



Дослідження/

Олена Боришкевич

Кандидат економічних наук,
доцент кафедри менеджменту
банківської діяльності Київського
національного економічного університету
імені Вадима Гетьмана

Міжнародний рух капіталу та проблеми зовнішньої заборгованості

У статті розглянуто основні тенденції у сфері міграції капіталу на глобальному рівні. Наголошено, що архітектура сучасної світової фінансової системи провокує безвідповідальну поведінку як позичальників, так і кредиторів, що призвело до масштабних обсягів світового боргу. Упродовж останніх десятиліть світова економіка розвивалася шляхом суттєвого послаблення або й скасування контролю за рухом капіталу. Країни як із розвинутими економіками, так і економіками, що розвиваються, цілеспрямовано лібералізували свої фінансові ринки та скасовували обмеження щодо їх інтеграції. Проте країни, які зберегли або відновили заходи контролю за капіталом, були значно стійкішими щодо волатильності потоків капіталів і відносно швидко та активно відновлюють свої економіки після світової фінансової кризи.

ДИНАМІКА ТА СТРУКТУРА ПЕРЕМІЩЕННЯ КАПІТАЛІВ

Економічна політика переважної більшості країн сьогодні формується під впливом дисбалансів, спричинених світовою фінансовою кризою. До основних завдань, серед яких — стимулювання економічного зростання, боротьба з інфляцією, покриттям дефіцитів платіжних балансів та зменшення безробіття, приєдналися нові: вирішення проблем заборгованості і контролю за рухом капіталів.

У сучасному світі міграція капіталу суттєво впливає на економічний розвиток країн. Упродовж останнього десятиліття іноземні інвестиції були вагомим внеском у накопичення капіталу та сталий розвиток у багатьох країнах і особливо у країнах, що розвиваються. Проте не завжди є підстави трактувати цей вклад виключно як позитивний. Як зазначив директор з прогнозування розвитку групи Світового банку Ганс Тіммер, “зростання міжнародних потоків капіталу сприяє піднесенню економіки в більшості країн, що розвиваються, проте такий потік ресурсів загрожує певними ризиками і може загрожувати відро-

“Ощадливість, що веде до накопичення, стала майже однаково рідкісною як у республіканських, так і монархічних країнах. Зростання величезних боргів, що нині пригнічують..., майже скрізь відбувалося однаково”.

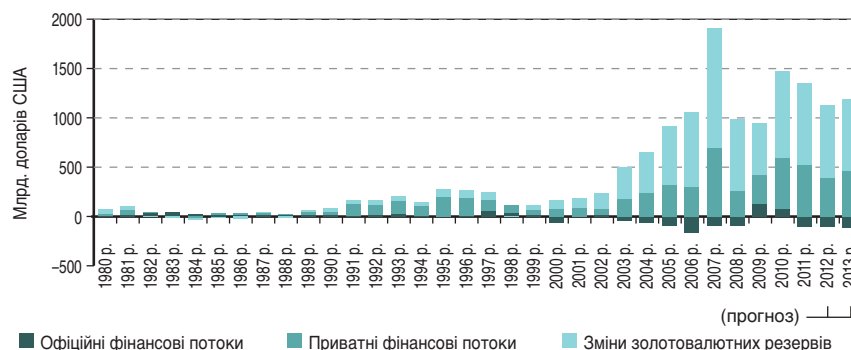
Адам Сміт, “Добробут націй” [1].

дження економіки в середньостроковій перспективі, особливо у випадку неочікуваного підвищення курсів валют чи виникнення “бульбашок” цін на активи” [3].

Хоча частка глобальних фінансових потоків у країни з ринками, що формуються та країни, що розвива-

ються (emerging and developing economies), зросла більш як у сім разів впродовж останнього десятиліття (див. графік 1), їх реальний внесок міг би бути ще більшим, якби ці інвестиції спрямовувалися на створення робочих місць і розвиток виробничого потенціалу, а не лише на

Графік 1. Чисті фінансові потоки до країн із ринками, що формуються та країн, що розвиваються



Джерело: побудовано за даними World Economic Outlook database. April 2012. International Monetary Fund. www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/01/weodata/download.aspx.

“Те, що відбувається нині, – справжній жах, який зникне, оскільки джерела природи настільки ж масштабні, а винахідливість людини настільки ж плідна, як і раніше”.

Джон Мейнард Кейнс, “Причини і шляхи переборення кризи” [2].

підтримку експортоорієнтованих виробництв, які забезпечують обмежені можливості в плані зайнятості, виробництва, технологічних інновацій тощо. Зазначимо також, що надходження іноземних капіталів має позитивний вплив на економіку країни-боржника лише за умови, що використання капіталів приноситиме дохід, за рахунок якого будуть погашатися борги та відсотки за ними. На жаль, така ситуація не характерна для сучасного “світу споживання”. Тому проблема зовнішньої заборгованості набула глобального масштабу.

Як бачимо на графіку 2, перша половина 2000-х років характеризувалася відносно рівномірними обсягами фінансових потоків до країн із ринками, що формуються, та країн, що розвиваються. Стрімке зростання фінансових потоків відбулося у 2007 році та змінилося настільки ж стрімким відпливом у 2008 році.

Чистий приплив капіталу до країн із ринками, що формуються, та країн, що розвиваються, відновився в 2010 році та тривав у 2011 році, незважаючи на нестабільність світової економіки. У 2009 та 2010 роках спостерігалася значне збільшення чистого припливу портфельних інвестицій після чистого відпливу в обсязі 73 млрд. доларів США у 2008 році. В 2010 р. їх обсяг сягнув рекордних 233 млрд. доларів

США, це вдвічі більше від максимальних обсягів 2007 року. В 2011 р. знову відбулося стрімке зниження обсягів портфельних інвестицій, що стало відображенням загальних глобальних тенденцій. Стрімкі коливання відбулися й серед інших приватних фінансових потоків, які переважно складаються з кредитів банків та небанківських установ. Слід зазначити, що обсяги прямих іноземних інвестицій зазнавали найменших коливань. Їх обсяги дещо збільшилися у 2011 році, досягнувши 418 млрд. доларів США після зниження на 35% у 2009 році. Збільшення чистого припливу офіційних фінансових потоків у 2009–2010 роках було спричинене необхідністю стабілізації у першу чергу фінансових ринків країн із економіками, що розвиваються, а вже у 2011 році відбувся чистий відплив офіційних потоків у розмірі 110 млрд. доларів США. За прогнозами МВФ, у 2012 та 2013 роках також триватиме тенденція до чистого відпливу офіційних фінансових потоків, приватних фінансових потоків та зниження чистого припливу портфельних інвестицій, а обсяги чистого надходження прямих інвестицій залишатимуться приблизно на одному рівні [4].

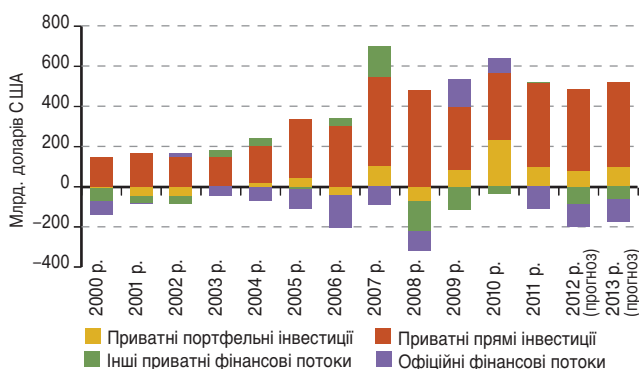
Економічний фон для припливу приватного капіталу в країни з ринками, що розвиваються, був сприятливим завдяки вищим процентним

ставкам порівняно з розвинутими країнами, вищими темпами зростання економіки, а в деяких випадках також завдяки поліпшенню умов торгівлі, які особливо сприяють припливу капіталу в товарний експорт економіки цих країн.

Лідерами за обсягами надходження капіталу залишаються країни Азії (див. графік 3). Ринки цих країн мають кращі показники зростання порівняно з іншими групами країн, що приваблює закордонних інвесторів. Проте уряди країн Азії всіляко стримують приплив спекулятивних капіталів, які значно посилюють зростання курсів їхніх національних валют. Здебільшого – шляхом запровадження обмежень на переміщення капіталу, хоча навіть ці заходи не надто стримують приплив капіталів. Незважаючи на те, що нині триває домінування азійських ринків, у 2011 році зріс чистий приплив капіталу до країн Латинської Америки та Карибського басейну й незначно збільшилися фінансові потоки до країн Центральної та Східної Європи після значного спаду в 2009 році.

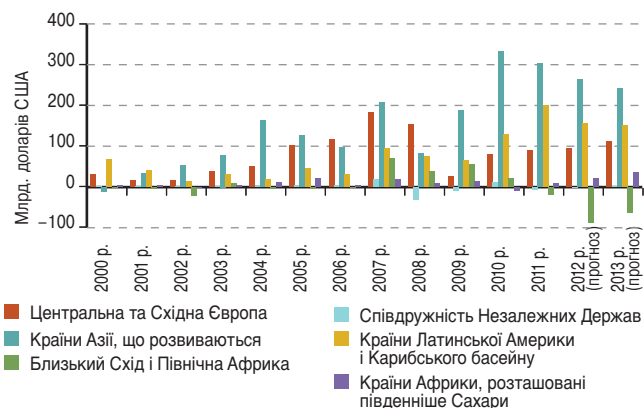
Посилення фінансової нестабільності наприкінці 2011 року спричинило значний відплив капіталу з країн СНД та зниження курсів національних валют цієї групи країн. Причинами втечі капіталів із країн Близького Сходу та Північної Африки були насамперед соціальні заворушення, а також нестабільність у єврозоні. Цей регіон зазнав найбільшої втечі капіталу і, за прогнозами МВФ, у 2012 та 2013 роках ця тенденція посилиться [4]. Натомість в інших країнах Африки відбувається активне зростання потоків капіталу, оскільки цей регіон найменше зазнав глобальних фінансових потрясінь.

Графік 2. Обсяги чистого припливу капіталу до країн із ринками, що формуються та країн, що розвиваються, у розрізі видів фінансових потоків



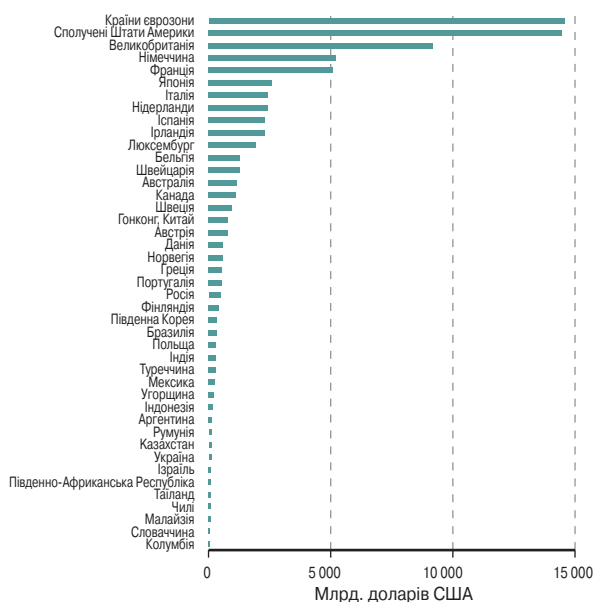
Джерело: побудовано за даними World Economic Outlook database. April 2012. International Monetary Fund. www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/01/weodata/download.aspx.

Графік 3. Чистий приплив капіталу до країн із ринками, що формуються та країн, що розвиваються, в регіональному розрізі



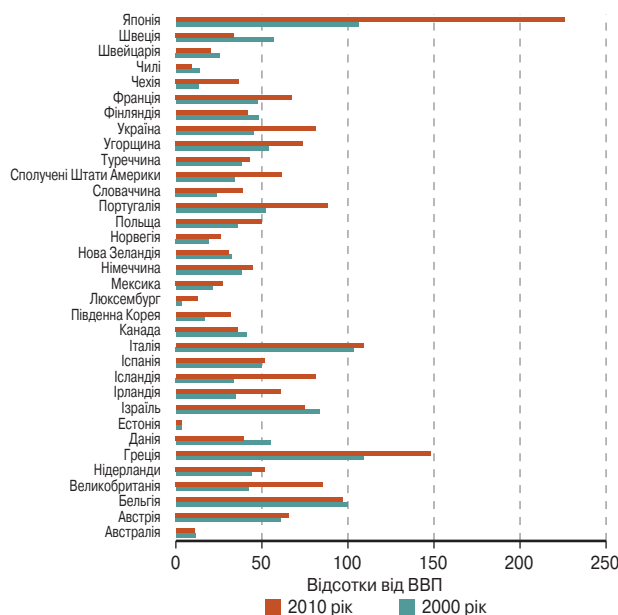
Джерело: побудовано за даними World Economic Outlook database. April 2012. International Monetary Fund. www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/01/weodata/download.aspx.

Графік 4. Валовий зовнішній борг деяких країн світу в 2011 році



Джерело: побудовано за даними Bank of International Settlements (BIS) – Gross External Debt Position // http://www.bis.org/publ/r_debt.htm.

Графік 5. Загальний державний борг деяких країн світу



Джерело: побудовано за даними Organization for Economic Cooperation and Development. – Total central government debt // <http://stats.oecd.org/OECDStat>.

ЗОВНІШНЯ ЗАБОРГОВАНІСТЬ

Збільшення зовнішньої заборгованості багатьох країн відбувалося внаслідок посилення фінансової глобалізації та лібералізації фінансових ринків. Однак необхідно взяти до уваги, що економічна політика переважної більшості країн як із розвинутою економікою, так і з економікою, що розвивається, базувалася на стимулюванні економічного зростання, а також на забезпеченні макроекономічної стабільності через джерела зовнішнього фінансування. Валовий зовнішній борг країни – це загальний обсяг її заборгованості за всіма взятими зобов'язаннями, які повинні бути оплачені у вигляді основної суми та відсотків у будь-який час у майбутньо-

му, тобто це є зобов'язання резидентів даної економіки перед нерезидентами.

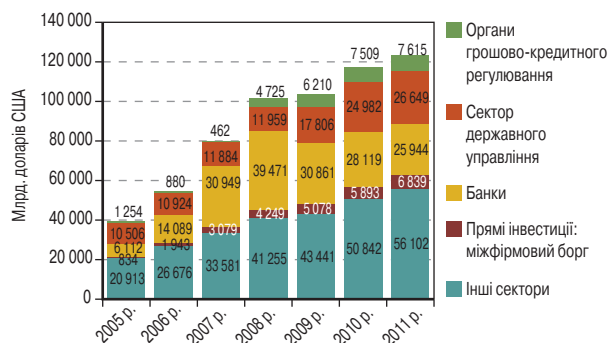
Лідерами за обсягами зовнішнього боргу впродовж останніх двох десятиліть є США та Німеччина. Проте слід нагадати про суттєві зміни, які відбулися в загальному рейтингу країн-боржників. Якщо у 1990 році до десяти найбільших країн-боржників, крім США та Німеччини, належали Бразилія, Мексика, Індія, Аргентина, Індонезія, Росія й Китай, то у 2011 році в десятці “лідерів” були виключно країни з розвинутою економікою (див. графік 4). Зростання зовнішньої заборгованості розвинутих країн зумовлене необхідністю покриття дефіциту держбюджетів, погашенням накопичених зобов'язань та врівноваження платіжних балансів. Зрос-

тання зовнішньої заборгованості цих країн також спричинення “повернення” капіталів із ринків, що розвиваються.

Слід наголосити, що фінансова криза загострила не лише проблеми зовнішньої заборгованості, а й спричинила суттєве збільшення державного боргу багатьох країн. Лідерами за обсягами заборгованості нині є Японія та США, – державний борг Японії перевищив у 2011 році 200% від ВВП країни. На другому місці – Греція – 170% від ВВП, фактично ця країна перебуває на межі дефолту (див. графік 5).

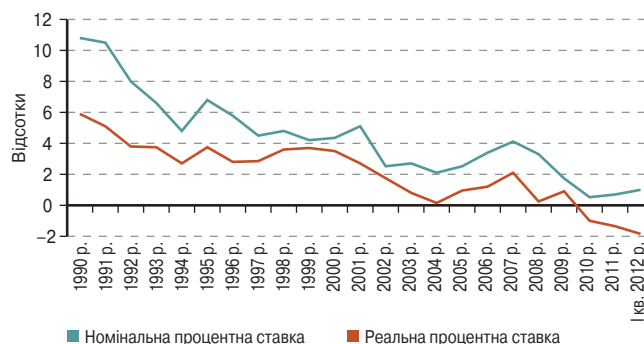
Великі обсяги заборгованості також мають Бельгія, Великобританія, Італія, Франція, Португалія. Зростання державного боргу негативно впли-

Графік 6. Валовий зовнішній борг України



Джерело: побудовано за даними НБУ. – Платіжний баланс та зовнішній борг України // http://bank.gov.ua/Publication/econom/Balans/ZB_text.pdf.

Графік 7. Динаміка середнього значення за короткостроковими державними облігаціями країн Великої сімки (В 7)



Джерело: побудовано за даними Jean-Pierre Danthine. A world of low interest rates. Swiss National Bank. Zurich. – 22 March. – 2012. – P 2, 4.

Таблиця 1. Ефект ліквідації боргу в деяких країнах

Країна	Період	Дохід (% від ВВП)
Австралія	1945–1968, 1971, 1978 рр.	5.1
Аргентина	1944–1974 рр.	3.2
Бельгія	1945–1974 рр.	2.5
Великобританія	1945–1980 рр.	3.6
Індія	1949–1980 рр.	1.5
Ірландія	1965–1990 рр.	2.0
Італія	1945–1970 рр.	5.3
Південно-Африканська Республіка	1945–1974 рр.	1.2
Сполучені Штати Америки	1945–1990 рр.	3.2
Швеція	1945–1965, 1984–1990 рр.	0.9

Джерело: The Liquidation of Government Debt. Carmen M. Reinhart and M. Belen Sbrancia. The National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper. – No. 16893. – March. – 2011. – P. 38.

ває на спроможність європейських країн протистояти новим економічним шокам, адже запас міцності щодо таких викликів практично вичерпано. Середній показник заборгованості для єврозони становить 85% від ВВП. У 2011 році влада Японії також заявила, що розмір державного боргу наблизився до критичного. Незважаючи на це, впродовж року уряд продовжив випуск держоблігацій, оскільки необхідно було компенсувати збитки, завдані бюджету в результаті землетрусів та цунамі. Проте слід врахувати, що основна частина державного боргу Японії є внутрішнім боргом, а не зовнішнім. Крім того, єна є однією зі світових резервних валют, Японія має золотовалютні резерви, що за обсягом поступаються лише золотовалютним резервам Китаю.

Як бачимо на графіку 5, переважна більшість країн упродовж останнього десятиліття нарощувала державний борг. Особливо стрімке зростання обсягів державної заборгованості відбулося під час фінансової кризи, адже

ЄЦБ та ФРС США підтримували економіку своїх країн за рахунок низьких процентних ставок та наповнення їх грошима. Якщо у 2007 році сукупний борг країн світу становив 28 трлн. доларів США, а в 2008 році – 31 трлн. доларів США, то лише за 2009 і 2010 роки він зріс до 41 трлн. доларів США [5]. Уряд України також вельми активно позичав кошти за кордоном (див. графік 6). Зовнішній борг секторів державного управління та органів грошово-кредитного регулювання збільшився за 2011 рік на 0.9 млрд. доларів США. За станом на 01.01.2012 р. валовий зовнішній борг України сягнув 126.2 млрд. доларів США, що становить 76.6% від ВВП.

Незважаючи на низку переваг, що надають джерела зовнішнього фінансування, чимало країн стурбовані стрімким надходженням капіталів, оскільки ці потоки можуть створити проблеми для їх економік. Адже багато потоків капіталів, які надходять на ринки країн, що розвиваються, є короткостроковими і спричинені різни-

цею процентних ставок у розвинутих країнах та країнах, що розвиваються.

У цьому контексті варто зауважити, що низькі номінальні процентні ставки дають змогу розвинути країнам знизити витрати на обслуговування боргу, а від'ємні реальні процентні ставки зменшують реальну вартість державного боргу (див. графік 7).

У цьому контексті цікавим є дослідження К.М.Рейнхарт та М.Б.Сбрансії “Ліквідація державного боргу”, в якому автори доводять, що стримування розвитку фінансової сфери спроможне зменшити обсяги державного боргу, який назвали “ефектом ліквідації” [6]. Цей ефект можемо розглядати як еквівалент підвищення державних доходів (див. таблицю 1). Як бачимо з даних таблиці 1, для Італії та Австралії “ефект ліквідації” був найбільшим – понад 5% від ВВП щороку. Також значний ефект отримали США, Великобританія та Аргентина – у середньому 3–4%.

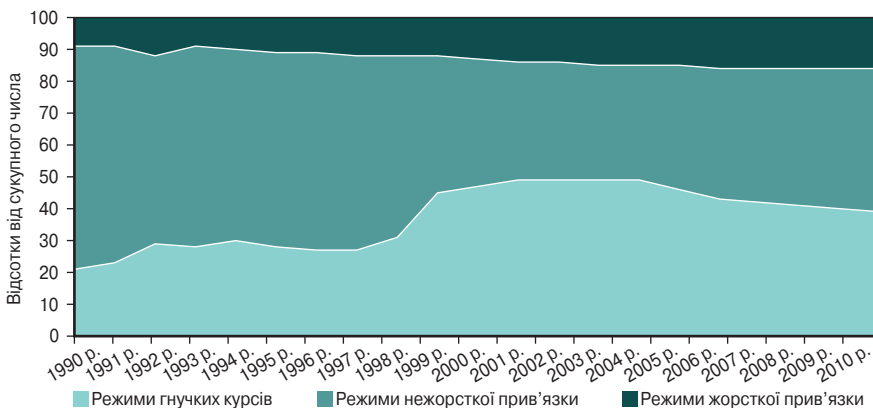
Якщо у країн із розвинутою економікою є засоби для утримування капіталів і стимулювання внутрішніх інвесторів з метою фінансування державної заборгованості, то країни з ринками, що формуються, змушені використовувати засоби фінансового регулювання та контролю для протидії припливу міжнародних капіталів.

КОНТРОЛЬ ЗА РУХОМ КАПІТАЛУ

Упродовж останніх десятиліть країни з розвинутою економікою цілеспрямовано лібералізували свої фінансові ринки та скасовували обмеження щодо їх взаємної інтеграції. Цей процес розпочався у США, згодом отримав свій розвиток у Великобританії та Франції. Лібералізація ринків позначилася й на стані загальноекономічної політики, спрямованої на зменшення ролі держави – “рейганоміка” і “тетчеризм”. Рух до лібералізації й інтеграції фінансової та банківської діяльності отримав новий імпульс зі створенням Європейського Союзу, а від середини 1990-х років ці тенденції поширилися і на країни з економіками, що розвиваються.

Особливе значення контролю за рухом капіталу надавалося за режиму фіксованих валютних курсів. Навіть країни з розвинутими економіками запроваджували обмеження щодо здійснення капітальних операцій у межах Бреттон-Вудської системи фіксованих валютних курсів, яка ді-

Графік 8. Режими валютних курсів



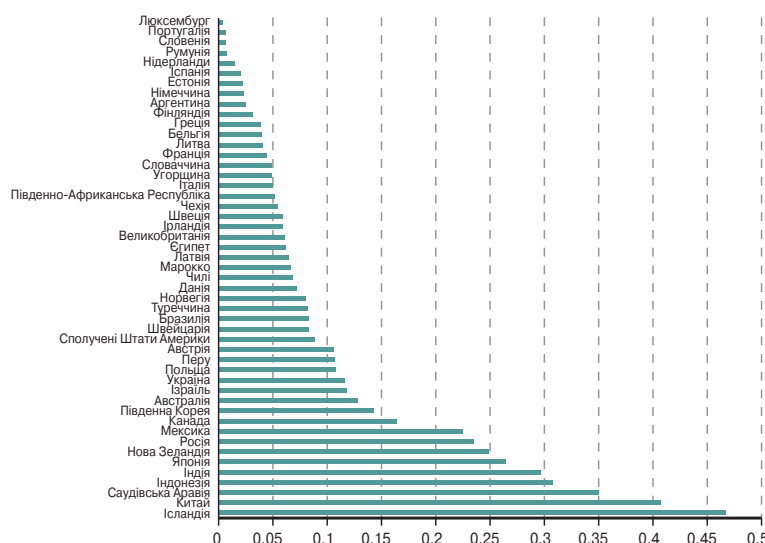
Джерело: побудовано за даними М.Стоун, Х.Андерсон, Р.Вейрун. Курсовые режимы: фиксированный или плавающий курс? // Финансы & развитие. – 2008. – Март. – С. 42–43; International Monetary Fund. Annual Report on exchange arrangements and exchange 2010 // <http://imfarea.org>.

яла до 1971 року. З переходом до системи гнучких (так званих плаваючих) валютних курсів країни з розвинутою економікою цілеспрямовано лібералізовували свої фінансові ринки та скасовували обмеження щодо їх інтеграції.

На графіку 8 відображено кілька загальних тенденцій щодо зміни основних валютних режимів. З початку 1990-х років намітилася тенденція переходу дедалі більшої кількості країн із економіками, що розвиваються, до режиму гнучких валютних курсів. Основою для такої трансформації було те, що за умов мобільності капіталу (див. графік 1) гнучкість курсотворення дає змогу запобігти валютним кризам. Цей період тривав до початку 2000-х років, після чого відбулася певна “стабілізація”, проте в останні роки розпочалася тенденція переходу країн із групи “гнучких курсів” до регулювання, що призвело до збільшення кількості держав із режимом “нежорсткої прив’язки” обмінного курсу. Отже, цілком очевидно є оптимальність “золотої середини” у підході до вибору валютних режимів.

Гнучкий валютний курс, без сумніву, є режимом, який краще пристосований до ситуації енергетичних шоків та масштабного руху капіталу, проте у довгостроковій перспективі його переваги нівелювалися, оскільки ринок не забезпечує ні короткострокового регулювання валютних курсів, ні автоматичного вирівнювання платіжних балансів і не захищає економіки країн від зовнішніх негативних впливів. Саме тому держава не може повністю відмовитися від регулювання та контролю, але питання полягає в тому, щоб виробити такі підходи, які не лише були б адекватними потребам економіки країни, а й відповідали її інституцій-

Графік 9. Індекс обмежень прямих іноземних інвестицій у деяких країнах світу в 2010 році



Джерело: побудовано за даними Organization for Economic Cooperation and Development. – 2010 FDI Restrictiveness Index // <http://stats.oecd.org/Index>.

ним можливостям.

Світова практика має вельми різноманітний інструментарій контролю за рухом капіталу. Він може здійснюватися на загальноекономічному рівні, галузевому (як правило, — це фінансовий сектор) або на рівні “стратегічних” галузей у разі контролю над прямими іноземними інвестиціями.

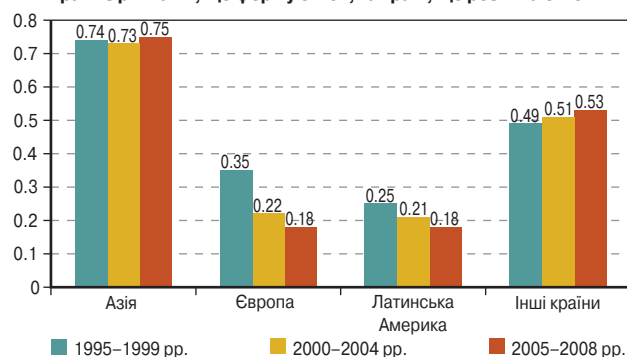
Як бачимо на графіку 9, індекс обмежень прямих іноземних інвестицій є дуже незначним, і найбільше обмежують приплив інвестицій, за винятком Ісландії, уряди азійських країн: Китаю, Саудівської Аравії, Індонезії, Індії. Як правило, обмеження прямих іноземних інвестицій здійснюється не на рівні прямого захисту національної валюти, а на рівні гарантування економічної безпеки.

Слід зауважити, що порівняно з

країнами Європи або Латинської Америки такі країни Азії, як Китай, Індія, Індонезія, Малайзія, Філіппіни, Таїланд запроваджували найбільше обмежень щодо припливу капіталу як в економіку в цілому, так і у фінансовий сектор (див. графіки 10 та 11). Найнижчі індекси контролю за припливом капіталу в європейських країнах із ринками, що розвиваються. Це Болгарія, Угорщина, Польща, Румунія, Росія, Туреччина, Україна. Пом’якшений контроль пов’язаний з тим, що економіки цих країн розвивалися повільніше, принаймні порівняно з країнами Південно-Східної Азії.

Посилення контролю за капіталом у країнах Азії здебільшого пов’язане зі спрямуванням до них значних обсягів потоків капіталу, оскільки вони вельми динамічно

Графік 10. Індекс контролю за припливом капіталу в цілому в економіці країн із ринками, що формуються, та країн, що розвиваються



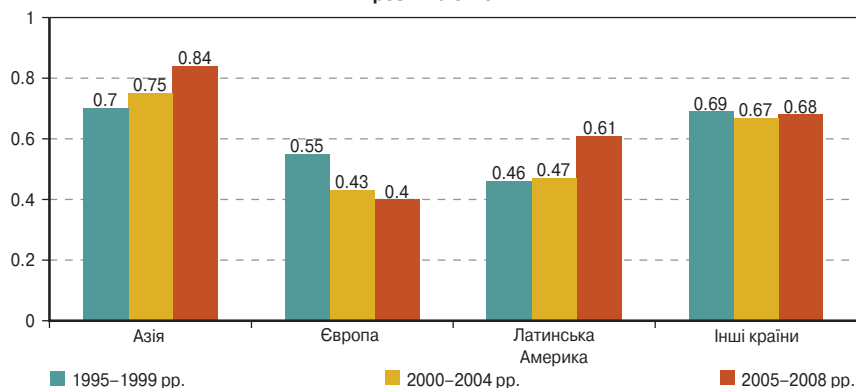
Джерело: побудовано за даними Managing Capital Inflows: The Role of Capital Controls and Prudential Policies // NBER Working Paper. – No. 17363 Issued in August. – 2011. – P. 19.

Графік 11. Індекс контролю за капіталом у фінансовому секторі країн із ринками, що формуються, та країн, що розвиваються



Джерело: побудовано за даними Managing Capital Inflows: The Role of Capital Controls and Prudential Policies // NBER Working Paper. – No. 17363 Issued in August. – 2011. – P. 19.

Графік 12. Індекс валютного регулювання в країнах, із ринками, що формуються, та країн, що розвиваються



Джерело: побудовано за даними Managing Capital Inflows: The Role of Capital Controls and Prudential Policies // NBER Working Paper. – No. 17363 Issued in August. – 2011. – P. 19.

розвиваються і є привабливими щодо рівня доходності від інвестицій. Враховуючи те, що країни Азії накопичили значні валютні резерви (переважно у доларах США) і жорстко контролюють курси своїх валют, прив'язаних до долара США (насамперед Китай, Індія), вони не зацікавлені у ревальвації національних валют, оскільки це загрожує стану їх економік. Найяскравішим прикладом є політика, яку проводить Китай, і “валютні війни” між ним та США. Не варто забувати й про негативний досвід азійської фінансової кризи 1997–1998 рр. Тому уряди цих країн намагаються захистити економіку своїх країн від “гарячих грошей”.

Варто наголосити, що в той час, як середня інтенсивність запровадження заходів контролю над капіталом у цілому в країнах з економіками, що розвиваються, зменшувалася, оскільки вони перейшли до лібералізації рахунку операцій з капіталом, поширеність контролю за рухом капіталу в фінансовому секторі в другій половині 2000-х років збільшувалася. Фактично це була реакція на ризики, пов'язані з припливом

“спекулятивних капіталів”.

Як бачимо на графіку 11, індекс контролю у фінансовому секторі Європи і Латинської Америки є одним із найнижчих, тоді як у країнах Азії він є найбільш обмежувальним. Крім того, інші країни (переважно країни Африки та Середнього Сходу) також посилюють заходи контролю за капіталом у фінансовому секторі, які передбачають запровадження обмежень для фінансового сектору на закордонні позики, обмеження використання рахунків за кордоном, а також запровадження різних режимів функціонування рахунків нерезидентів (зокрема встановлення різних резервних вимог за статтями активів, процентних ставок тощо).

Індекс валютного регулювання залежить від того, чи є обмеження кредитування на національних ринках в іноземній валюті, чи запроваджено різні режими депозитних рахунків у іноземній валюті, чи обмежуються обсяги придбання місцевих цінних паперів, номінованих в іноземній валюті, чи встановлюються ліміти на відкриті валютні позиції. Дані графіка 12 свідчать про те, що найбільшого

поширення валютні обмеження набули в країнах Азії, і простежується чітка тенденція до їх збільшення. Також країни Латинської Америки впродовж періоду 2005–2008 рр. посилили заходи валютного регулювання та контролю. А ось країни Європи, навпаки, відмовлялися від валютних обмежень упродовж другої половини 2000-х рр.

Як уже зазначалося (див. графіки 1, 2, 3), стрімке зростання потоків капіталу, починаючи з середини 2009 року, спричинило серйозні проблеми для країн із економіками, що розвиваються. Тому деякі країни посилили контроль за операціями з капіталом, переважно у фінансовому секторі, щоб послабити приплив капіталу, і зменшити тиск на національну валюту. Проте такі заходи цілком компенсуються значною лібералізацією в інших країнах. Як свідчать дані таблиці 2, в цілому є підстави стверджувати, що зберігається тенденція до лібералізації міжнародних операцій із капіталом, незважаючи на вплив кризи.

Дані таблиці 2 ілюструють частки контрольованих капітальних операцій у розрізі груп країн та напрям потоків капіталу. Серед операцій із капіталом відплив (інвестиції резидентів за кордоном), як правило, є більш контрольованим, ніж приплив (інвестиції нерезидентів). Як бачимо, контроль за капітальними операціями залежить від рівня доходів країни, а також відображає рівень розвитку її фінансових ринків. Країни з розвинутою економікою найменше контролюють міграцію капіталу, водночас країни з низьким доходом – найбільше. Відносно великі різниці між часткою контрольованих капітальних операцій, що призводять до припливу, та операцій відпливу в трьох категоріях країн із низьким рівнем ВВП на особу (тобто країнами, котрі розвиваються) свідчить про те, що країни, які перебувають на нижчому рівні економічного розвитку, більше стурбовані відпливом капіталу, ніж наслідками значного припливу капіталу.

Варто наголосити, що навіть в економічно розвинутих країнах від 15% до 19% капітальних операцій знаходяться під контролем (див. таблицю 2). Контроль за припливом у країнах із розвинутими економіками охоплює відносно вузький спектр операцій, вони пов'язані переважно з галузевим обмеженням на прямі іноземні інвестиції та нерухомість, тоді

Таблиця 2. Запровадження контролю за капітальними операціями

Відсотки від загального обсягу капітальних трансакцій

Групи країн	Приплив капіталу		Відплив капіталу	
	2009 р.	2010 р.	2009 р.	2010 р.
Країни з низьким доходом	50.70	50.22	60.90	60.37
Країни з доходом нижче середнього рівня	42.50	42.05	50.50	52.00
Країни з доходом вище середнього рівня	39.50	38.72	47.00	47.21
Країни з економіками, що формуються (з високим рівнем доходів)	36.00	33.87	37.40	34.94
Розвинуті країни з високим доходом	15.20	15.37	18.90	18.58
Середнє значення	38.40	37.90	45.40	45.47

Джерело: International Monetary Fund. Annual Report on exchange arrangements and exchange restrictions. – September. – 2011. – P. 37.

як контроль за впливом часто обмежує інвестиції інституційних інвесторів за кордоном.

Отже, питаннями запровадження обмежень щодо здійснення капітальних операцій переймаються не лише країни, що розвиваються, а й розвинуті країни. Зокрема, країнами Великої двадцятки (G-20) було схвалено документ — “Висновки для управління потоками капіталу, спираючись на досвід країн”. У ньому зазначається, що основне завдання, яке стоїть перед політиками в усьому світі, й особливо — країн Великої двадцятки, полягає в тому, як отримати вигоди від фінансової глобалізації та як запобігти й мінімізувати фактори ризику волатильності потоків капіталу, які можуть підірвати фінансову стабільність і стале економічне зростання на національному та глобальному рівнях [7]. Особливий наголос у документі зроблено на формуванні макроекономічної політики емітентів резервних валют, оскільки вона впливає на глобальну ліквідність, а отже, й на потоки капіталу.

Як уже зазначалося, останні десятиліття розвитку світової економіки характеризувалися послабленням або повним скасуванням контролю за рухом капіталу. Цьому сприяло прийняття Кодексу лібералізації, ухваленного Організацією економічного співробітництва та розвитку (ОЕСР), Європейської енергетичної хартії, угоди в рамках Світової організації торгівлі (СОТ) тощо.

Проте сьогодні уряди країн і особливо Європейський Союз дедалі частіше є ініціаторами запровадження колективних заходів контролю й насамперед за фінансовою системою. З цією метою 16 грудня 2010 року було створено Європейську раду системних ризиків (European Systemic Risk Board). Цей орган став частиною Європейської системи фінансового нагляду, метою якої є забезпечення контролю за фінансовою системою. Європейська рада системних ризиків (ЄРСР) є незалежним органом ЄС, відповідальним за макропруденційний нагляд за фінансовою системою в рамках Союзу. Вона націлена на запобігання або пом'якшення системних ризиків із метою забезпечення фінансової стабільності в ЄС, а також враховуватиме макроекономічні зміни, аби уникнути періодів поширення фінансових потрясінь. ЄРСР також сприятиме нормальному функціонуванню внутрішнього ринку і та-

ким чином забезпечуватиме стійкий внесок фінансового сектору в економічне зростання [8]. До складу ЄРСР увійшли представники Єврокомісії, Європейського центрального банку та Єврогрупи. Тому слід очікувати посилення заходів контролю саме у європейських країнах із розвинутою економікою. Найвірогідніше, ЄРСР не зможе оперативним чином приймати рішення і застосовувати певні заходи впливу. І справа не так у механізмах діяльності такої організації, як у її повноваженнях — тобто вчасному запровадженні певних заходів щодо негативних тенденцій і мінімізації негативних наслідків.

Проте виникає слушне запитання: чому організації, які вже тривалий час займаються збором інформації, її аналізом та оприлюдненням не змогли завадити виникненню нинішньої кризової ситуації? Найбільше докорів лунає на адресу МВФ. Дж. Сорос у своїй праці “Кризис мирового капитализма. Открытое общество в опасности” зазначає: “Основне завдання МВФ — зберегти фінансову систему. Накладати покарання на кредиторів під час кризи означало б завдати шкоди західним банкам і ризикувати, оскільки можливий крах усієї системи” [9]. Науковці стверджують, що МВФ відіграє ключову роль у регулюванні — точніше відсутності регулювання [10]. Хоча слід наголосити, що на міждержавному рівні здійснюється регулювання лише поточних валютних операцій шляхом приєднання країни — члена МВФ до тієї чи іншої статті Статуту МВФ¹. Країни, які приєдналися до статті XIV, визнають необхідність обмежень за поточними операціями на “певний період”, а країни, які взяли на себе зобов'язання відповідно до статті VIII Статуту, не запроваджують обмежень щодо поточних міжнародних операцій, але можуть запроваджувати заходи контролю щодо руху капіталів [11]. На нашу думку, крім створення міжнародних організацій, значно ефективнішим буде паралельний розвиток внутрішніх інституційних механізмів країни, які б зменшували волатильність фінансових потоків через запобігання та обмеження поширенню панічних настроїв серед іноземних інвесторів. Тобто їх

¹ Система валютного регулювання та контролю змінилася після підписання Бреттон-Вудської угоди у 1944 році країнами — членами МВФ. У рамках цієї угоди валютний контроль почав використовуватися лише для врегулювання сальдо платіжного балансу.

головним завданням має стати стимулювання припливу капіталу в економіку країни та стримування його стрімкого відпливу.

Сьогодні дедалі частіше обговорюють доцільність запровадження податку на фінансові угоди, так званого податку Тобіна як одного з механізмів регулювання потоків капіталу. На думку Джеймса Тобіна, який цей податок дорівнював хоча б 0.1—0.25% від суми угоди, щорічні надходження від нього становили б не менше 150 млрд. доларів США. Це могло б різко обмежити транскордонні валютні спекуляції, зробивши велику частину з них не вигідними, а також зменшити їх шкоду, особливо для країн, що розвиваються [12]. Кошти, отримані від цього податку, він пропонував розподіляти між МВФ і національними центральними банками. Запровадження такого податку активно лобіює Євросоюз, який за підсумками дводенного засідання Європейської ради (зустрічі лідерів ЄС) звернувся до Міжнародного валютного фонду з проханням вивчити питання про запровадження глобального податку на фінансові операції. Передбачається оподатковувати банки, страховиків і біржі, а кошти від оподаткування спрямовувати до спеціального фонду, який має використовуватися для подолання кризових ситуацій у фінансовому секторі. Запровадження цього податку покликане знизити рівень ризикованих операцій банків, що потенційно спроможні спровокувати нову світову фінансову кризу. Проте МВФ відкидає ідею податку на фінансові трансакції, мотивуючи це тим, що він зрештою вдарить по споживачах, оскільки бізнес-компанії захочуть компенсувати додаткове навантаження збільшенням цін. Отже, податок на фінансові операції запроваджено не буде.

Цілком очевидно, що втрати великих фінансових компаній від кризи на фінансових ринках поки що є меншими, ніж витрати від запровадження такого податку. Як свідчать дослідження, країни, які запроваджували обмеження на фінансових ринках, зазнали менших негативних впливів фінансової кризи, ніж країни, в яких не було таких обмежень. Проте не варто розглядати запровадження обмежень як єдиний дієвий засіб, вони матимуть позитивний ефект лише як один із елементів комплексної макроекономічної політики країни.

ВИСНОВКИ

Вільний рух капіталу на глобальному ринку разом із позитивним впливом на економіку багатьох країн також виявив і низку негативних факторів, зокрема значні обсяги дешевих фінансових ресурсів давали змогу урядам країн не проводити необхідні економічні реформи, і глобальні фінансові кризи зробили їх економіки ще більш залежними від зовнішнього фінансування. Така ситуація, на жаль, характерна і для України. Якщо раніше занепокоєння викликала заборгованість країн, що розвиваються, то нині найбільшими боржниками є країни з найпотужнішими економіками.

Лібералізація капітальних операцій призвела до поглиблення ризиків незваженої фінансової та монетарної політики, що спровокувало надмірні зовнішні запозичення. Європейська боргова криза та криза у США спричинили світову кризу довіри. Рейтингове агентство Стандарт енд Пурс (Standard and Poor's) уперше за 94 роки знизило довгостроковий кредитний рейтинг США — країни-емітента валюти, яка обслуговує понад 80% обороту світового фінансового ринку. Ефективна макропруденційна політика і посилення фінансового нагляду допоможуть стримати ризики, спричинені тривалим періодом низьких процентних ставок у країнах із розвинутою економікою, проте важливо зазначити, що проведення лише адаптивної грошово-кредитної та фінансової політики не спроможне замінити якісне реформування глобального фінансового середовища.

Архітектура сучасної світової фінансової системи провокує безвідповідальну поведінку як позичальників, так і кредиторів. Цьому сприяє також економічна політика переважної більшості країн, що спрямована на стимулювання споживання, а також позиція МВФ і Світового банку, які не змогли знайти дієві шляхи для довгострокового вирішення проблем заборгованості. Для захисту потенційних інвесторів від некомерційних ризиків (війни, соціальні заворушення, експропріація вкладеного капіталу, неможливість виведення прибутку за кордон тощо) і таким чином стимулювання залучення інвестицій до країн, що розвиваються, було створено чимало організацій, зокрема *Багатостороннє агентство з гарантування інвестицій (Multilateral Investment Guarantee Agency)*, *Парижський клуб кредиторів (Paris Club)*, *Лондонський клуб кредиторів (London Club)* та

*низку інших організацій*².

Боргова криза спонукала уряди країн шукати власні шляхи для захисту своїх фінансових систем. Найефективнішими заходами контролю за капіталом мають стати *вибіркові заходи* контролю, які будуть спрямовані на стимулювання зміни структури надходження потоків капіталу — від короткострокових до довгострокових. Звісно, ці заходи не забезпечать контроль за обсягами чистого припливу капіталу, але така зміна структури дасть змогу здійснювати відносно незалежну монетарну політику та зменшити тиск на валютний курс національної валюти.

Проте зменшити негативні наслідки руху капіталу вдасться лише у випадку запровадження заходів контролю на всіх рівнях та всіма країнами. Інакше, якщо деякі країни запроваджуватимуть контроль, а інші — ні, зміниться лише просторова (географічна) структура потоків капіталу. Отже, надзвичайно важливою є координація дій органів регулювання як на національному так і на міжнародному рівнях. Лише в такому випадку буде змога усунути глибинні причини нестабільності міжнародних фінансових ринків. Очевидно, що це є надзвичайно складним завданням, особливо зважаючи на специфіку функціонування офшорних зон. Для цього зовсім не обов'язкове створення єдиного регулюючого органу, нині його діяльність не буде ефективною.

Варто зауважити, що обмеження завжди породжують “новинки”. Найяскравішим прикладом цього є виникнення євроринків і таких фінансових інструментів, як свопи, що дало змогу здійснювати обмін однієї заборгованості на іншу. Також слід враховувати, що складна структура фінансових ринків та лібералізація міжнародної торгівлі створює передумови, які дають змогу уникнути обмежень за капітальними операціями.

Враховуючи інтегрованість фінансових ринків, досягнути стабільності у глобальній фінансовій системі вдасться за умови послідовного та скоординованого регулювання й контролю. Проте дуже важливо, щоб регулювання та контроль не призводили до “витіснення” ризиків із однієї частини

фінансової системи в іншу, з одних регіонів — до інших.

Контроль за міграцією капіталів постійно матиме певну актуальність, проте завжди існує ймовірність пристосування до регламентації й пошук способів її оминати, тому економічна політика країни має спиратися на систему моніторингу за потоками капіталів, що створить умови, за яких мобільність капіталу не буде дестабілізуючим фактором, а забезпечить сталий економічний розвиток країни. □

Література

1. Адам Сміт. *Добробут націй*. — К.: Port-Royal, 2001. — С. 561
2. Кейнс Джон Мейнард. *Общая теория занятости, процента и денег. Избранное* // — М.: Эксмо, 2008. — С. 899.
3. World Bank Sees Capital-Flow Risks, Global Growth Slowing to 3.3% in 2011. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: www.bloomberg.com/.../world-bank.
4. World economic outlook. April 2012. International Monetary Fund. — [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.imf.org/external/publications/index.htm>.
5. Совокупный государственный долг стран мира. Международная Организация Кредиторов (WOC). [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.woc-org.com>.
6. The Liquidation of Government Debt. Carmen M. Reinhart and M. Belen Sbrancia. NBER Working Paper No. 16893. March. — 2011.
7. Coherent Conclusions for the Management of Capital Flows Drawing on Country Experiences as endorsed by G20 Finance Ministers and Central Bank Governors. October 15. — 2011. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: www.g20-g8.com/.../ANG_G20_CONCLU.
8. European Systemic Risk Board. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: www.esrb.europa.eu.
9. Сорос Дж. Кризис мирового капитализма. Открытое общество в опасности. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://vuzlib.net/beta3/html/1/4132/4181/>.
10. The co-President of Attac candidate to the general direction of the IMF. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: www.attac.org.
11. Articles of Agreement of the International Monetary Fund. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.imf.org>.
12. Джеймс Тобін. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://uk.wikipedia.org/wiki>.

² Парижський клуб кредиторів шляхом реструктуризації або зменшення зобов'язань щодо обслуговування боргу забезпечує зменшення тягара заборгованості для країн-боржників з метою відновлення їх фінансового становища. Лондонський клуб, на відміну від Парижського клубу, який опікується проблемами державних боргів, регулює питання реструктуризації приватної заборгованості.