання МПК. Вже у 2006 р на сторінках його видань можна було зустріти висновки про те, що фінансова відкритість та

вільний рух МПК не корелює помітним чином з економічним розвитком країни [6].

Початок зміни інституційного погляду МВФ щодо перспектив запровадження обмежень на рух капіталу став помітним у 2010 р., коли була оприлюднена доповідь, підготовлена групою економістів МВФ, про те, що Фонд суттєво переглянув свою позицію щодо використання обмежень на приплив капіталу в країнах з ринками, що формується. У документі було зроблено висновок про те, що заходи контролю іноді «обґрунтовані, як один з інструментів макроекономічної політики» в країнах, які прагнуть впоратися з швидко зростаючим припливом капіталу [7]. А з 2012 р. офіційна позиція МВФ вже затверджувала наявність політики контролю за рухом капіталу, як необхідну умову фінансової стабільності, яка повинна запобігати накопиченню ризиків та реалізації екзогенних шоків [1]. Пояснюючи це тим, що «раптове збільшення припливу капіталу може здійснювати дестабілізуючий вплив, насамперед, внаслідок сприяння виникненню кредитних бумів і фінансової нестабільності» [8].

В наступні роки, особливо під впливом розгортання торговельних суперечок між США та КНР, подібна риторика від МВФ посилилась і поширилась на зворотній рух МПК, а також торкнулась інших міжнародних фінансових інституцій. Наприклад, в роботах фахівців Світового банку зазначається, що «країни зможуть рухатись до фінансової відкритості тільки у випадку, якщо вони будуть здатні долати випадки волатильності потоків капіталу та обмінних курсів і захищати внутрішню фінансову стабільність» [9].

Окрім загальних висновків та рекомендацій щодо використання заходів та обмежень на рух МПК, фахівцями МВФ було запропоновано й низку методичних рекомендації щодо їх запровадження. Вагомим їх внеском стала класифікація основних форм обмежень та формалізація передумов їх запровадження. Основними різновидами обмежень при цьому

визнано такі, що на постійній основі обмежують рух капіталу і такі, що мають дискретний характер, вмикаючись або вимикаючись за наявності потреби. Перші за методою МВФ, згодом визнаною й науковцями, отримали назву «стіни» (walls), а інші – «ворота» gates [2]. Виходячи із ряду сучасних досліджень обмеження типу «стіни» та «ворота» можна порівняти із адміністративними та ринковими типами обмежень.

Розвиваючи зазначену методу класифікації обмежень з використанням досвіду трансформаційних економік, можна додати, в рамках зазначених «стін» та «воріт», можуть існувати три основні варіанти обмежень: адміністративні (жорсткі законодавчі або нормативні обмеження за видами діяльності, власності, країни походження та ін.); програмні (обмеження які обумовлені певними вимогами для нівелювання галузевого, регіонально, інших ризиків або потребами підтримки розвитку за відповідними напрямками); та кількісні (як правило обмеження у вигляді кількісних нормативів на використання певних видів фінансових інструментів та кількісні показники валютних операцій).

Такий підхід, з виокремленням програмного характеру обмежень на рух капіталу, на нашу думку, дозволяє розвинути необхідність використання ряду обмежень на рух МПК, як інструменту стимулювання економічного розвитку. Доцільність виокремити обмеження програмного характеру пов'язана з їх особливим статусом інструменту структурно-економічного регулювання в межах відповідних програм розвитку і, здебільшого, подвійним адміністративно-ринковим характером.

В той же час, рекомендації МВФ щодо доцільності переходу від «стін», до адаптивних обмежень типу «ворота» загалом викликають питання, оскільки і «стіни» все ще присутні в практиці розвинених країн в інтересах захисту стратегічних галузей та підприємств. Такі обмеження ефективно рятують від втрати стратегічних пріоритетів та конкурентних переваг, а також руху непродуктивних МПК.

Особливу увагу потрібно звернути на постулювання МВФ необхідності використовувати заходи для обмеження раптової втечі капіталу з малих відкритих економік. Погоджуючись з тим, що сплески відтоку можуть викликати шоки у фінансовій системі та спад у реальному секторі, МВФ акцентує, що сплески відтоку можуть бути спричинені як глобальними чинниками та ефектами зараження поза контролем урядів країн, так і внутрішніми подіями. Цікаво відзначити, що в плані аналізу ефективності заходів обмеження на відтік капіталу, серед трьох країн, на досвід яких посилаються експерти МВФ, присутня і Україна, яка у 2008 р. запровадила суттєві обмеження на відтік капіталу. Проте, МВФ не дуже позитивно оцінює український досвід, апелюючи до того, що обмеження запроваджувались в умовах слабкої макроекономічної політики [1].

Більш консервативно, у порівнянні з МВФ, до питання регулювання МПК підходить офіційні інституції ЄС. Пояснюється це тим, що вільний рух капіталу – одна з чотирьох основних свобод декларованих цим інтеграційним об'єднанням. Інші три: вільний рух людей, послуг та товарів. При цьому вільний рух капіталу в межах ЄС передбачає дійсно масштабну лібералізацію: можливість безперешкодних платежів і переказів через кордони, купівлю нерухомості, акцій компаній та інвестування між країнами. Таким чином вільний рух капіталу передбачався, ще на перших етапах створення європейського об'єднання у 1957 р., при укладенні першого Договору (далі Договір) про заснування Європейського економічного співтовариства у Римі [5, с. 300].

Відтак лібералізація руху капіталів в ЄС пройшла тривалий шлях і переривалась дією фінансових, політичних криз та врешті-решт сягнула помітного прогресу. Тому, принцип вільного руху капіталу в ЄС дійсно слід сприймати, як один з фундаментальних і непохитних стовпів. В той же час, об'єктивна необхідність заходів контролю над рухом МПК, зумовлює можливість їх використання і в ЄС. Хоча офіційно Уряд ЄС не підтримує їх

запровадження, все ж, як європейське законодавство, так і практика міжнародних угоди з ЄС, дозволяє певні вилучення, якщо вони зумовлені наступними ризиками втрати контролю держав-членів за фінансовими потоками, що створює умови для ухилення від оподаткування та легалізації доходів, отриманих злочинним шляхом.

Для захисту стратегічних інтересів держав-членів та Європейського Союзу в цілому можуть бути введені обмеження за мотивами «спільних інтересів». Використання регуляторної політики в сфері руху ПМК в ЄС активізувалось із початком торговельного протистояння США та КНР. На його фоні провідні економіки ЄС також посилили регуляторні заходи проти торговельної експансії КНР. Зокрема, у лютому 2019 р. Європарламентом була прийнята нова програма моніторингу інвестицій, [10]. яка закликає країни-члени спеціально відстежувати інвестиції у низці секторів, включаючи критичні технології та інфраструктуру. Особливо це стосується інвестицій та фінансових транзакцій підприємств з державною участю або в рамках державних програм.

Таким чином, перспективи трансформаційних економік у запровадженні політики регулювання фінансової відкритості та руху МПК в межах регуляторного поля ЄС цілком реальними за умови її побудови на базі адекватної системи контролю, яка дозволяє моніторити вплив МПК на формування ризиків фінансової нестабільності та виявлення операцій з відмивання капіталів здобутих незаконним шляхом. В першому випадку відбувається обмеження негативного впливу притоку волатильних МПК, в другому – задовольняється потреба транзитивної економіки в обмеженні обсягів втечі капіталу, оскільки, як було показано у попередніх розділах, вона відбувається саме через напівлегальні схеми. Відповідним чином необхідно здійснювати обґрунтування запровадження політики контролю МПК малої транзитивної економіки для ЄС.

Для додаткового обґрунтування необхідності запровадження політики регулювання фінансової відкритості потрібно звернути увагу на наявні ознаки відходу від «жорсткої політики лібералізації» руху інвестицій серед країн-учасників ОЕСР. З самого початку вимоги лібералізації інвестиційної діяльності для учасників ОЕСР носили достатньо обов'язковий характер. Країни-учасники приєднувались до «Кодексу про лібералізацію руху капіталів» і повинні були оприлюднити план лібералізації, а після його реалізації не допускати їх поновлення.

Проте, після Азійської кризи та, особливо, ГФК, практика застосування Кодексу про лібералізацію руху капіталів стала більш лояльною по відношенню до країн, що розвиваються, а необхідність використання обмежень на рух капіталу стало розглядатись керівництвом ОЕСР останнім часом досить серйозно. Воно наголошує, що Кодекс орієнтований здебільшого на поступове проведення фінансової лібералізації таких країн по мірі їх спроможності, підкреслюючи, що Кодекси дозволяють тимчасово призупиняти лібералізаційні заходи для регулювання потоків капіталу [11].

В рамках дорожньої карти політики лібералізації, в Україні було прийнято Закон України №2473-VIII від 21.06.2018 р. «Про валюту і валютні операції». Прийняття цього закону та низки інших нормативно-правових актів є черговим етапом лібералізації валютного ринку, а норми цих документів спрямовані на дерегуляцію інвестицій, спрощення проведення транскордонних операцій з валютними цінностями і розширення переліку доступних валютних операцій. Відповідно, актуальна позиція НБУ полягає у використанні заходів регулювання потоків капіталу виключно на тимчасовій основі, як реакцію на зовнішні шоки, що зумовлює певну пасивність по відношенню до їх неодмінного впливу [3, с. 40]. Наведений у даній роботі досвід показує, що такий підхід не відповідає актуальним тенденціям.

На даний момент високий ризик відтоку капіталу за кордон та девальвації національної грошової одиниці вимагає збереження валютних обмежень, запроваджених НБУ та унеможлиблює лібералізацію руху портфельних інвестицій та інвестицій резидентів за кордон. Особливість економік зі слабким національними валютами полягає в тому, що планомірний рух МПК в них більшою мірою впливає на коливання РЕОК національної валюти, зміцнюючи її за притоку та послаблюючи за відтоку. У випадках шоків переливів зміна курсу національної валюти набуває великої амплітуди і руйнівних масштабів. Такі коливання посилюються спекулятивним ринковим впливом і в таких умовах стабілізуючий ефект вільно плаваючого курсу, який передбачає теорія, просто не здатен проявитись.

З іншого боку в країні, що зберегла національну валюту – валютний ринок виступає вузьким місцем, яке проходять майже всі МПК в країну і назовні. Відтак, в країнах з національними грошовими одиницями, саме валютне регулювання набуває потенціалу виключно дієвих інструментів впливу на характер МПК в країні.

Висновки. Негативний вплив МПК на фінансову стабільність малих відкритих економік та брак позитивних наслідків зумовили трансформацію підходів міжнародних інституцій в напрямі обґрунтування доцільності використання заходів контролю за рухом МПК та запровадження обмежень на приплив короткострокового спекулятивного капіталу. Спираючись на новий офіційний підхід МВФ щодо доцільності використання обмежень на рух МПК та апелюючи до наявної практики ЄС, запровадження політики контролю за МПК в Україні, не суперечитиме вимогам цих інституцій та процесу євроінтеграції і розширить інструментарій забезпечення фінансової стабільності.

Прийняті міжнародними інституціями аргументи про негативні прояви волатильних потоків капіталу: небажане коливання курсу

національної валюти та проциклічний «перегрів» економіки, слід доповнити й іншими аргументами про не менш вагомі ризики, які провокують в національних фінансових системах транзитивних економік раптові розвороти та зупинки руху МПК в результаті екзогенних шоків. Зокрема слід звернути увагу на особливості взаємозв'язку МПК та фінансової стабільності в країнах зі слабкими національними валютами та проблемою перманентного відтоку капіталу в транзитивних економіках загалом.

Література

1. Brockmeijer J., Marston D., Ostry, J. D. Liberalizing capital flows and managing outflows // IMF Board Paper. 2012. URL: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/031312.pdf>
2. Klein W. Capital Controls: Gates versus Walls // Brookings Papers on Economic Activity. 2012. Vol. 2012 (1). PP. 317-367.
3. Repko M., Kashko O., Piontkivska I. International experience of capital flow liberalization // Visnyk of the National Bank of Ukraine. 2016. No. 235. PP. 26-42.
4. Blanchard O., Hagan S., Towari S., Vinals J. The liberalization and management of capital flows: an institutional view // IMF. 2012. November. URL: <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/111412.pdf>
5. Стрілець Б. В. Свобода руху капіталу та інвестиційна діяльність у Європейському Союзі // Часопис Київського університету права. 2015. № 1. С. 299-304.
6. Kose M., Prasad E., Rogoff K., Wei S. Financial globalization: a reappraisal // IMF Working papers. WP/06/189(1). PP. 1-94.
7. Moghadam R. Recent Experiences in Managing Capital Inflows – Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework // International Monetary Fund. 2011. February. URL: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/021411a.pdf>

8. IMF Survey: Evolution Not Revolution: Rethinking Policy at the IMF. IMF. 2016. June. URL: <https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/53/sopol060216a>
9. Making the global financial system work for all / Report of the G20 eminent persons group on global financial governance (2018), 100 p. URL: <https://www.globalfinancialgovernance.org/assets/pdf/G20EPG-Full%20Report.pdf>
10. EU National screening mechanism. URL: https://europa.eu/rapid/press-release_IP-19-2088_en.htm
11. Keeping Capital Flows Orderly, OECD. 2015. URL: <http://oecdinsights.org/2015/12/02/keeping-capital-flows-orderly/>

References

1. Brockmeijer, J., Marston, D., Ostry, J. D. (2012) Liberalizing capital flows and managing outflows. // IMF Board Paper. URL: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/031312.pdf>
2. Klein, W. (2012) Capital Controls: Gates versus Walls // Brookings Papers on Economic Activity. vol. 2012(1). PP. 317-367.
3. Repko, M., Kashko, O., Piontkivska, I. (2016) International experience of capital flow liberalization // Visnyk of the National Bank of Ukraine, 2016, No. 235, PP. 26-42.
4. Blanchard, O., Hagan, S., Towari, S., Vinals, J. (2012) The liberalization and management of capital flows: an institutional view // IMF, 2012. URL: <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/111412.pdf>.
5. Strilec B. V. (2015) Svoboda rukhu kapitalu ta investycijna dijalnistj u Jevropejsjkomu Sojuzi // Chasopys Kyjivsjkogho universytetu prava. No. 1. PP. 299-304.
6. Kose, M., Prasad, E., Rogoff, K., Wei, S. (2009) Financial globalization: a reappraisal. IMF Working papers, WP/06/189(1), PP. 1-94.

7. Moghadam, R. (2011) Recent Experiences in Managing Capital Inflows – Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework // International Monetary Fund. URL: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/021411a.pdf>.
8. IMF Survey: Evolution Not Revolution: Rethinking Policy at the IMF. IMF. 2016. URL: <https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/53/sopol060216a>.
9. Making the global financial system work for all // Report of the G20 eminent persons group on global financial governance, 2018. 100 p. URL: <https://www.globalfinancialgovernance.org/assets/pdf/G20EPG-Full%20Report.pdf>.
10. EU National screening mechanism. URL: https://europa.eu/rapid/press-release_IP-19-2088_en.htm.
11. Keeping Capital Flows Orderly // OECD. 2015. URL: <http://oecdinsights.org/2015/12/02/keeping-capital-flows-orderly/>.