Є.О. Бублик

ФІНАНСОВА ВІДКРИТІСТЬ ТРАНЗИТИВНИХ ЕКОНОМІК

НАЦІОНАЛЬНА АКАДЕМІЯ НАУК УКРАЇНИ
ДУ “ІНСТИТУТ ЕКОНОМІКИ ТА ПРОГНОЗУВАННЯ
НАН УКРАЇНИ”

Є.О. БУБЛИК

ФІНАНСОВА ВІДКРИТІСТЬ ТРАНЗИТИВНИХ ЕКОНОМІК

Монографія

Київ – 2020

УДК 336-021.341:330.342
Б90

Рецензенти:
Кораблін С.О. – чл.-кор. НАН України (ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України» – Київ);
Даниленко А.І. – чл.-кор. НАН України (ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України» – Київ);
Зимовець В.В. – д.е.н., проф. (ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України» – Київ);
Яременко О.Л. – д.е.н., проф. (ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України» – Київ);
Терещенко О.О. – д.е.н., проф. (ДВНЗ «Київський національний економічний університет ім. Вадима Гетьмана» – Київ)

Затверджено до друку Постановою Вченої ради ДУ № 20 від 17.03.2020 р.

Б90 **Бублик Є.О.**
Фінансова відкритість транзитивних економік : монографія / Євген Олександрович Бублик ; НАН України, ДУ «Ін-т екон. та прогнозув. НАН України». – К., 2020. – 324 с.

ISBN 978-966-02-9260-4

У монографії розкрито зміст та шляхи вирішення важливої науково-практичної проблеми інституційного забезпечення формування фінансової відкритості транзитивних економік в інтересах їх стійкого зростання. Визначено та обґрунтовано переваги підходу до формування політики регулювання фінансової відкритості з підпорядкуванням зміни рівня фінансової відкритості поточним процесам макроекономічної динаміки з урахуванням потенційного впливу потоків капіталу та наявних характеристик інституціонального середовища фінансового сектора.

Для науковців, державних службовців, аспірантів, студентів економічних спеціальностей вищих навчальних закладів.

УДК 336-021.342:330.342

ISBN 978-966-02-9260-4

© Є.О. Бублик, 2020
© Національна академія наук України, 2020
© ДУ “Інститут економіки та прогнозування НАН України”, 2020

ЗМІСТ

ВСТУП 5

РОЗДІЛ І. ТЕОРЕТИЧНЕ ОБҐРУНТУВАННЯ СУТНОСТІ ТА РОЛІ ФІНАНСОВОЇ ВІДКРИТОСТІ 9

1.1. Генезис неоліберальної концепції фінансової відкритості 9
1.2. Типологія фінансової відкритості та підходи до вимірювання 31
1.3. Детермінанти фінансової відкритості, лібералізації та інтеграції 51

РОЗДІЛ ІІ. СУПЕРЕЧНОСТІ ФІНАНСОВОЇ ВІДКРИТОСТІ ЯК ЧИННИКА ЕКОНОМІЧНОГО ЗРОСТАННЯ 70

2.1. Взаємозв'язок фінансової відкритості та економічного зростання 70
2.2. Вплив фінансової відкритості на розвиток фінансового сектора 87
2.3. Проциклічна динаміка міжнародних потоків капіталу 103

РОЗДІЛ ІІІ. ОСОБЛИВОСТІ ЕКОНОМІЧНОГО РОЗВИТКУ ТРАНЗИТИВНИХ ЕКОНОМІК В УМОВАХ ФІНАНСОВОЇ ВІДКРИТОСТІ 122

3.1. Інтеграційний чинник формування фінансової відкритості у країнах Центрально-Східної Європи 122
3.2. Зовнішнє фінансування кредитного буму в Україні 139
3.3. «Втеча» та експорт капіталу: феномен транзитивних економік 157

РОЗДІЛ IV. ТРАНСФОРМАЦІЯ ПОЛІТИКИ ФІНАНСОВОЇ ВІДКРИТОСТІ НА ПОСТКРИЗОВОМУ ЕТАПІ 173

4.1. Обмеження на рух потоків капіталу: можливості та суперечності інституційної парадигми та нормативно-правового регулювання 173
4.2. Практика регулювання міжнародних потоків капіталу в умовах кризи 191
4.3. Макропруденційний інструментарій управління фінансовою відкритістю. 208

РОЗДІЛ V. ІНСТИТУЦІОНАЛЬНЕ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ФІНАНСОВОЇ ВІДКРИТОСТІ 228

5.1. Концептуалізація руху транзитивної економіки до фінансової відкритості 228
5.2. Визначення індикаторів регулювання фінансової відкритості 246
5.3. Інклюзивні інститути раціоналізації припливу капіталу 270

ВИСНОВКИ 291

ДОДАТКИ 298

ПЕРЕЛІК УМОВНИХ СКОРОЧЕНЬ

BIS – Банк міжнародних розрахунків
ГФК – глобальна фінансова криза
ЕРВ – економіки, що розвиваються
ЄБРР – Європейський банк розвитку та реконструкції
ЄЦБ – Європейський центральний банк
КНВ – курс національної валюти
МВФ – Міжнародний валютний фонд
МПК – міжнародні потоки капіталу
МПР – макропруденційна політика
МСБ – малий та середній бізнес
МФІР – міжнародні фінансові інститути розвитку
МФО – міжнародні фінансові організації
НФІР – національні фінансові інститути розвитку
ОЕСР – Організація економічного співробітництва та розвитку
РЕ – розвинені економіки
СБ – Світовий банк
ФІР – фінансові інститути розвитку
ЦСЄ – Центрально-Східна Європа

ВСТУП

Розгортання процесів глобалізації наприкінці XX ст., у т.ч. їх європейський прояв, значною мірою ґрунтувалось на неоліберальній парадигмі, однією з концептуальних основ якої була умова вільного міжнародного руху капіталу, обґрунтована неокласичною теорією зростання. В рамках такої парадигми, вільний рух капіталу відтворює дію екзогенного чинника наздоганяючого зростання через приплив інвестицій, трансфер технологій та найкращих організаційних практик із розвинених країн, рух яких зумовлений різницею в дохідності капіталу. Перспективи поширення дії цього чинника відкриваються в умовах максимальної фінансової відкритості, чого і прагнула досягнути низка країн із ринками, що формуються, і зокрема транзитивні країни Центрально-Східної Європи.

Тривалий висхідний етап економічного циклу з короткими локальними кризами, що супроводжував період неоліберальних експериментів М. Тетчер та Р. Рейгана, наочно підтверджував раціональність політик, до яких у 1990-ті рр. спонукали міжнародні фінансові інститути розвитку на чолі з МВФ, розвинені країни та інтеграційні об'єднання. В цей період наукове та експертне середовище переважно підтримувало рух країн до фінансової відкритості, пророкуючи економічні переваги в результаті фінансової інтеграції на довгостроковому етапі, навіть поза певні втрати у короткостроковому періоді.

Глобальна фінансова відкритість постійно зростала, поки низка потужних криз кінця XX – початку XXI ст. не порушила цей консенсус. Питання доцільності перегляду підходів до політики фінансової відкритості назріло у 1997 р., коли внаслідок прискореної лібералізації, великі обсяги міжнародних потоків капіталу, що накопичили інституційно слабкі фінансові ринки Південно-Східної Азії, розвернулись і раптово покинули регіон, лишивши після себе руїни національних валют, банківських установ та бюджетів домогосподарств. Проте, в умовах панування глобалізаційного тренду і, загалом, швидкого відновлення зростання, така подія не призвела до зміни підходів. У тому ж році, на зустрічі у Гонконзі, заступник голови МВФ
С. Фішер застеріг від передчасної лібералізації слабких фінансових систем, але підкреслив, що попри низку криз, переваги лібералізації переважають її вартість.

Спроба запровадження фінансової відкритості у транзитивних економіках ЦСЄ в інтересах забезпечення економічного зростання, підтримана перспективами прискореної інтеграції до ЄС, мала подібні

ефекти в межах регіону: приплив капіталу на тлі процесів приватизації, інтернаціоналізація банківських ринків, втрата монетарної незалежності, низка кредитних бумів і банківських криз, девальвація та реалізація ризику втечі капіталу в умовах погіршення ринкової кон'юнктури. Продуктивні ефекти фінансової відкритості у вигляді структурного розвитку економіки мали обмежений прояв. Більшою мірою рух до фінансової відкритості посприяв економічному піднесенню країн Прибалтики, які обрали роль фінансових «хабів» для трансмісії капіталу між СНД та ЄС, що, однак, негативно позначилось на них в умовах глобальної фінансової кризи.

Лише після 2008 р. відбулись помітні зрушення в офіційних позиціях щодо визнання необхідності перегляду підходів до фінансової відкритості. Як результат політики кількісного пом'якшення, великі обсяги потоків капіталу знову активізували рух до ринків, що формуються, провокуючи на них зростання системного ризику. Без погодження з міжнародними інститутами розвитку, низка країн почала відновлювати обмеження на рух потоків капіталу у 2010 р. За даними ЮНКТАД кількість запроваджених обмежень на рух інвестицій з цього часу суттєво збільшилась. У 2012 р. офіційно повідомив про зміну позиції і МВФ. Відтепер заходи контролю за потоками капіталу є допустимими, але тільки в особливих випадках для забезпечення фінансової стійкості та обмеження негативних проциклічних ефектів.

Однак, аналіз практики формування фінансової відкритості в економіках з нерозвиненим інституціональним середовищем фінансового сектора, показує, що такі заходи контролю можуть бути доречними не тільки у періоди порушення фінансової стійкості, а й на перманентній основі для запобігання формуванню системних дисбалансів, що призводять до порушення фінансової стійкості та особливо для максимізації продуктивного ефекту від фінансової відкритості. Саме таку політику переважно проводять розвинені країни. Натомість країни, що розвиваються рухаються по колу: фінансова лібералізація на висхідних етапах економічного циклу і запровадження обмежень як традиційна данина зміні його фази.

На даний момент, загальний висновок полягає в тому, що фінансова та економічна інтеграція є найбільш перспективною формою світового співробітництва та необхідною умовою розвитку кожної окремої країни. За влучним висловом Ф. Фукуями, багатим легше стати, торгуючи на світовому ринку. Але глобалізаційний процес попереднього періоду, заснований на беззастережній лібералізації у спробі досягнути повної та всеосяжної відкритості, не забезпечив досягнення продуктивної фінансової та економічної

інтеграції. На заваді цьому стала надмірна фінансіалізація, у процесі якої фінансовий сектор значною мірою втратив зв'язок із реальним сектором економіки. Як наслідок, світові потоки капіталу не набували продуктивного економічного змісту і не формували нових точок зростання, позбавляючи рух країн до фінансової відкритості раціональних переваг і зумовлюючи необхідність використання обмежень на рух капіталу всіма країнами без винятку. При цьому, характерно, що Україна проводить політику фінансової лібералізації і потерпає від браку інвестиційного капіталу, приваблюючи його високим відсотком, а Китай стикається з обмеженнями при розміщенні своїх інвестицій у фінансово відкритих ЄС та США, де відсоткові ставки набагато нижчі. Така ситуація є наочним проявом невідповідності теоретичного обґрунтування природи фінансової відкритості наявній практиці.

Із очікуваних продуктивних ефектів – розширення фінансово-ресурсної бази, здешевлення капіталу, диверсифікація ризиків, інвестиційна підтримка наздоганяючого економічного розвитку, покращення інституційної структури фінансового сектора шляхом вирівнювання інформації, посилення конкуренції, трансфер технологій та найкращих практик тощо в економіках, які стали на шлях економічної трансформації, обмеженою мірою в напрямі зростання рівня фінансіалізації проявляються тільки перші два. Натомість низка контрпродуктивних ефектів – зростання волатильності та концентрації фінансових ринків, ризиків валютної нестабільності, втечі капіталу, структурної деформації фінансової системи через зростання частки спекулятивних активів, боргового навантаження – в таких економіках значною мірою проявилися всі.

Такі наслідки складно визнати парадоксальними. Якщо докладно розглянути наявні здобутки економічної теорії з проблематики вільного руху капіталу, то вони постають цілком закономірними і були обґрунтовані задовго до етапу прискорення глобалізації наприкінці XX ст. Нерегульовані потоки капіталу, обмежено формують нові якісні чинники наздоганяючого зростання, а здебільшого тільки реагують на наявні процеси, фіксуючи структурно-функціональні параметри національних фінансових ринків. Шлях забезпечення фінансування наздоганяючого зростання із залученням іноземного капіталу та отримання доступу до світових ринків лежить через модернізацію підходу до фінансової відкритості, як регульованого стану інституційних відносин із зміщенням пріоритету на користь забезпечення відповідності макроекономічних умов та інституціонального середовища наявним тенденціям руху потоків капіталу замість поетапного руху до повної фінансової відкритості.

Рух до фінансової відкритості повинен бути зваженим на наявний економічний потенціал, рівень розвитку інститутів фінансового сектора та адаптивним стосовно внутрішнього та загальносвітового трендів міжнародного ринку капіталів. Особливим чином це актуалізує питання раціонального підходу до фінансової відкритості у країнах із транзитивними економіками, що відрізняються порівняно слабким розвитком ринкових інститутів, із визначенням передумов та індикаторів можливостей проведення лібералізації фінансового регулювання, а також використанням інструментів контролю за потоками капіталу, збереження яких зумовлене питанням економічної безпеки та стимулювання економічного зростання.

Обмежений продуктивний вплив та парадокси фінансової лібералізації, криза неоліберальної парадигми на поточному етапі та стан тривалої фінансової стагнації України формують вагому наукову проблему, зміст якої полягає у розробці актуального підходу до інституційного забезпечення фінансової відкритості транзитивних економік в інтересах їх стійкого зростання. Актуальність вирішення цієї проблеми, окрім зазначеного, зумовлена і повторенням на поточному етапі в Україні спроб досягнути фінансової відкритості в рамках політики фінансової дерегуляції з метою розширення фінансування економічного зростання за рахунок припливу іноземних інвестицій.

Формування нового підходу до фінансової відкритості, що відповідає національним інтересам структурного розвитку малої відкритої економіки і сприяє запобіганню впливу екзогенних шоків, потребує вирішення низки наукових завдань щодо удосконалення методології оцінки впливу потоків капіталу на економічну динаміку, детермінації взаємозв'язку між розвитком інститутів фінансового сектора та поглибленням фінансової відкритості, ідентифікації специфічних чинників системного ризику фінансової нестабільності, узагальнення міжнародної практики та визначення перспективних політик та інструментів контролю за потоками капіталу з оцінкою можливостей посилення ролі національних фінансових інститутів розвитку. Вирішення цих завдань забезпечить формування інституційних засад забезпечення фінансової відкритості та продуктивного використання міжнародних потоків капіталу в інтересах структурної розбудови малих транзитивних економік.

ТЕОРЕТИЧНЕ ОБҐРУНТУВАННЯ СУТНОСТІ ТА РОЛІ ФІНАНСОВОЇ ВІДКРИТОСТІ

Активному поширенню фінансової відкритості передувала поява наукових робіт представників неоліберального напряму економічної думки. У своїх роботах вони обґрунтовували корисність фінансової відкритості для економічного розвитку та поглиблення інтеграції. Низка науково обґрунтованих висновків сформувала у другій половині XX ст. певну норму сприйняття позитивної ролі максимальної фінансової відкритості для забезпечення вільного рух капіталу в інтересах опанування екзогенного чинника економічного зростання. Ця норма отримала загальне поширення, була закріплена в міжнародних угодах про створення торговельних, економічних та політичних інтеграційних об'єднань (зокрема, СОТ, ОЕСР, ЄС), угодах про співпрацю з провідними МФО та протягом тривалого періоду часу помітним чином визначала напрями наукових досліджень, та реалізацію економічних політик широкого кола країн. Такий міжнародний вплив і поширення дають підстави визначати підхід до корисності фінансової відкритості як наукову парадигму, що базується на неоліберальному підході або неоліберальну концепцію фінансової відкритості. Водночас доводиться визнати, що після 30 років домінування аргументи безумовної корисності фінансової відкритості та її наслідків для стійкого економічного зростання та їх зв'язок з відправною теорією викликають дедалі більше зауважень і зумовлюють потребу критичного переосмислення змісту теоретичних підходів, основних понять та висновків, що сформували парадигму фінансової відкритості.

1.1. Генезис неоліберальної концепції фінансової відкритості

Одним з основних драйверів глобалізаційного процесу, що визначав характер руху економік до фінансової відкритості, стали міжнародні потоки капіталу (МПК)[1]. Саме можливість вільного руху МПК у рамках неолібе-

[1] Докладно характеристики МПК у термінологічному та сутнісному значенні розглянуто у роботі М. Ріхтера та Й.-Г. Вернера: Richter M., Werner J.-G. Conceptualising the Role of International Capital Flows for Housing Markets. *Intereconomics*. 2016. – Vol. 51. № 3. P. 146–154.

ральної парадигми розглядаються як основна ознака фінансової відкритості. Тому в рамках дослідження явища фінансової відкритості поняття «потоки капіталу» та «вільний рух капіталу» слід вважати цілком правомірним відправним пунктом для пошуку витоків його теоретичного обґрунтування.

Як правило, дослідження періоду фінансової лібералізації, тобто руху країн до фінансової відкритості, обмежуються останнім періодом активізації глобалізаційних процесів, початок якого припав на злам 1970–1980-х років. Разом із тим багато дослідників відносять початок глобалізації до періоду географічних відкриттів, або ще раніше[2], але, якщо не заглиблюватися у далеку історію, є підстави стверджувати, що перший помітний етап спонтанного, хоча й вельми продуктивного руху у напрямі фінансової відкритості відноситься до періоду XIX – початку XX ст. Він тривав до початку Першої світової війни і, швидше за все, значною мірою був зумовлений зниженням вартості транспортних перевезень[3].

До цього часу існують суперечки: чи не перевершив за рівнем глобалізації економічних процесів цей період кінець XX ст. Зокрема, саме тоді відбулося найбільше до того часу піднесення рівня фінансової відкритості у світі. Як приклад, можна навести слова Дж. Кейнса, який залишив таку оцінку 1914 року стосовно можливостей руху потоків капіталу: «Житель Лондона, сьорбаючи у ліжку свій ранковий чай, міг замовити телефоном різноманітні товари з усього світу у потрібній йому кількості та очікувати їх швидкої доставки до порогу його оселі; водночас так само він міг ризикнути своїм статком, вклавши його у видобуток ресурсів чи нові підприємства у будь-якій частині світу та без жодних зусиль або турбот отримувати свою частину прибутку або убезпечити свої заощадження, поєднавши їх із долею чесних громадян якогось пристойного міста на будь-якому континенті згідно з власною фантазією або доступною інформацією…»[4]. Слід зазначити, що інклюзія таких фінансових можливостей усе ж залишалась обмеженою, хоча б з огляду на неширокe

---

[2] Kant V. When did globalization begin? The answer might surprise you / World economic forum. 2019. URL: https://www.weforum.org/agenda/2019/01/when-did-globalization-begin-the-answer-might-surprise-you/

[3] O'Rourke K., Williamson J. When Did Globalization Begin? *NBER Working Paper.* April 2000. No. 7632. P. 54 (15). URL: https://www.nber.org/papers/w7632

[4] Keynes J. The economic consequences of the peace. 1919. URL: http://www.gutenberg.org/ebooks/15776

розповсюдження телефонного зв'язку. Разом із тим факт наявності ознак високого ступеня фінансової відкритості у цей період підтверджують й інші дослідження.

Попри те, що перші роботи на тему обґрунтування корисності вільної торгівлі з'явилися ще в середині XVIII ст., усе ж постулювання фінансової відкритості як кінцевої мети, що доповнило процес глобалізації ендогенним чинником, з'явилося пізніше. Саме тому більше значення для цього дослідження має етап глобалізації, який припадає на другу половину XX ст., оскільки саме тоді було обґрунтовано підходи щодо доцільності запровадження фінансової відкритості як екзогенного чинника економічного розвитку країни. Це додало різним країнам мотивації і прискорило їх рух до фінансової відкритості.

На противагу довоєнним часам, період з 1914 р. до початку 1970-х років став етапом суверенізації економік і посилення регуляторних вимог до руху капіталу, що загалом сприяло зниженню ступеня фінансової відкритості у світі. Зокрема, обмеження на рух капіталу та операції з валютою були частиною умов Бреттон-Вудської угоди 1944 р. Цікаво також відзначити, що Дж. Кейнс, який напередодні Першої світової війни вважав фінансову відкритість благом, у цей період виступив одним із апологетів регулювання міжнародних фінансів.

Але вже з 1970-х років бере свій початок найбільш потужна, з точки зору інтенсивності, хвиля економічної глобалізації, що значною мірою мала фінансово-інвестиційний прояв. Як відзначив Р. Манделл, крах Бреттон-Вудської системи та нафтова криза дали поштовх новій ері фінансової інтернаціоналізації[5]. У руслі цієї тенденції світ почав свій більш як тридцятирічний період цілеспрямованого руху в напрямі фінансової відкритості, що перебігав у формі фінансової лібералізації – знятті обмежень на рух капіталу. Лібералізація забезпечувала розгортання процесу фінансової глобалізації, проявом якої стало зростання транскордонних потоків капіталу, активізація транснаціональних фінансових корпорацій, посилення ролі міжнародних фінансових організацій.

Остаточно теоретичне узагальнення процесу фінансової лібералізації сформувалось і набуло поточних характеристик за сучасного

[5] Mundell R. A reconsideration of the 20th century. *American Economic Review*. 2000. № 90: 3. P. 327–340. P. 328..

неоліберального підходу, що запанував у світі у 1970-ті роки в науковому та політичному середовищі розвинених ринкових економік. Проте основний фундамент теоретичного обґрунтування фінансової лібералізації було закладено ще в роботах класичної економічної школи. Саме тому для перевірки послідовності джерел, з яких походить сучасний наратив щодо опису природи руху капіталу між країнами та доцільності запровадження фінансової відкритості, продуктом якого став процес фінансової лібералізації, потрібно звернутися до більш ранніх досліджень.

Наявний до початку фінансової глобалізації XX ст. теоретичний базис, з якого згодом отримала своє походження неоліберальна парадигма фінансової лібералізації, включав припущення щодо вільного руху капіталу, що, у свою чергу, логічно випливали з постулатів теорії вільної торгівлі [6]. Але, слід зазначити, що практично до кінця XIX ст. не було одностайності у визнанні права капіталу на таку ж мобільність, як у інших факторів виробництва. Так, Д. Рікардо у главі про міжнародну торгівлю своїх «Початків…», підтверджуючи принципову можливість міжнародної міграції капіталу, зазначав про складність його переміщення між країнами та високу мобільність у межах національної економіки[7]. З огляду на раціоналізацію міжнародної торгівлі А. Сміт, визнаючи бажаність вільного руху капіталу, розглядав право на мобільність лише товарів, надлишок яких виробляється в країні. Такі товари вивозяться та обмінюються на товари, на які є попит на внутрішньому ринку[8]. З такої позиції класики економіки відводили мобільності капіталу другорядну роль відносно руху товарів.

Відзначимо важливий момент: у цей період капітал і справді був низькомобільним у міжнародному масштабі. Зважаючи на складність транспортування та обмежений фінансовий інструментарій, у цей період мало сенс перевозити товари, але не гроші. Разом із тим практично до середини XIX ст. панівна економічна ідеологія меркантилізму не заохочувала і до вільної торгівлі. У 1840-х роках вільна торгівля

---

[6] Knapp J. The Theory of International Capital Movements and its Verifications. *The Review of Economic Studies*. Summer 1943. Vol. 10. Is. 2. P. 115–121. P. 115. URL: https://academic.oup.com/restud/article-abstract/10/2/115/1538250?redirectedFrom=PDF

[7] Рикардо Д. Начала политической экономии и налогового обложения. *Сочинения*: в 4-х т. Москва: Госполитиздат, 1955–1958. Т. 1. 360 с. С. 118.

[8] Смит А. Исследование о природе и причинах богатства народов. Москва, 1962. 477 с. С. 394.

розглядалась як зброя у торгових війнах з іншими країнами, і коли вона не відповідала умовам перемоги в таких війнах, вона не мала підтримки, оскільки лише порушувала колоніальні переваги й обмежувала контроль над колоніями, які досягали зрілої фази розвитку[9].

Тому справжнього піднесення теорія вільного руху капіталу набула пізніше, вже в умовах певної лібералізації міжнародної торгівлі у другій половині XIX ст., коли почала розвиватись неокласична школа економічної думки. Тоді її представник Дж. Мілль і висловив припущення про те, що капітал не тільки повинен, але й може бути мобільним.[10] Головним фактором руху капіталу, за аналогією із переміщенням капіталу між галузями, виступала різниця у нормі прибутку. На підставі проведених досліджень Дж. Мілль зробив висновки, що норма прибутку в розвинених країнах прагне до зниження і для приходу в іншу країну дохідність капіталу повинна перевищувати супутні ризики у країні-реципієнті. Разом із тим у його роботах значна увага приділялась і фактору реального виробництва, що й визначало потребу в русі капіталу. Зокрема зазначалося, що за активізації експортної діяльності при помірному або відстаючому імпорті виникає канал припливу капіталу, який функціонує до моменту вирівнювання цін на товари або різниці у нормі прибутку капіталу між країнами. Поки такий канал діє, капітал з країни-імпортера надходить до країни-експортера. Це супроводжується зниженням цін на товари (як наслідок дії монетарного чинника) у першій країні та їх зростання в іншій. Зростання цін позначається на витратах на виробництво експортного товару. Це, у свою чергу, потребує нових інвестицій, тобто припливу капіталу.

Попри певні суперечності цього положення сучасному характеру економічних відносин, слід відзначити вагу фактора експортної активності як визначального імпульсу припливу капіталу. Пізніше виробництво та експортна активність як визначальні чинники руху капіталу в наукових дослідженнях, як правило, випускатимуть з уваги.

---

[9] Див. докладніше: Валлерстайн И. Мир-система Модерна. Т. 4: Триумф центристского либерализма, 1789–1914 / пер. с англ., литер., ред., комм. Н. Проценко. Москва: Русский фонд содействия образованию и науке, 2016. 496 с. С. 41.

[10] Mill J. Principles of Political Economy: With Some of Their Applications to Social Philosophy / Ashley ed. 1920. T. 2. P. 166–167. URL: https://oll.libertyfund.org/titles/mill-principles-of-political-economy-ashley-ed

Слід згадати і підходи представників марксистської школи економіки, що розвивались паралельно у другій половині XIX ст. Вони розглядали значення потоків капіталу більш прозаїчно, а саме як рух специфічного товару. Сам К. Маркс відзначав, що капітал поза межами внутрішньої сфери обігу, у грошовому виразі, відкидає специфічні локальні форми (масштабу цін, форм та еквіваленту вартості) і функціонує як товар, натуральна форма якого є, разом із тим, безпосередньо суспільною формою здійснення людської праці in abstracto[11]. Ймовірно, на цей погляд впливало те, що у цей період на міжнародному рівні капітал, частіше за все був представлений золотом або сріблом. К. Маркс, так само, як згодом і кейнсіанці та нові послідовники марксистської школи, аналізував процес міжнародного руху капіталу переважно з позицій його відпливу з країни. Для нього фактором такого напряму руху капіталу виступала постульована ним закономірність тенденції перманентного зниження норми прибутку, що спонукає розміщувати капітал за кордоном – у країнах, де вона вища.

Варто відзначити, що і праці українських науковців, зокрема А. Антоновича, що побачили світ у другій половині XIX ст., дозволяють підтвердити ґрунтовність висновку щодо провідної ролі чинника виробництва та економічної динаміки, а також наявності об'єктивних обмежень мобільності капіталу на міжнародному рівні[12]. Особливо цікавими та прогресивним, як для того часу, видаються висновки в роботах М. Туган-Барановського, де він показував об'єктивні реалії непродуктивного руху вільного капіталу, який може обумовлювати розгортання кризових явищ[13]. Логічним висновком із цього є необхідність «планомірного регулювання цієї гри суспільною владою»[14].

На початок XX ст. припадає розквіт неокласичної думки. Можна сказати, що роботи таких його представників, як Е. Хекшер, Б. Олін, Р. Нурксе та ін.

---

[11] Маркс К., Энгельс Ф. Сочинения. Изд. 2. Т. 23. 1960. 920 с. С. 153.

[12] Антонович А. Курс политической экономии. 2-е изд. Киев, 1886. 654 с. Цит. за: Небрат В. Українська фінансова думка другої половини XIX – початку XX століть. Київ: Ін-т екон. та прогнозув., 2007. 224 с.

[13] Туган-Барановський М. Промышленные кризисы. Очерк из социальной истории Англии. Київ: «Наукова думка, 2004. 386 с. С. 193–200. Цит. за: Небрат В. Українська фінансова думка другої половини XIX – початку XX століть. Київ: Ін-т екон. та прогнозув., 2007. 224 с.

[14] Туган-Барановський М. Очерки из новейшей истории политической экономии и социализма. 2-ге вид. Санкт-Петербург: Изд-во ред. журн. «Мир божий!», 1905. 259 с.

заклали фундамент парадигми корисності фінансової лібералізації. Розвиваючи підходи теорії граничної корисності та міжнародної торгівлі, вони адаптували теорію різниці граничної корисності до опису природи руху капіталів, яку визначає рівень відсоткових ставок. Відповідно було формалізовано роль відсоткових ставок як чинника і, одночасно, індикатора напрямів руху капіталу.

Крім цього, в роботах цих неокласиків було представлено аналіз факторів руху капіталу та його зіставлення з динамікою міжнародної торгівлі Так, Е. Хекшер та Б. Олін[15], досліджуючи особливості міжнародної торгівлі, розробили теорію факторних пропорцій, згідно з якою країни у різних пропорціях забезпечені факторами і надлишки або дефіцит факторів зумовлюють їх міграцію. До набору факторів було включено і капітал, який, однак, має характеристики мобільності[16]. Зазвичай, окрім відсоткових ставок, ці дослідники приділяли увагу й іншим чинникам мобільності капіталу, зокрема таким, які стають на заваді руху капіталу, такі як, – мита, нормативні обмеження, трансакційні витрати.

Характерно, що і в роботах зазначених дослідників рух капіталу все ще підпорядковувався інтересам міжнародної торгівлі та виробництва. Зокрема, Е. Хекшер, обґрунтувавши на підставах маржиналізму об'єктивну природу руху всіх факторів виробництва за відмінності щодо їх цін між країнами, все ж відзначав, що провідну роль відіграє рух товарів, а рух робочої сили та капіталу – допоміжну, другорядну. Капітал він визначав як обмежено мобільний фактор виробництва[17]. Пізніше, в рамках парадигми корисності фінансової відкритості, ця основоположна умова залишилася поза увагою, визнавши за капіталом безумовне право самостійного руху.

Цікаво відзначити також результати роботи Р. Нурксе, який, чи не вперше після М. Туган-Барановського, звернув увагу на дестабілізуючий вплив волатильних потоків капіталу, а також на підставі розроблених моделей продемонстрував залежність між експортом та припливом

---

[15] Б. Олін – лауреат Нобелівської премії 1977 р. за новаторський внесок у теорію міжнародної торгівлі, і міжнародного руху капіталу.

[16] Brems H. Bertil Ohlin's Contributions to Economic theory. *BEBR Faculty working paper.* November 1986. №1305. P. 6-7

[17] Heckscher E. The effects of foreign trade on the distribution of income. Ch 2. P. 4. URL: http://analyticalschool.seinst.ru/milestones-of-economic-thought/VEHI6_Heckscher.pdf

капіталу[18]. Його роботи досить наочно продемонстрували, як швидке зростання обсягів експорту провокує зростання обсягів припливу капіталу. Так само залежність від імпорту зумовлює відплив капіталу. Підкреслимо, що на нинішньому етапі увага дослідників була зосереджена на торгівлі товарами і рух капіталу розглядався як його альтернатива. Роль МПК як фактора економічного розвитку ще не отримала теоретичного підґрунтя. Хоча вже в той час Г. Нурксе обґрунтував природу так званого «поштовху ззовні», зміст якої полягає в тому, що приплив капіталу стимулює насамперед торгівлю експортними товарами і спрямовується у підприємства, які виробляють такі товари. Це, у свою чергу, поступово впливає і на загальне економічне піднесення країни.

До альтернативних поглядів на природу міжнародного руху капіталу в першій половині XX ст. можна віднести роботи Дж. Кейнса та його послідовників. Назагал вони не суперечили висновкам неокласиків. Так само, як Б. Олін, проте в рамках власного постулату щодо рівноваги інвестицій та заощаджень, Кейнс підтвердив мобільність факторів виробництва, а також обґрунтував альтернативність міжнародного руху факторів виробництва та міжнародної торгівлі[19]. Тобто рух капіталу між країнами, за певних умов, може заміняти рух товарів. Можна стверджувати, що в цьому полягала вагома відмінність у його поглядах на рух капіталу. На його думку, рух капіталу відбувався внаслідок неврівноваженого платіжного балансу. У випадку переважання експорту над імпортом, як він вважав, відбувається відплив капіталу. Крім того, відплив капіталу може стати причиною переважання заощаджень над інвестиціями. За умови неможливості їх продуктивного розміщення в економіці у країні вони експортуються у вигляді капіталу. Ця теза давала аргумент на підтвердження товарної природи капіталу на міжнародній арені.

Послідовник кейнсіанства Р. Харрод поєднав теоретичні викладки Кейнса із теорією економічного зростання і відзначив, що зниження темпів економічного зростання провокує тенденцію до вивозу надлишку капіталу з

---

[18] Див.: Eichengreen B. Ragnar Nurkse and the international financial architecture. *Baltic Journal of Economics*. 2018. T. 18. Is. 2. P. 118–128. P. 124;
Nurkse R. International Currency Experience. Geneva: League of Nations, 1944.
Nurkse Ragnar. Internationale Kapital hewegungen.Vienna, 1935. P. 225.
Nurkse R. Problems of Capital Formation in Underdeveloped Countries, Oxford: Basil Blackwell, 1953

[19] Keynes J. A Treatise on money. London, 1930. Vol. I. P. 131–132, 161–166.

країни. Така теза містить важливий висновок: рух капіталу від розвинених економік до менш розвинених відбуватиметься тільки у випадку, якщо останні демонструють прискорений розвиток[20]. Наслідком цього слід вважати те, що саме економічний розвиток є чинником руху МПК.

Варто відзначити роботи іншого представника неокейнсіанської школи – Ф. Махлупа[21]. Висновки з його роботи цікаві для дослідження теорії вільного руху капіталу тим, що розкривають подвійний зміст процесу відпливу капіталу з країни. З одного боку, цей процес скорочує внутрішні інвестиції та, як наслідок, споживання, а з іншого – відплив капіталу може стимулювати експорт товарів з країни і, таким чином, сприяти економічному зростання. Актуалізуючи цю думку, можна зазначити, що важливою умовою економічного зростання в такому випадку має виступати інвестиційний характер відпливу капіталу, коли за рахунок цих інвестицій створюються підприємства, що імпортують продукцію з країни походження капіталу. Такі приклади наочно – у новітній історії – демонстрували Японія та Китай.

Ще раз потрібно підкреслити, що суттєва відмінність кейнсіанського підходу від неоліберального полягає в тому, що Кейнс та його послідовники приділяли більшу увагу процесу виробництва як провідному чиннику розширення міжнародної торгівлі, пов'язаному з ним економічному зростанню, вторинному щодо нього руху капіталу та відстоювали необхідність державного впливу на потоки капіталу в разі порушення платіжного балансу.

Сходинкою, що забезпечила помітне піднесення теорії корисності вільного руху капіталу та характеризувалась кардинальною зміною порядку взаємозв'язку його чинників, стала сучасна неокласична модель економічного зростання. Одним з її засновників прийнято вважати Р. Солоу, який сформулював значення технічного прогресу як важливого екзогенного чинника економічного зростання. Перетікання капіталу між країнами сприяє

---

[20] Mccombie J. Harrod, economic growth and international trade. *Economic dynamics, trade and growth*. 1998. P. 212–251. URL: https://link.springer.com/chapter /10.1007/978-1-349-26931-0_8

[21] Machlup F. International payments, debts, and gold: collected essays. New York: Charles Scribner's Sons, 1964. P. 472;

Machlup F. The stock market, credit and capital formation. London, Edinburg, Glasgow: William Hodge and comp. lim., 1940. P. 155-158;

Machlup F. International trade and the national income multiplier. New York: Augustus M. Kelley, Bookseller, 1965. URL: https://www.mises.at/static/literatur/Buch/machlup-international-trade-national-income-multiplier.pdf

обміну технологіями і, як наслідок, – технічному прогресу країни[22]. При цьому вплив технічного прогресу на розвиток відсталих економік більший ніж провідних, що сприяє наближенню їх рівнів.

Такий вплив іноземного капіталу, серед іншого, прямо випливав зі змісту моделі економічного зростання Р. Солоу – у тій її частині, що стосується нагромадження капіталу. Цілком закономірним, за таких умов, видається і висновок про те, що наявність обмежень на рух капіталу перешкоджає наздоганяючому зростанню відсталих країн. І навпаки, фінансова відкритість виступала умовою наздоганяючого економічного зростання відсталих країн, а рух капіталу, відповідно, набував ролі визначального чинника.

Робота Р. Солоу, вийшовши у 1957 р., не заохочувала до фінансової лібералізації, більшою мірою торкаючись вільної торгівлі проте своєї особливої актуальності вона набула із розгортанням глобалізаційних процесів на початку 1970-х років. В цей же час стали з'являтись й інші дослідження, де взаємозалежність фінансової лібералізації та економічного зростання було уточнено[23]. Було обґрунтовано роль вільно плаваючого обмінного курсу в стабілізації потоків капіталу[24]. У підсумку симбіоз описаних вище теоретичних викладок щодо граничної корисності у міжнародній торгівлі та факторів економічного зростання і сформували сучасний неоліберальний підхід до обґрунтування значення і природи процесу руху міжнародних потоків капіталу, який було покладено і в основу «Вашингтонського консенсусу», що стало визначальним етапом затвердження парадигми корисності фінансової відкритості.

В рамках «вашингтонського консенсусу» для забезпечення вільного руху капіталу вимагалось знизити обмеження на рух іноземних інвестицій, забезпечити вільну конвертацію іноземної валюти та дерегуляцію фінансових ринків. Ці заходи закріплені в документі, що отримав назву «Вашингтонського консенсусу»[25], в останнє десятиліття XX ст. відіграли

---

[22] Solow R. Technical change and the aggregate production function. *Review of Economics and Statistics.* 1957. Vol. 39. № 3. P. 312–320.

[23] Swan T.W. Economic growth and capital accumulation. *The Economic Record.* 1956. № 32. P. 334–361.

[24] Brown B. What Drives Global Capital Flows? Myth, Speculation and Currency Diplomacy. New York: Palgrave Macmillan, 2006. P. 146.

[25] Таку назву сформулював у 1989 році Д. Вільямсон для узагальнення основних політичних принципів неоліберальної програми, що була визначена як певний

визначальну роль у розгортанні глобалізаційного процесу та проведенні економічних реформ у пострадянських економіках.

Сформульоване на початковому етапі активної глобалізації твердження, що фінансова відкритість забезпечує переваги для наздоганяючого економічного зростання набуло поширення у такому вигляді, що пізніше було визнано як традиційний (див. рис. 1.1).

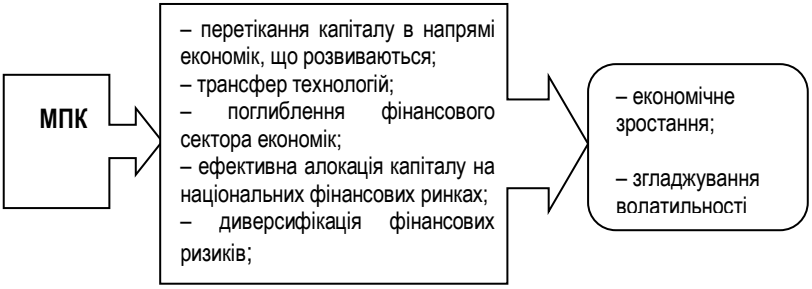


Рис. 1.1. Традиційний підхід щодо обґрунтування факторів позитивного впливу фінансової відкритості

Джерело: складено автором за[26].

Таке теоретичне узагальнення корисності фінансової відкритості передбачало, що:

1) фінансова лібералізація сприяє припливу капіталу в країни з більш високими відсотковими ставками, що є характерними для менш розвинених економік, які потерпають від браку капіталу;

2) локалізація припливу капіталу на внутрішніх фінансових ринках сприяє їх поглибленню і, відповідно, розвитку фінансового сектора та його інфраструктури, що створює умови для більш ефективного розміщення капіталу;

3) розширення пропозиції капіталу знижує його вартість, а прихід іноземних інвесторів із розвинених країн привносить нові технології, найкращі практики, посилює конкуренцію та нівелює інформаційну асиметрію;

стандарт проведення ринкових реформ США та Світовим банком по відношенню до країн Латинської Америки.

[26] Kose M., Prasad E., Rogoff K., Wei S. Financial globalization: a reappraisal. *IMF Working paper*. August 2006. WP/06/189.

4) таким чином рух до фінансової відкритості сприяє економічному зростанню[27].

Можна досить упевнено стверджувати, що, попри велику кількість досліджень на тему проблематики міжнародного руху капіталу і значення фінансової відкритості, найбільшої популярності переважно набули роботи в рамках неоліберального політекономічного консенсусу, що запанував після краху Бреттон-Вудської системи у 1970-х роках. За винятком поодиноких спроб, політика фінансової лібералізації, як заходу стимулювання наздоганяючого зростання в цей період не зазнавала серйозної критики.

1980-ті роки стали періодом різкої інтенсифікації МПК і початком активного руху багатьох країн різного рівня розвитку до лібералізації рахунку операцій з капіталом. У 1990-ті роки цей тренд іще більше посилився за рахунок цілого ряду країн, які стали на шлях трансформації економічних систем за ринковими принципами, зокрема країн колишнього соціалістичного блоку та КНР. До цього переліку додалися країни, що почали втілювати в життя рекомендації «Вашингтонського консенсусу».

Хвиля потужної глобалізації 1980–2000-х років мала помітний фінансовий прояв, зумовлений розширенням міжнародних фінансових зв'язків, інвестиційно-кредитною діяльністю міжнародних корпорацій та банків, лібералізацією фінансових ринків, валютним регулюванням, розширенням доступу країн та їх держав до глобальних фінансових ресурсів[28], а також розвитком фінансових інструментів та засобів зв'язку. У цей період МПК сягнули своїх найбільших обсягів та різноманітних форм. Узагальнено рух МПК у країну можна представити так (див. рис. 1.2).

Теоретичне обґрунтування концепції фінансової відкритості на фоні розгортання глобалізаційних процесів набуло системного розвитку. До наукових здобутків в цей період слід віднести, наприклад, появу методик

---

[27] Levine R. International Financial Liberalization and Economic Growth. *Review of International Economics*. 2001. Vol. 9. Is. 4. P. 688–702.

[28] Мозговий О.М., Руденко-Сударєва Л.В., Гуртов Д.О. Методика економічної оцінки глобальних процесів / за ред. д.е.н., проф. Л.Руденко-Сударєвої. Київ: КП «Редакція», 2010. 192 с. С. 10.

вимірювання фінансової відкритості, більш чітку формалізацію та класифікацію джерел фінансової відкритості[29].

У рамках системи push (такі, що відштовхують) та pull (такі, що притягують) фактори, що зумовлюють рух МПК між країнами, класифікуються за двома групами. Перші (push) – це низькі відсоткові ставки, високе боргове навантаження у приватній та публічній сферах, системні ризики (тобто циклічні фактори) та прагнення до диверсифікації портфелів, низькі очікування прибутковості бізнесу (тобто структурні фактори). Серед других (pull), виокремили фактори циклічного характеру – високі ціни на сировинні товари, високі відсоткові ставки, низька інфляція і структурного характеру – менша заборгованість, високі очікування зростання економіки, відкритість торгівлі (trade openness)[30]. Раціоналізуючи класифікацію за напрямом дії факторів, їх різновидів та характеру впливу, пропонуємо доповнити класифікацію факторів руху капіталу відповідно до результатів останніх досліджень та узагальнити таким чином (див. табл.1.1).

[29] Chinn M., Ito H. What matters for financial development? Capital controls, institutions, and interactions. *NBER WP.* 2005. № 11370. URL: http://www.nber.org/papers/w11370

[30] Koepke R. What drives capital flows to emerging markets? A survey of the empirical literature / Institute of international finance, University of Wurzburg. April 2015. 41 p. P. 4.

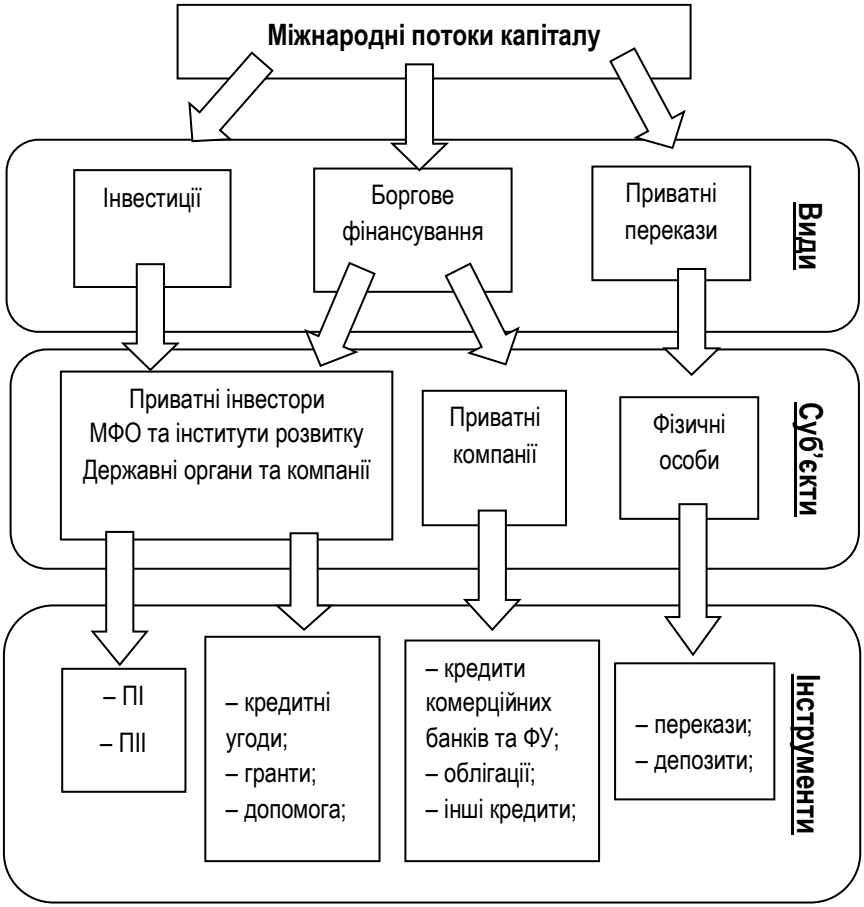


Рис. 1.2. Теоретичне узагальнення структури МПК

Джерело: складено автором.

Таблиця 1.1

Класифікація факторів руху капіталу

Фактори, що відштовхують	Фактори, що притягують	Фактори різноспрямованої дії
– загальна неприйнятність ризику; – падіння темпів зростання економіки; – падіння дохідності фінансових активів;	– високі відсоткові ставки; – високі темпи зростання економіки; – висока дохідність фінансових активів;	– глобальна фінансова ліквідність; – ціни на сировинні товари; – фінансова відкритість; – торговельна

– зростання кредитних рейтингів;	– сировинний характер економіки; – розвинений фондовий ринок	відкритість; – рівень розвитку ринкових інститутів; – режим валютного курсу

Джерело: складено автором за[31].

Як можна побачити, в рамках такої ідентифікації факторів серед країн, які відштовхують капітал, перебувають переважно розвинені економіки, тоді як серед тих, що притягують – країни з економіками, що розвиваються. Така формалізація факторів руху потоків капіталу відповідає підходу до фінансової відкритості в частині наявності об'єктивних передумов для перетікання капіталу із розвинених країн до країн із ринками, що розвиваються. Слід також звернути увагу на наявність торговельної відкритості як необхідної умови для притягування капіталу, що логічно потребує і фінансової відкритості як наступної стадії економічного розвитку.

Водночас період активного руху країн до фінансової відкритості 1990-х років відзначився і роботами, які поставили і вагомі питання до постулатів домінуючої парадигми. На тлі розширення емпіричних даних почали виходити дослідження, результати яких показували, що, попри первинні гіпотези, приплив капіталу чинить слабкий вплив на економічний розвиток країн..

У 1990 р. Р. Лукас показав, що, всупереч неокласичній теорії, характер перетікання капіталу слабко залежить від різниці в його дохідності[32]. Порівнявши прибутковість капіталу у США та Індії у 1988 р., він виявив, що в останній країні капітал у 58 разів більш прибутковий. Відповідно до неокласичної теорії це мало б викликати бурхливе перетікання капіталу із США в Індію. Проте дослідження Р. Лукаса показало абсолютно протилежну тенденцію. Цей феномен отримав назву «парадокса Лукаса». Навіть за високих відсоткових ставок, капітал не локалізується на ринках певних країн і прагне перетікати між країнами із розвиненими ринками, незважаючи на низьку прибутковість.

[31] Koepke R. What drives capital flows to emerging markets? A survey of the empirical literature / Institute of international finance, University of Wurzburg. April 2015. 41p.; Swarnali A. Revisiting the Determinants of Capital Flows to Emerging Markets – A Survey of the Evolving Literature. *IMF WP*. 2018. 18/214.

[32] Lucas R. E. Why doesn't capital flow from rich to poor countries? *The American Economic Review*. 1990. № 80(2). P. 92–96.

Логічне пояснення існування такого парадоксу полягає в тому, що важливу роль відіграє не сам спред відсоткових ставок, але і супутні чинники. Зокрема, різницю відсоткових ставок може нейтралізувати країновий ризик. За певних умов в такому випадку додатковим стимулом для руху МПК можуть виступати прогнозоване або випереджаюче внутрішні ставки зниження країнового ризику, як наслідок прискорення економічного зростання. Можуть перекривати країновий ризик і перспективи вигідної для інвестора зміни валютного курсу. Водночас високий країновий ризик, що серед іншого, відображає і обмежений розвиток інституціонального середовища в країні, безумовно, сильно нівелює різницю в прибутковості капіталу між країнами.

Формулювання «парадокса Лукаса» не призвело до критичного переосмислення парадигми фінансової відкритості загалом, а відповідь на критичні зауваження шукали, не виходячи за межі основного постулату вільного руху капіталу як екзогенного чинника економічного зростання[33]. Теоретичні викладки для аналізу процесу руху капіталу в цей час були доповнені здобутками з інших напрямів економічної теорії, зокрема, економії на масштабах, вибору місця розміщення, міжнародних корпорацій, управління ризиками тощо. Важливим у цьому сенсі слід вважати аналіз особливостей руху капіталу, пов'язаного із розвитком міжнародних корпорацій[34]. ТНК забезпечують доволі значну частку світових потоків капіталу. Хоча ця теорія цілком лежить в руслі теорії міжнародної торгівлі та граничної корисності, все ж таки ТНК у своїй інвестиційній діяльності керуються й іншими мотивами, зокрема такими, як використання ефекту економії на масштабах, захист технологічних переваг. Ці здобутки доповнили теорію руху капіталу переліком додаткових факторів.

Помітного удару парадигма фінансової лібералізації зазнала під час розгортання Азійської фінансової кризи 1997 р. Стало зрозуміло, що вплив фінансової відкритості та нерегульованих потоків капіталу на розвиток економіки не тільки сумнівний, але й може становити реальну загрозу економічній стабільності країни. Стрімке зростання обсягів МПК у 1990-х і першій половині 2000-х років мало неоднозначний вплив на розвиток

---

[33] Бублик Є. Забезпечення економічної стабільності в умовах фінансової відкритості: зміна підходів та висновки для України. *Економічна теорія*. 2019. № 4. P. 42–53.

[34] Див., напр.: Buckley P.J. and Casson M.C. Models of the multinational enterprise. *Journal of International Business Studies*. 1998. Vol. 29. Is. 1. P. 21–44.

економік країн із ринками, що формуються. Лише обмежений перелік країн демонстрував наздоганяюче зростання, і не всі з них рухались у бік фінансової відкритості.

Тоді концепція фінансової відкритості отримала суттєву підтримку з боку інституціоналізму, що набував нового піднесення в цей період. Концепція була уточнена таким чином, що фінансова відкритість непрямо сприяє перетіканню капіталу у найбільш продуктивні галузі економіки країни-реципієнта. Насамперед капітал спрямовується у фінансовий сектор країни і сприяє розвитку ринкових інститутів та фінансового сектора, а фінансовий сектор, у свою чергу, у міру свого розвитку, забезпечує продуктивну алокацію залученого капіталу[35]. Таким чином, фінансова відкритість становить перший етап, на якому відбувається розвиток ринкових інститутів, зокрема права власності та конкуренції. На другому етапі вже розвинені фінансові ринки забезпечують стимулювання розвитку економіки.

Це доповнення стало наслідком актуальної дискусії про роль фінансового сектора у забезпеченні економічного зростання. Визначенню ролі, а також причинно-наслідкових зв'язків впливу фінансового сектора на економічне зростання, було присвячено доволі численний ряд наукових досліджень XX ст. Широкого визнання набули праці з цієї тематики таких відомих вчених, як Дж. Шумпетер (1911)[36], Р. Маккінон (1973)[37], Р. Левайна (1998)[38], М. Міллера (1998)[39] та ряду інших. Результати цих робіт свідчили на користь того, що фінансовий сектор може відігравати визначальну роль в економічному розвитку завдяки здатності обирати найбільш перспективні напрями для інвестицій та спрямовувати туди фінансові ресурси. У другій половині XX ст. ця думка була сприйнята позитивно і підтримала теоретичне обґрунтування вільного руху капіталу.

Але слід зазначити, що на цю ж тему виходили і роботи, де роль фінансового сектора розглядалася більш скептично. Зокрема, праці

---

[35] Levine R. Financial development and economic growth. *Journal of Economic Literature*. Jun. 1997. Vol. 35. No. 2. P. 688–726. P. 720

[36] Schumpeter J. A. The Theory of Economic Development. Harvard University Press, Cambridge, 1934..

[37] McCinnon R. Money and Capital in Economic Development. 7th ed. Washington DC: Brookings institution, 1973.

[38] Levine R. and Zervos S. Stock Markets, Banks, and Economic Growth. *The American Economic Review*. 1998. Vol. 88. P. 537–558.

[39] Miller M. Financial markets and economic growth. *Journal of Applied Corporate Finance*. 1998. Vol. 11. P. 14.

відомих вчених Д. Робінсон (1952)[40], Р. Лукаса (1988)[41] відводили фінансовому сектору другорядну роль обслуговування економіки фінансовими ресурсами відповідно до поточних потреб реального сектора. Проте в період активної фінансової глобалізації ці праці не набули такого широкого визнання.

Таким чином, відповіддю прихильників фінансової лібералізації на посилення критики їх підходів в умовах відсутності емпіричних підтверджень переваг фінансової відкритості стали роботи, де тези про корисність фінансової відкритості для економік, що розвиваються, були адаптовані до поточних поглядів на роль фінансових ринків. Важливою віхою стала робота фахівців із МВФ М. Козе, Е. Прасада та К. Рогоффа[42], під назвою «Фінансова глобалізація: переоцінка поглядів». У ній зазначалося, що потенційні переваги вільного руху капіталу вже мали впливати на ринки фінансово відкритих країн, залежно від рівня їх розвитку, таким чином (див. рис. 1.3).

Тобто основний зміст «оновлених» обґрунтувань на користь фінансової відкритості зміщувався зі сфери безпосередньо факторів виробництва у сферу фінансових ринків, які виступали трансмісійною ланкою інституціонального розвитку. Розвиток ринкових інститутів уже мав забезпечити економічне піднесення унаслідок зростання загальної факторної продуктивності та нівелювання системного ризику фінансової нестабільності. При цьому не заперечувалося, що певний, але невизначений, вплив на економічне зростання здійснюватимуть також і традиційні фактори виробництва відповідно до попереднього підходу.

Важливим доповненням тези про роль фінансових ринків у трансмісію потоків капіталу стало визначення критичності порогових значень розвитку якості ринкових інститутів, зокрема розвитку конкуренції та захисту права власності, бюрократичного управління, економічної політики та рівня торговельної інтеграції. Зважаючи на слабку кореляцію відсоткових ставок і характеру потоків капіталу, були зроблені досить ґрунтовні припущення, що причиною цьому є слабкий розвиток інститутів у країнах із

---

[40] Robinson J. The generalization of the general theory / The rate of interest and other essays. London: Macmillian, 1952.

[41] Lukas R. On the mechanics of economic development. *Journal of political Economy*. 1988. Vol. 98. P. 3–42.

[42] Kose M., Prasad E., Rogoff K., Wei S. Financial globalization: a reappraisal. *IMF Working Paper*. August 2006. WP/06/189.

недорозвиненими ринками[43]. Такий підхід означає, що слабкий розвиток інститутів, з одного боку, відштовхує потенційних іноземних інвесторів, а з іншого – не дозволяє ефективно інвестувати наявний та отриманий капітал в економіку країни. До кола факторів, що негативно позначаються на залученні капіталу, також відносять і низьку якість людського капіталу (зокрема в частині низького рівня освіти) та асиметрію інформації, що обмежують можливість ефективної алокації капіталу.

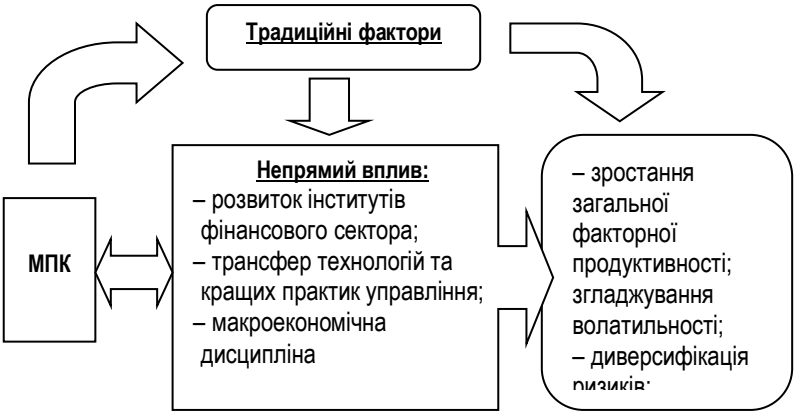


Рис. 1.3. Удосконалений підхід до обґрунтування позитивного впливу фінансової відкритості

Джерело: складено автором за[44].

Відповідно до цього підходу позитивний вплив фінансової відкритості та вільного руху МПК проявлявся лише в країнах, які перевищували ці порогові значення. Без цього вплив на економічне зростання вважався невизначеним, а от макроекономічна волатильність та ризик фінансової нестабільності збільшувалися. Попри цілком логічне формулювання, цю тезу все ж складно визнати об'єктивною, оскільки високі порогові значення розвитку ринкових інститутів властиві саме розвиненим країнам. З огляду

[43] Arestis P., Nissanke M., Stein H. Finance and Development: Institutional and Policy Alternatives to Financial Liberalization Theory. *Eastern Economic Journal*. 2005. № 31 (2).

[44] Kose M., Prasad E., Rogoff K., Wei S. Financial globalization: a reappraisal. *IMF Working Paper*. August 2006. WP/06/189; Koepke R. What drives capital flows to emerging markets? A survey of the empirical literature / Institute of international finance / University of Wurzburg. April 2015. 41 p. P. 4.

на це парадигма стимулювання наздоганяючого зростання для відстаючих країн за рахунок фінансової лібералізації втрачає свою актуальність.

Обґрунтовуючи існування різного роду переваг від фінансової відкритості, представники неоліберальної парадигми визнавали, що позитивний ефект фінансової відкритості може проявитися протягом десятиріччя. Водночас низка вагомих ризиків може проявитись і у короткостроковому періоді[45], так би мовити «short pain, long gain»[46]. Можна стверджувати, що цей короткостроковий період – «short pain» – настав у 2008 р. і згодом отримав назву «глобальна фінансова криза» (ГФК). Вона завершила поточну хвилю глобалізації й у фінансовому аспекті. У 2016 р. стосовно максимуму у 12,4 трлн дол. США, досягнутого у 2007 р., обсяг світових МПК скоротився на 65%[47].

Не заглиблюючись у визначення ролі дерегульованих МПК в ескалації локальної кризи іпотечного ринку США на глобальний рівень, зазначимо лише, що її буде важко заперечити. З урахуванням перебігу ГФК, ризики фінансової відкритості для національної економіки були формалізовані у такому вигляді:

1) приплив значних обсягів капіталу та його вплив на структуру фінансового сектора та монетарні показники;
2) перманентний відплив національного капіталу;
3) втрата монетарної незалежності;
4) небажане коливання курсу національної валюти;

---

[45] King R., Levine R. Finance and Growth: Schumpeter Might be Right. *The Quarterly Journal of Economics.* Aug. 1993. Vol. 108. No. 3. P. 717–737. P. 728.

[46] Див. напр.: Schmukler S., Kaminsky G. Short-Run Pain, Long-Run Gain : The Effects of Financial Liberalization. *IMF WP.* 2003. 03/34. URL: https://asean.elibrary.imf.org/doc/IMF001/06207-9781451845280/06207-9781451845280/Other_formats/Source_PDF/06207-9781451892796.pdf;
або: Bussière M., Fratzscher M. Financial Openness and Growth: Short-run Gain, Long-run Pain? *ECB WP.* 2004. № 348. URL: https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1467-9396.2007.00727.x

[47] Lund Susan, Windhagen Eckart, Manyika James, Härle Philipp, Woetzel Jonathan, and Goldshtein Diana. The New Dynamics of Financial Globalization. McKinsey Global Institute, 2017.

Перераховані ризики отримали назву «чотирьох страхів» монетарного регулятора[48]. У рамках неоліберального підходу ці ризики не розглядались як безумовні наслідки фінансової відкритості. Закономірність реалізації більшої частини перерахованих ризиків було поставлено в залежність від характеру потоків капіталу. Наприклад, К. Форбс та Ф. Варнок стверджують, що понад 80% випадків раптового припливу великих обсягів капіталу та 70% його відпливу пов'язані з динамікою державного боргу, а не з динамікою прямих інвестицій[49]. Таким чином нівелювання зазначених ризиків було підпорядковано бюджетній дисципліні. Іншими словами, в рамках того ж неоліберального підходу теза про корисність фінансової відкритості та припливу капіталу залишалася та було уточнено, що потрібно зважати на характеристики капіталу, що надходить у країну. Наприклад, прямі іноземні інвестиції (ПІІ) – більш продуктивні та менш ризиковані, тоді як портфельні (ПІ) – навпаки.

Перебіг ГФК призвів до появи зростаючої кількості наукових досліджень, які дедалі більше підштовхують до кардинального перегляду неоліберальної парадигми фінансової відкритості. Це позначилось і на інституційних поглядах провідних міжнародних фінансових інституцій. Проте загалом у такому – представленому вище «удосконаленому» вигляді – з уточненнями щодо критичної ролі інститутів та структури МПК, неоліберальна парадигма руху до фінансової відкритості зберігає свої позиції в глобальній економіці, зокрема і по відношенню до країн європейської периферії[50].

Проведений аналіз теоретичних концепцій та підходів щодо впливу фінансової відкритості на економічне зростання в умовах глобалізації засвідчив наявність у них низки вагомих прогалин, зумовлених насамперед тим, що теоретичне осмислення процесів на активному етапі глобалізації не встигало за їх перебігом. Це супроводжувалося помітним ідеологічним

---

[48] Magud N., Reinhart C., Rogoff K. Capital Controls: Myth and Reality - A Portfolio Balance Approach. *NBER Working Paper.* February 2011. No. 16805. URL: https://www.nber.org/papers/w16805

[49] Forbes K., Warnock F. Capital flow waves: Surges, stops, flight, and retrenchment. *NBER Working Paper.* August 2011. No. 17351. 60 p. URL: www.nber.org/papers/w17351

[50] Кораблін С. О. Неоліберальний мейнстрім: коли Америка проти. *Економіка України*. 2017. №. 5-6. С. 90-105.

протистоянням наукових шкіл, що консервувало думку, фіксуючи її на проголошених поглядах, і не унеможливлювало їх продуктивний синтез. Як результат – парадигмальна криза у сфері фінансової глобалізації.[51]

Однією з найвагоміших прогалин у дослідженнях теорії вільного руху капіталу на сучасному етапі слід визнати вкрай обмежену увагу до специфіки окремих типів країн, зокрема з малими відкритими економіками транзитивного типу, що найбільшою мірою потребують додаткових фінансових ресурсів і, водночас, потерпають від шокових впливів волатильних МПК. У контексті тематики, що розглядається, під малою відкритою економікою розуміють економіки, що не займають помітної частки на світових ринках, не впливають на формування цін на них, тоді як динаміка їх ВВП суттєво залежить від кон'юнктури зовнішніх ринків[52].

Особливість розвитку транзитивних економік у контексті вільного руху капіталу полягає в тому, що такі країни відрізняються несформованим інституціональним середовищем фінансового сектора із нерозвиненими інститутами при наявності потужного виробничого сектора. Як зазначалось вище, ця особливість є критичною для продуктивного сприйняття руху МПК. Тож, з огляду на високу частку експортно-імпортних операцій (понад 50% ВВП), малу частку на світовому ринку[53], обмежений структурно-функціональний розвиток фінансового сектора[54], а також іманентність вирощування нових інститутів та нашарування нових економічних відносин на вже існуючі, що є характерною ознакою внутрішньосистемної трансформації, притаманної перехідному процесу[55], економіка України може бути визначена як мала, відкрита та транзитивна. Слід також відзначити що використання терміну транзитивна економіка по відношенню до України та інших країн ЦСЄ є цілком прийнятним хоча б з огляду на те,

---

[51] Бабурина О. Н. Концепции экономической глобализации. *Финансы и кредит*. 2009. №. 26. С. 28–36. С. 35.

[52] Кораблін С. Макроекономічна динаміка України: пастка сировинних ринків : монографія / НАН України, ДУ «Ін-т екон. та прогнозув. НАН України». Київ, 2017. 308 с. С. 201.

[53] Там само.

[54] Бублик Є. Структурно-функціональна деформація фінансового сектора в економіці України. *Економіка і прогнозування*. 2018. № 2. С. 48–61.

[55] Селютіна А.С. Сучасна концепція транзитивності та фінансові ринки: досвід європейських країн. *Економіка та держава*. 2019. № 9. С. 103–108. С. 105.

що ЄБРР до цього моменту випускає звіт “Transition Report”[56], в якому оцінює успішність розвитку пострадянських економік.

Найбільш помітні здобутки сучасної української наукової думки з цієї тематики відносяться до періоду після ГФК. Зокрема, слід відзначити дослідження О. Сніжко, де аналізувалася доцільність обмеження надмірної залежності перехідних економік від потоків іноземного капіталу для захисту національних інтересів, навіть ціною створення відповідного механізму їх регулювання[57].

Також посилюють обґрунтування необхідності регулювання МПК роботи С. Корабліна, де автор переконливо показав залежність динаміки фінансового сектора від зовнішньоекономічного у малих відкритих економіках з акцентуацією на їх сировинний характер[58]. У роботах О. Шарова досліджено питання класифікації, оцінки ефективності та удосконалення системи залучення ПІІ з огляду на національні інтереси[59]. Важливі дані стосовно залежності фінансового сектора малих відкритих економік від МПК містять роботи Ю. Шаповал, які відстоюють переваги фінансової лібералізації, проте в них приділяється увага й доцільності контролю за МПК з огляду на їх деформаційних вплив на структуру грошової пропозиції[60]. Ризикам передчасного проведення валютної лібералізації та необхідності узгодження дій у сфері зняття обмежень на рух капіталу та розвитку фінансової системи значну увагу приділяє О. Береславська[61].

---

[56] Better governance, better economies. *Transition Report 2019-20* / EBRD. URL: https://www.ebrd.com/transition-report-2019-20

[57] Сніжко О. Фінансовий розвиток трансформаційних економік. Структурно-функціональний аналіз: монографія. Київ: Київський університет, 2009. 815 с. С. 529.

[58] Кораблін С. Макроекономічна динаміка України: пастка сировинних ринків. Ін-ст екон. та прогнозув. НАН України». Київ, 2017. 308 с.

[59] Шаров О.М. Питання стратегії залучення прямих іноземних інвестицій у контексті дотримання інтересів економічної безпеки держави. *Стратегічні пріоритети*. 2015. №. 1. С. 41–50.

[60] Шаповал Ю. Контроль за рухом капіталу: особливості сучасних підходів і висновки для України. *Український соціум*. 2018. № 2. С. 102–129.

[61] Береславська О. І. Лібералізація механізму валютного регулювання в Україні. *Наукові записки Національного університету Острозька академія. Серія: Економіка*. 2016. № 2. С. 43–50.

Варто також відзначити роботу В. Вишневського та Н. Шелудько, де підвищення мобільності МПК, збільшення впливу іноземного капіталу на національних кредитних та боргових ринках визначено як фінансовий чинник формування сучасних умов «нової нормальності» та глобальної нестабільності[62]. Разом із тим потрібно відзначити, що така важлива з точки зору забезпечення стійкого економічного розвитку проблема, як раціональне використання фінансової відкритості в Україні, не отримала адекватної уваги і наявні здобутки не відповідають комплексному характеру проблеми і потребам її системного вирішення.

Наведені вище результати узагальнення теоретичного базису, на якому ґрунтується неоліберальна концепція корисності вільного руху капіталу та фінансової відкритості дають підстави висловити низку зауважень. По-перше, слід відзначити, що вільний рух капіталу все ж таки переважно відіграє роль другорядного чинника по відношенню до макроекономічної динаміки та міжнародної торгівлі. На таких позиціях стояли представники як класичної, так і неокласичних шкіл. По-друге, провідна роль фінансового сектора в економічному розвитку лишається недостатньо обґрунтованою. Також слід звернути увагу на недостатній аналіз особливостей впливу МПК залежно від рівня розвитку економіки та інституціонального середовища фінансового сектора групи країн із транзитивними економіками.

Перспективи подальшого розвитку теоретичного обґрунтування продуктивного досягнення високого рівня фінансової відкритості в інтересах економічного зростання дає поглиблення інституціонального підходу. Наразі є підстави очікувати, що саме визначення необхідних напрямів розвитку інституціонального середовища дозволить локалізувати вплив потоків капіталу на кількісному посиленні конкурентних переваг економік, що розвиваються. Для цього більш глибокого теоретичного дослідження потребує ідентифікація відмінностей у характері економічного розвитку різних груп країн, типів економік з акцентом на детермінації реалізації потенціалу та подоланні вад їх інституціонального розвитку.

1.2. Типологія фінансової відкритості та підходи до вимірювання

[62] Вишневский В.П., Шелудько Н.М. Глобальная финансовая нестабильность как «новая нормальность»: истоки, вызовы, перспективы. *Terra Economicus*. 2017. Т. 15. № 3. С. 32–55.

Неоліберальний консенсус, що посів панівні позиції у 1980-х роках, підтримував заходи урядів різних країн із лібералізації обмежень на рух капіталу та обґрунтовував їх як необхідну умову економічної інтеграції. Як наслідок, більша частина країн з ринковими та транзитивними економіками включали фінансову відкритість до цілей своєї політики економічного розвитку. За таких обставин актуалізувалося питання пошуку адекватних методик оцінки рівня фінансової відкритості. Незважаючи на доволі тривалий період і розповсюдженість використання поняття «фінансова відкритість» як терміна, в науковій літературі доволі складно знайти його конкретизоване визначення.

Здебільшого роботи на тему фінансової відкритості носять прикладний характер і дослідники не приділяють багато уваги теоретичному обґрунтуванню змісту цього поняття. У результаті, за влучним виразом відомого дослідника глобальних фінансів Б. Коена, у науковій та публіцистичній літературі стосовно як визначення витоків, так і використання поняття фінансової відкритості лунає своєрідна «какофонія голосів»[63]. Поширеним є визначення фінансової відкритості як можливості вільного руху капіталу[64], тобто відсутності у фінансовій системі країни будь-яких обмежень на транскордонний рух капіталу. Недосконалість такого підходу полягає в тому, що обмеження на рух капіталу можуть існувати і поза фінансової системою, наприклад, на інституційному або міжнародному рівні. В сучасних умовах впливу МФО, наднаціональних регуляторів і міжнародних санкцій стан фінансової відкритості важко описати в межах заходів лише національного регулятора. До того ж у сучасних умовах рух капіталу набуває дедалі складніших і різноманітних форм з метою обходу формальних обмежень. За сучасних умов значну частку обсягів фінансових ресурсів, що переміщуються між юрисдикціями, можуть становити і нетрадиційні форми: електронні платіжні розрахунки, виручка від реалізації широкого асортименту продукції та послуг, штрафи та репатріації, грошові перекази, тіньові фінансові транзакції, операції з валютою тощо. З цих

---

[63] Cohen B. Phoenix Risen: The Resurrection of Global Finance. *World Politics.* January 1996. Vol. 48. Is. 2. P. 268–296. P. 270;
Цит. за: Quinn,D.,Inclán, C. The origins of financial openness: A study of current and capital account liberalization. *American Journal of Political Science*. 1997. № 41 (3). P. 771–813. P. 714.

[64] Le H.-G. Financial openness and financial integration. Asia Pacific Press, 2000.

причин фінансова відкритість набуває більш широкого змісту. Водночас саме рух фінансового капіталу втілює сучасну парадигму фінансової відкритості.

Проте найбільшу суперечність у визначенні фінансової відкритості як стану відсутності обмежень на рух капіталу викликає її теоретичне позиціонування – як ідеального стану фінансової системи, в якій відсутні будь-які обмеження на рух фінансового капіталу. Тоді як найбільш поширене використання цього терміна в сучасних роботах пов'язане з оцінкою динаміки фінансової відкритості та заходами, спрямованими на зміну її стану. В такому випадку зміст «фінансової відкритості» відображає процес. Щоб уникнути такого подвійного тлумачення, інколи, використовуючи термін «фінансова відкритість» як динамічний процес, застосовують термін «фінансова лібералізація»[65] або уточнюють його як рух до «фінансової відкритості», «поточний стан фінансової відкритості» тощо. Але за такого уточнення описується лише один напрям зміни стану фінансової відкритості – до її поглиблення.

Про суперечливість визначення фінансової відкритості як завершеного стану свідчить і те, що на шляху до лібералізації міжнародного руху капіталу фінансова відкритість виступає кількісним показником, що використовується у спробах надати об'єктивну оцінку процесу фінансової глобалізації[66]. Тож доводиться констатувати, що загальноприйняті визначення поняття фінансової відкритості не можна вважати задовільними з точки зору розкриття її змісту. Більше того, таке визначення суперечить практиці застосування цього поняття.

Слід відзначити підхід до формалізації фінансової відкритості у роботі О. Сніжко, яка на основі узагальнення відмінностей між формальною та реальною фінансовою відкритістю визначила фінансову відкритість як багатокомпонентне системне явище і двоелементну концепцію, що відображає регуляторну та інтеграційну фінансову відкритість[67]. Таким

---

[65] Тобто процес дерегуляції сфери транскордонного обігу капіталу та міжнародних фінансових транзакцій.

[66] Kastner S., Rector C. Partisanship and the Path to Financial Openness. *Comparative Political Studies*. June 2005. Vol. 38. No. 5. P. 484–506. P. 486.

[67] Сніжко О. Фінансовий розвиток трансформаційних економік: структурно-функціональний аналіз: монографія. Київ: Видавничо-поліграфічний центр «Київський університет», 2009. С. 359.

чином була зроблена спроба усунути суперечність між явищем та процесом, але поєднати чинники, що визначають фінансову відкритість.

На нашу думку, потрібно відштовхуватися не від прояву фінансової відкритості, а від її змісту, який визначається не тільки і не стільки нормативним регулюванням, як сукупністю обмежень формального і неформального характеру, що змінюються під впливом регуляторної політики, макроекономічної динаміки та розвитку інституціонального середовища. Відтак, **фінансову відкритість** *слід розглядати як систему інституційних відносин, що визначає свободу транскордонного руху фінансового капіталу.* Під фінансовим капіталом пропонується розуміти «сукупність капіталізованих фінансових ресурсів, які використовують власники і менеджери в економічному процесі відтворення вартості як джерело фінансування господарської діяльності з метою одержання доходу, формування якого в економічній системі держави здійснюється на ринкових принципах і підходах».[68] При цьому динаміка рівня фінансової відкритості може виступати як індикатором залучення країни до процесу фінансової глобалізації, так і регуляторним параметром впливу руху капіталу на економічне зростання окремої країни.

Визначальним, з огляду на зміст концепції фінансової лібералізації слід вважати рух тих фінансових ресурсів, що втілюють екзогенний чинник економічного зростання, який вільно переміщується на ринкових умовах без перешкод з боку держави. Таким чинником слід вважати фінансовий капіталу суб'єктів господарювання (у т.ч. і державної форми власності). У той же час державні запозичення та інвестиції з такого процесу виключаються, оскільки навіть в умовах низького рівня фінансової відкритості держава має особливу свободу проведення фінансових трансакцій. Виключаються і фінансові трансакції, що формують вторинні доходи поточного рахунку платіжного балансу, оскілки вони є похідними по відношенню до руху потоків капіталу або лише можуть формувати капітал у майбутньому.

Перебіг азійської фінансової кризи 1997 р. викликав бум наукових публікацій, присвячених емпіричним дослідженням наслідків лібералізації потоків капіталу в розвинених країнах та країнах, що розвиваються. Через це актуалізувались і роботи з розроблення наукових методик вимірювання

[68] Воробйов Ю. М. Теоретичні основи фінансового капіталу підприємств. *Фінанси України*. 2001. № 7. С. 62–69.

кількісних параметрів фінансової відкритості, що мали би свідчити про переваги, руху потоків капіталу у країну. Відсутність подібних методик тривалий час обмежувала предметність дискусії щодо ефективності лібералізації операцій з капіталом.

В основу перших методик так званого традиційного підходу до вимірювання фінансової відкритості було покладено систематизацію діючих на території країни нормативних обмежень на операції з капіталом іноземного походження. Такі нормативні обмеження можуть поширюватися на цілий спектр відносин та включати різноманітні інструменти – податкового, цінового, кількісного характеру. Як головне джерело первинних даних для оцінки фінансової відкритості за такою методикою було використано AREAER (Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions) – Річну доповідь щодо угод та обмежень валютообмінних операцій МВФ.

Цей звіт щорічно видається з 1950 р. У кожному звіті публікуються текстовий перелік наявних обмежень на будь-які форми міжнародних розрахунків, що діяли в країні – члені МВФ упродовж звітного року. Важливі зміни, що сприяли використанню даних із цього звіту для аналізу рівня фінансової відкритості країни, були внесені у формат звіту в 1996 р. З цього періоду звіт містить структуровані дані щодо наявності, відсутності або несуттєвості обмежень у країні – члені МВФ, яка приєдналася до виконання XIV статті Статуту на операції з іноземним капіталом, згруповані за 11 основними видами:

1) операції з цінними паперами;
2) інструментами грошового ринку;
3) операції з деривативами;
4) операції спільного інвестування;
5) комерційні кредити;
6) фінансові кредити;
7) гарантії та поручительства;
8) прямі інвестиції;
9) ліквідація прямих інвестицій;
10) операції з нерухомістю;
11) операції з приватним (особистим) капіталом.

У звіті зазначається, що деякі обмеження можуть уводитись з питань національної безпеки, і в такому випадку вони не зараховуються як заходи контролю за фінансовим рахунком.

На основі цих даних Мензі Чінн та Хіро Іто запропонували методику для обрахунку ступеня фінансової відкритості[69]. Визначаючи наявність або відсутність у країні нормативних обмежень на операції за зазначеними в AREAER групами протягом року, ця методика дає можливість надати кількісну оцінку ступеня лібералізації операцій з капіталом, розрахунків за поточними операціями або вимоги з виведення отриманого прибутку в межах певної країни.

Хоча умовність такої методики цілком зрозуміла (складно проаналізувати увесь спектр можливих нормативних обмежень: вона не враховує неформальні обмеження, містить суттєвий лаг і, головне, – не відображає реальний стан і бар'єри руху потоків капіталу в країні). Проте ця методика дала можливість провести порівняльну оцінку ступенів відкритості різних країн та надати кількісну оцінку процесу фінансової інтеграції та ролі фінансової відкритості у цьому процесі.

Завдяки простій уніфікованій методиці, статистично значимому періоду спостережень (дані AREAER публікуються щорічно з 1950 р.), деталізації звіту (з 1996 р він включає 11 тематичних категорій, а не шість – як до цього), методика Чінн-Іто, надала поштовх цілому ряду наукових досліджень фінансової відкритості та динаміки процесу фінансової інтеграції, в основу яких також було покладено аналіз нормативного регулювання руху капіталу в країні, виражений через показник KAOPEN. Цей підхід також позначається як «нормативна оцінка фінансової відкритості» або «фінансова відкритість де-юре».

Відповідно до підходу М. Чінна та Х. Іто, індекс KAOPEN представляє суму умовних бінарних змінних, які описують наявність обмежень на міжнародні фінансові операції, що представлені у звіті МВФ AREAER. При цьому значення «1» відповідає відкритості, а «0» – наявності обмежень. Показник обмежень на операції з капіталом обчислюється як середнє арифметичне та виступає складовою нормованої компоненти індексу. Відповідно, країна з найбільшим модульним значенням показника від 0 до 1, має найвищий ступінь фінансової відкритості, із найнижчим – є найбільш закритою. Загалом цей індекс дає змогу отримати уявлення про наявність у країні множинності валютного курсу, обмежень на поточні операції та

[69] Menzie D. Chinn, Hiro Ito A New Measure of Financial Openness. *Journal of Comparative Policy Analysis: Research and Practice*. 2008. URL: https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/13876980802231123

операції з капіталом, а також вимог щодо обов'язкового продажу валютної виручки. Графічне представлення показників фінансової відкритості розвинених країн та країн, що розвиваються, дає можливість порівняти та перевірити гіпотезу про основні етапи руху до фінансової відкритості цих груп країн (див. рис. 1.4).

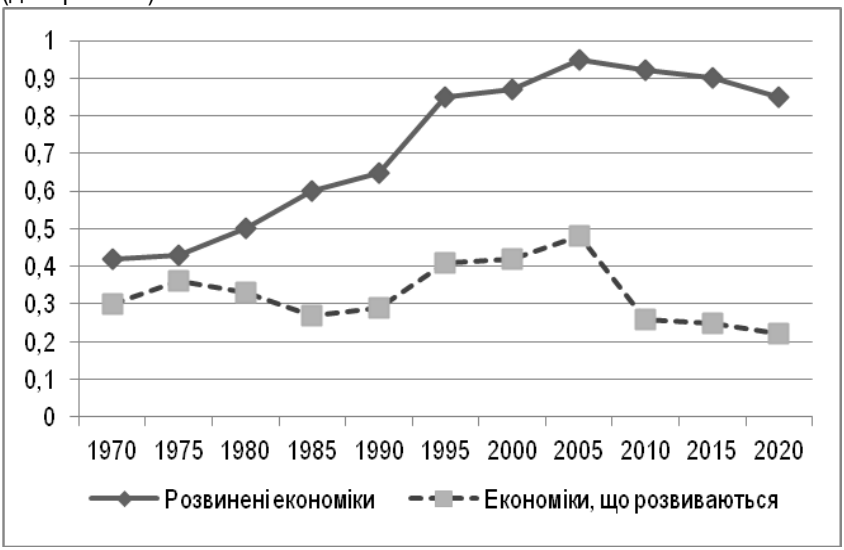


Рис. 1.4. Динаміка індексів «фінансової відкритості де-юре» за методикою вимірювання Chinn-Ito

Джерело: складено автором за[70].

Як видно з наведеної на рисунку динаміки нормативного показника відкритості фінансового рахунку платіжного балансу (KAOPEN), модель Чінн-Іто цілком підтверджує тезу про зростання фінансової відкритості країн протягом активного періоду глобалізації у 1980–1990 рр. Крім того, вона дає підстави для ряду цікавих висновків. Так, можна зазначити, що законодавчий процес підвищення фінансової відкритості розпочався з середини 1970-х рр. у колі розвинених країн, тоді як країни, що розвиваються, приєдналися до цього процесу приблизно з початку 1990-х. У цей період багато різних країн світу зробили ставку на стимулювання економічного

[70] Chinn M., Ito H. The Chinn-Ito Index of A de jure measure of financial openness. URL: http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm

зростання за допомогою іноземного капіталу. Вони долучилися до виконання статті VIII Статуту МВФ та законодавчо зняли низку обмежень на транскордонний рух капіталу. Якщо у 1976 р. цю статтю зобов'язувалася виконувати лише 41 країна, то у 2004 р. таких країн уже налічувалося 158. Формальний стрибок, який можна побачити на графіку, припадає на 1996 р., коли було змінено методику складання AREAER (збільшення видів операцій з капіталом у звіті).

Цікавим також є аналіз динаміки нормативної фінансової відкритості із виокремленням індустріально розвинених країн, що лише підкреслює їх лідерство у цьому процесі. Такий аналіз також підтверджує, що упродовж 1990-х років країни світу активізували рух до фінансової відкритості. При цьому розвинені країні очолювали цей процес. Після кризи 2008 р. розвинені країни зупинили рух до фінансової відкритості, а країни, що розвиваються, навіть почали запроваджувати обмеження на рух капіталу. З часом і розвинені країни активізували обмеження на певні види інвестицій.

До 2008 р., що позначив завершення чергового періоду глобалізації, наявні економічні дослідження так і не змогли продемонструвати доказів переконливих економічних переваг фінансової лібералізації у довгостроковому періоді. Як одна з найбільш вагомих причин цього називалась недосконалість методик обрахунку фінансової відкритості. Наявні показники фінансової відкритості «де-юре», розраховані за наведеними вище підходами обрахунку юридичних обмежень на операції з капіталом не дозволяли визначити, наскільки ефективно вони діють у межах країни, що їх запровадила. Вони також не відображали реальний рівень інтеграції фінансової системи країни.

Відповідно дослідники зосередили свої зусилля на пошуку можливих напрямів удосконалення методик розрахунку фінансової відкритості. Спочатку аналіз фінансової відкритості за методикою використання звіту AREAER базувався на дискретній оцінці представлених у табличному форматі даних. Пізніше розвиток обчислювальної техніки з кодування та аналізу тексту із використанням великих обсягів даних розширив можливості здійснення автоматизованої оцінки кількісних характеристик нормативного регулювання у сфері руху капіталу. Це дало поштовх для появи нових досліджень. З'явилися дослідження Д. Куінна, М. Тойоді, М.

Шиндлера, пізніше об'єднані в одну роботу[71]. Згодом фахівці з МВФ на чолі з А. Фернандезом використали за основу метод М. Шиндлера, розширили його в часовому проміжку на більшу кількість країн, видів активів, напрями потоку капіталу та опублікували отримані дані у відкритому доступі[72], таким чином поглибивши методику оцінки фінансової відкритості «де-юре». Більшій відкритості за цією методикою відповідає показник «0» (див. рис. 1.5).

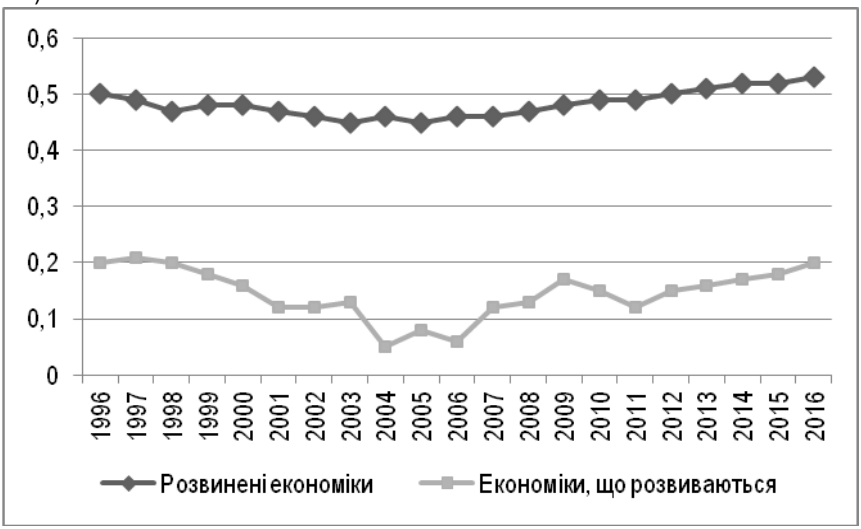


Рис. 1.5. Динаміка фінансової відкритості «де-юре» за індексом Фернандеза

Джерело: складено автором за[73].

Представлена А. Фернандез методика включає аналіз наявності обмежень на руху капіталу по 100 країнах протягом 1995–2013 рр. Такий період зумовлений новим форматом звіту AREAER з 1996 р. З отриманих

[71] Quinn D., Schindler M., Toyoda M. Assessing Measures of Financial Openness and Integration. *IMF Economic Review*. 2011. № 59. P. 488–522. URL: doi:10.1057/imfer.2011.18

[72] Fernández A., Klein M., Rebucci A., Schindler M., Uribe M. Capital Control Measures: A New Dataset IMF Working Paper. *IMF Working Paper*. 2015. WP/15/80. URL: https://www.nber.org/papers/w20970

[73] Fernández A., Klein M., Rebucci A., Schindler M., Uribe M. Capital Control Measures: A New Dataset IMF Working Paper. *IMF Working Paper*. 2015. WP/15/80. URL: https://www.nber.org/papers/w20970

результатів можна виокремити характеристики фінансової відкритості у період активної фінансової інтеграції та її стану після кризи. Графік наочно демонструє злам тренду руху до фінансової відкритості після 2007–2008 рр., навіть у розвинених країнах.

Підходи «де-юре» дозволяють певним чином оцінити принципові тренди процесу фінансової лібералізації або посилення регулювання країн світу, але водночас мають і серйозні вади. Зокрема формат складання звіту річний і доволі дискретний, тому ускладнює оцінку умов та часового проміжку запроваджених обмежень. Але найголовніше: такий підхід дає суперечливе уявлення про реальний стан та тенденції руху потоків капіталу. Чи діють фактично в країні проголошені обмеження на рух капіталу? Або навпаки, чи означає відсутність нормативних обмежень дійсну відсутність перешкод для руху капіталу? Оцінка «де-юре» не дає відповіді на ці запитання.

Як спроба вирішити цю проблему з'явився інший підхід, що орієнтувався на оцінку реальних показників руху потоків капіталу, які містяться у даних платіжного балансу та міжнародної інвестиційної позиції країни. Такий підхід прийнято називати оцінкою фінансової відкритості або фінансової інтеграції **«де факто»**.

Основу для такої оцінки – на підставі кількісного аналізу – може становити робота П. Лейн та Х. Мілеззі-Фіретті[74]. Якщо спрощено, то ця методика побудована на визначенні відношення кумулятивних транскордонних потоків припливу та відпливу фінансових ресурсів, доданих за модулем та унормованих до ВВП країни. Для аналізу можуть використовуватися: ПІІ, ПІ (акції та облігації), банківські кредити, грошові перекази та трансферти, деривативи, державні та гарантовані державою запозичення, фінансова допомога тощо. За оригінальною методикою до перерахованих потоків також додаються чисті зовнішні активи та зобов'язання з міжнародної інвестиційної позиції, скориговані на зміну валютного курсу.

Інші методики розрахунку фінансової відкритості орієнтуються на узагальнення даних активів та пасивів. Проте, такий підхід переважно оцінює не потоки, а зміну запасів, що загалом також відображає рух капіталу, але не динамічні потоки і не повною мірою відображає стан

[74] Lane P., Milesi-Ferretti G. The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970–2004. *IMF Working Paper.* 2006. № 06/69.

фінансової відкритості. Така методика швидше дозволяє оцінити фінансову інтеграцію в частині взаємопроникнення фінансових секторів.

З огляду на особливості розвитку фінансових ринків транзитивних економік та доступну статистику, для порівняльного аналізу динаміки рівня їх фінансової відкритості достатньо обрахунку основних, притаманних ним, потоків: ПІІ, ПІ, кредитів, грошових переказів, державних запозичень та кредитів МФО. При цьому, державні запозичення (кредити сектору ЗДУ) та кредити МФО, слід розглядати окремо, оскільки рух таких потоків може відбуватись і в умовах низького рівня фінансової відкритості, як це спостерігалось, зокрема, у Білорусі. Так само і грошові перекази опосередковано пов'язані з фінансовою відкритістю. Решта видів фінансових потоків для транзитивних економік, як правило складають незначні обсяги.

Такий потік, як доходи від інвестицій, що обраховуються за поточним рахунком платіжного балансу можуть бути доволі великими, але вони, як правило є вторинними по відношенню до припливу чи відпливу ПІ. Для детального аналізу структури припливу та відпливу капіталу в країні, потрібно враховувати всі зазначені вище види потоків. Тоді як для порівняльного аналізу рівня реальної фінансової відкритості транзитивних країн, цілком релевантним є обчислення потоків інвестицій та кредитів, за формулою:

$$\mathbf{ФВ_{ф} = (FDI_{infl} + FDI_{outfl} + PI_{infl} + PI_{outfl} + L_{outfl} + L_{infl}) / GDP},$$

де: **ФВф** – показник рівня фінансової відкритості країни «де-факто» у визначеному році;

FDI_infl – обсяг ПІІ, розміщеними нерезидентами у країні;

FDI_outfl – обсяг ПІІ, розміщених резидентами за межами країни;

PI_infl – обсяг портфельних інвестицій країни за кордоном;

PI_outfl – обсяг іноземних портфельних інвестицій у країні;

L_outfl – зовнішні банківські кредити;

L_infl – зовнішні банківські запозичення;

GDP – ВВП країни.

У перспективі, із розвитком статистичних баз, більш ефективними стануть обрахунки спостережень на квартальних і місячних інтервалах. Наразі статистичні бази переважно дозволяють аналізувати дані на річному інтервалі, тому в роботі зазначені показники обраховуються за підсумками року, тобто рух МПК за рік. Для порівняльного аналізу країн

використовуються дані з офіційного сайту Світового банку, де акумулюються статистичні звіти центробанків, урядів та МВФ[75]. За відсутності повних даних щодо окремих потоків по країнах, аналізуються чисті потоки, хоча це небажано, оскільки двосторонні потоки можуть урівноважуватись і випадати з оцінки.

Активізація тренду підвищення фінансової відкритості різних груп країн стала помітною всередині 1980-х років і тривала до середини 1990-х років. А розвинені країни зберігали високі показники фінансової відкритості (з огляду на обсяги руху МПК через їх юрисдикцію) до 2008 р.[76] (див. рис. 1.6).

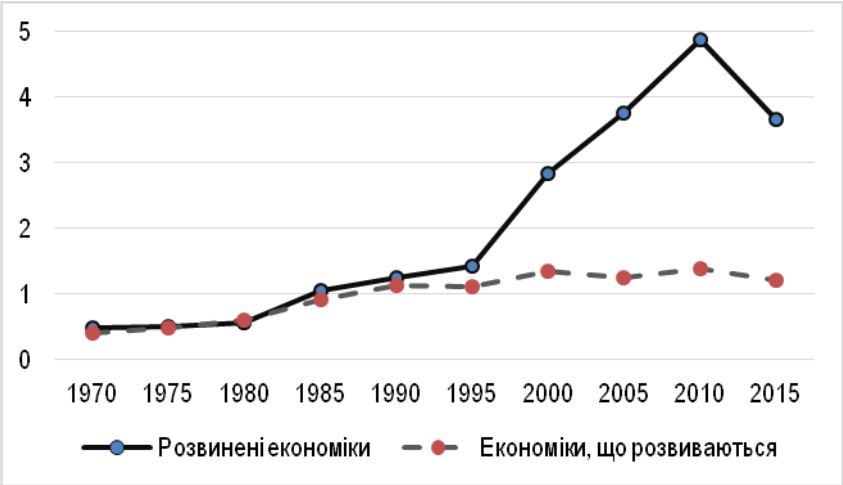


Рис. 1.6. Динаміка фінансової відкритості країн світу за індексом Лейна та Мілеззі-Фіретті

Джерело: складено автором на підставі даних[77].

Як наслідок, середній показник фінансової відкритості «де факто» до 1995 р. у світі підвищився утричі. Після азійської кризи 1997–1998 рр. серед країн, що не відносяться до розвинених, відбулося скорочення обсягів припливу капіталу і зниження фінансової відкритості. У цей час низка країн, що постраждали від кризи, повернули обмеження на рух капіталу. Ці обмеження переважно стосувалися втечі іноземного капіталу з країни.

[75] DataBank. World developments indicators. URL: https://databank.worldbank.org

[76] Lane P., Milesi-Ferretti G. International Financial Integration in the Aftermath of the Global Financial Crisis. *IMF Working Paper*. 2017. № 17/115.

[77] Там само.

Окрім безпосередньо країн азійського регіону, від раптового відпливу капіталу постраждали і сусідні країни, які також запровадили низку обмежень на приплив капіталу.

У першій половині 2000-х років стався помітний стрибок показника реальної фінансової відкритості «де факто», зумовлений фінансовою інтеграцією країн ЄС та зростанням обсягів вільного капіталу на світовому ринку. Хоча вплив ГФК 2008 р. позначився і на розвинених країнах, обсяги руху капіталу в їх напрямі загалом збереглися. Цікаво також відзначити, що найбідніші країни зазнали найбільшого скорочення потоків капіталу внаслідок удару кризи.

Зазначений вище підхід Лейн та Мілезі-Фіретті до вимірювання фінансової відкритості був прийнятий дослідниками МВФ як основний. Водночас існують й інші методики, що використовуються різними МФО та інститутами розвитку. Узагальнено перелік найбільш поширених методик представлено у табл. 1.2:

Таблиця 1.2

Різновиди базових методик обрахунку фінансової відкритості

Методика	Зміст	Вимір	Автор
	«де-юре»		
Індекс Чінн-Іто, KAOPEN	Оцінка обмежень на підставі табличного аналізу звіту AREAER щодо розрахунків по поточному рахунку, рахунку операцій з капіталом, вимог продажу валютної виручки, наявності множинних обмінних курсів	Рейтинг, індекс	М. Чінн та Х. Іто, 2006
Індекс відкритості фінансів поточного рахунку	Оцінка на підставі текст-аналізу звіту AREAER рівня дотримання урядом зобов'язань відповідно до ст. 8 Статуту МВФ у частині розрахунків за поточним рахунком	Рейтинг, індекс 0-100	Д. Куін, М. Тойода, 2008
Індекс лібералізації рахунку операцій з капіталом	Текст-аналіз звіту AREAER щодо наявності обмежень по операціях із рахунку з капіталом з диференціацією за резидентами та нерезидентами	Рейтинг, індекс 0-12	Д. Куін, М. Тойода, М. Шиндлер, 2011
	«де-факто»		
Індекс фінансової відкритості «де факто»	Відношення суми іноземних фінансових активів та зобов'язань до ВПВ	% до ВВП	Ф. Лейн та Ж. М. Мілесі-Феретті,

			2017
Індекс приватної фінансової від-критості	Різниця між загальним обсягом міжнародних фінансових зобов'язань та міжнародних резервів та публічною фінансової допомогою на розвиток	% до ВВП	Т. Саадма та А. Штайнер, 2016
Індекс зобов'язань та активів за ПІІ	Частка зобов'язань за ПІІ у загальному обсязі зовнішніх кредитів резидентам або частка активів за ПІІ у загальному обсязі зовнішніх кредитів з країни по відношенню до ВВП	% до ВВП	UNCTAD, 2017

Джерело: узагальнено автором на основі[78].

Наприклад, Конференція з торгівлі та розвитку ООН (UNCTAD) використовує більш спрощену методику, що аналізує фінансову відкритість країни на підставі співвідношення потоків та запасів тільки ПІІ до ВВП країни або її частку у світовому ВВП. Потрібно зазначити, що порівняння динамічних показників, що характеризуються як потоки, з ВВП є наразі доволі поширеною практикою в сучасних дослідженнях. Такий підхід в своїх статистичних звітах використовують МВФ та Світовий банк. Для уникнення суперечностей можна розглядати в таких випадках як потік і ВВП.

Альтернативною оцінкою фінансової відкритості за параметром «де-юре» може також слугувати індекс обмежень на ПІІ, що розраховує ОЕСР, аналізуючи наявність та кількість обмежень на рух ПІІ (FDI restrictiveness) у країні за чотирма основними напрямами:

– обмеження на операції з іноземними акціями;
– дискримінаційні механізми моніторингу та дозволів для іноземного капіталу;
– обмеження на залучення іноземного персоналу;
– операційні обмеження для іноземного капіталу.

Оцінка здійснюється виключно формально. Питання щодо дієвості обмежень не розглядаються, і такі фактори, як ступінь прозорості чи суб'єктивна практика розгляду рішень при наданні схвалень, не враховуються. Індекс відкритості ОЕСР розглядається загалом та окремо

[78] Gräbner C., Heimberger P., Kapeller J., Springholz F. Measuring Economic Openness: A review of existing measures and empirical practices. *ICAE Working Paper Series.* 2018. № 84.

для дев'яти секторів економіки. Індекс також приймає значення 0 для відкритого та 1 для закритого ринку[79].

Аналітичний відділ Конференції UNCTAD також регулярно проводить оцінку фінансової відкритості, засновану на аналізі характеру регуляторних заходів урядів країн у рамках політики залучення інвестицій. Згідно з її дослідженнями, динаміка політики залучення інвестицій більшості країн пережила два основні тренди: лібералізації протягом 2000–2009 рр. та більш жорсткої регуляторної політики з 2010 р., який триває і досі (див. рис. 1.7).

Певна перевага підходів OECP та UNCTAD полягає в тому, що докладно аналізуються реальні потоки, як це стверджує удосконалена теорія фінансової відкритості, найбільш функціонального – інвестиційного капіталу у формі ПІІ. Дані щодо реальної фінансової відкритості на підставі підходу UNCTAD дають уявлення про те, наскільки приріст ВВП відбувся за рахунок припливу іноземних інвестицій. Разом із тим цей підхід фіксує тільки реальні обсяги руху капіталу, що можуть відбуватись і в економіках з низьким рівнем фінансової відкритості або, навпаки, бути відсутнім у відкритій економіці.

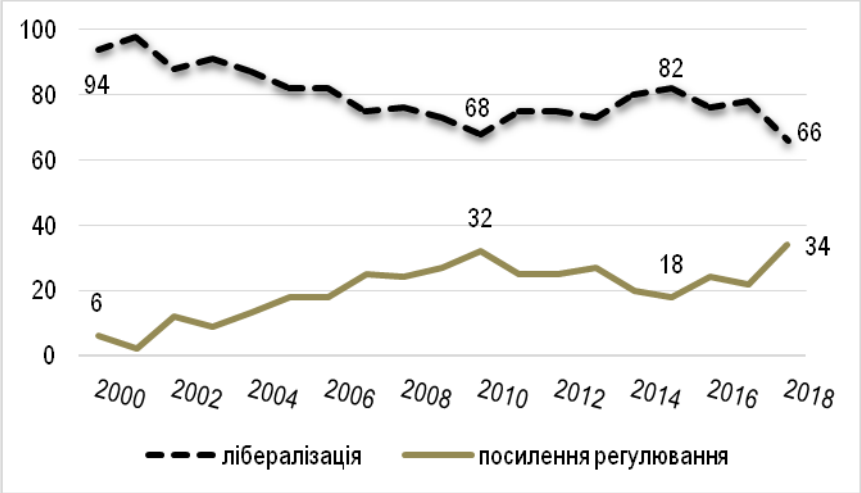


Рис. 1.7. Зміна напрямів інвестиційних політик у світі протягом 2000–2018 рр., *% заходів*

Джерело: UNCTAD, World Investment Report, 2018.

[79] FDI restrictiveness (indicator) / OECD. 2019. URL: https://data.oecd.org/fdi/fdi-restrictiveness.htm#indicator-chart.

Тобто щодо аналізу взаємозв'язку із фінансової відкритістю такий підхід не може дати комплексне уявлення про наслідки фінансової лібералізації. Хоча саме в поєднанні з нормативною оцінкою, що пропонує UNCTAD, картина динаміки фінансової відкритості та її порівняння із реальними обсягами інвестицій дає можливість робити певні обґрунтовані припущення. Хоча річний або в коротшому проміжку часу квартальний формат даних звужує можливості аналізу.

Існує і третій різновид методики обрахунку фінансової відкритості, яку можна визначити як **інтегральний** (ще відомий як **гібридний**) підхід до оцінки ступеня відкритості рахунку капіталу[80]. Один із прикладів такого підходу запропонували Г. Едісон та Ф. Варнок, розрахувавши показник відкритості на основі визначення частки цінних паперів внутрішніх емітентів, доступних для придбання іноземними інвесторами[81]. Відмінність такого підходу в тому, що його можна будувати на місячній основі.

Важливим є також те, що доступність національних цінних паперів на іноземних ринках відображає і рівень розвитку інститутів країни. Адже, серед іншого, рівнем розвитку інститутів держави, ринку визначається можливість цінних паперів бути представленими на міжнародних ринках. Саме тому такий підхід характеризується як інтегральний (або гібридний) – оцінюючи кількісний показник цінних паперів, придбаних іноземними інвесторами, він тим самим відображає наявність або відсутність обмежень щодо виходу на зовнішні ринки капіталу або прихід іноземних інвесторів у країну.

Не заглиблюючись у деталі, відзначимо, що як різновид інтегрального підходу також існує низка подібних, можливо більш формальних, методик оцінки стану фінансової відкритості та інтеграції, наприклад, аналіз параметрів чистої міжнародної інвестиційної позиції[82] або їх кореляції на підставі аналізу відношення припливу або відпливу капіталу до ВВП країни. Такі

---

[80] Quinn D., Schindler M., Toyoda M. Assessing Measures of Financial Openness and Integration. *IMF Economic Review*. 2011. № 59. P. 488–522. URL: doi:10.1057/imfer.2011.18 p.494

[81] Edison H., Warnock F. A Simple Measure of the Intensity of Capital Controls. *Journal of Empirical Finance*. 2003. Vol. 10. P. 81–103.

[82] Gygli S., Haelg F., Potrafke N., Sturm J.-E. The KOF Globalisation Index - revisited. *The Review of International Organizations*. 2019. Vol. 14. Is. 3. P. 543–574.

методики також дають певну уяву про характер транскордонного руху капіталу окремої країни, регіону і навіть світу.

Позитивним моментом є те, що завдяки розвитку інформаційно-обчислювальної техніки та засобів зв'язку, асортимент, частота представлення та можливості обрахунку даних протягом останнього десятиліття значно виросли. В межах статистики того ж зовнішнього балансу відкриваються можливості проводити більш детальні дослідження – як фінансової відкритості, інтеграції, так і ефективності зовнішнього фінансування, накопичення ризиків, зовнішньої фінансової вразливості економіки тощо.

Загалом зазначені методики не показують значних розбіжностей у відображенні процесу перебігу фінансової відкритості країн світу і дають щодо нього хронологічно та принципово цілісне уявлення, яке загалом відповідає іншим емпіричним дослідженням. Проте, як підсумок, слід зазначити, що жодна з наявних методик поки що не може задовольнити потребу в оцінці процесу інтеграції та стану фінансової відкритості. Зокрема, дані методики не дозволяють отримати однозначні результати у спробах здійснити оцінку ролі фінансової відкритості для залучення іноземного капіталу та їх впливу на економічне зростання.

Слід також зауважити, що динаміка нормативної оцінки відкритості «де-юре» має певний лаг стосовно ухвалених нормативних актів і може враховувати їх імплементацію лише у звіті за наступний рік. Тому в деяких роботах, які відштовхуються від оцінки фінансової відкритості лише за «де-юре» або за «де-факто» показниками, можна зустріти різну періодизацію процесу розгортання глобальної фінансової відкритості. Така розбіжність ускладнює детермінацію послідовності взаємозв'язків у процесах фінансової лібералізації. Деякі автори висловлюють припущення, що початок активної фази фінансового дерегуляції припав на кінець 1970-х – початок 1980-х років[83]. Ґрунтовною представляється і теза, що зростання фінансової відкритості країн, що розвиваються, почалося наприкінці 1980-х і стало реакцією на просування фінансової лібералізації розвиненими країнами[84].

---

[83] Philippon T. The fintech opportunity. *NBER Working Paper.* 2016. № 22476.

[84] Allegret J., Courbis B., Dulbecco Ph. Financial Liberalization and Stability of the Financial System in Emerging Markets: the institutional dimension of financial crises. *Review of International Political Economy*. 2003. № 17 (4). P. 213–242. P. 215.

Цікаво відзначити, що навіть таке питання, як визначення періоду найбільшої фінансової глобалізації між початком та кінцем XX ст., не знаходить однозначної відповіді. Доволі чисельні групи дослідників висувають у лідери як період до 1913 р., так і період після 1980-х років Наприклад, М. Бордо, А. Муршид та Квінн у своїх роботах доводять, що ранній період демонстрував більшу ступінь фінансової глобалізації[85]. Тоді як Д. Квінн та Х.-Г. Фот проголошують кінець XX ст. більш глобалізованим[86]. Існує і третя думка, що ці періоди були еквівалентними і за рівнем фінансової глобалізації. Час від часу деякі автори навіть змінювали свою позицію[87]. Така дисперсія поглядів лише підкреслює обмеженість вихідних даних для проведення належної оцінки неоднозначного за суттю та не до кінця усвідомленого за природою явища. Тому навряд чи при таких суперечливих вихідних оцінках можна було серйозно розраховувати на ефективність практичних рекомендацій.

Загалом, ретроспективно розглядаючи рух глобальних економічних відносин до фінансової відкритості у період поточної хвилі глобалізації 1970–2000-х років, можна виокремити такі найбільш характерні етапи:

1970–80-ті роки – зростання фінансової відкритості розвинених країн, які разом із розширенням своїх ринків збуту усували бар'єри для експорту власного капіталу;

1990–2000-ні роки – період, коли до такого ж процесу долучились країни, що розвиваються; які, з одного боку так само активізували експорт власної продукції, а з іншого – відкрили свої фінансові ринки для іноземних інвестицій;

з 2008 р. і дотепер – період раціоналізації фінансової відкритості, поглиблення регіональної інтеграції та запровадження заходів регулювання потоків капіталу.

Як можна побачити, жодна з існуючих методик окремо не здатна надати достатньої інформації для оцінки реального рівня фінансової відкритості економіки. Водночас усі запропоновані методики несуть частину корисної

---

[85] Bordo M., Murshid A. Globalization and changing patterns in the international transmission in financial markets. *Journal of International Money and Finance*. 2006. № 25. P. 655–674.

[86] Quinn D., Voth H. A century of global equity market correlations. *American Economic Review, Papers and Proceedings*. 2008. № 98. P. 535–540.

[87] Quinn D. Capital account liberalization and financial globalization, 1890–1999: a synoptic view. *International Journal of Finance and Economics*. 2003. № 8. P. 189–204.

інформації для складання певного уявлення про поточний або потенціальний стан фінансової відкритості економіки. Методика оцінки нормативної відкритості «де-юре» дає можливість для аналізу видів регуляторної політики та їх динаміки, проте вплив виявлених обмежень може бути вузьким, а сам перелік неповним. Методика оцінки фінансової відкритості «де-факто» за офіційними обсягами МПК дає уявлення про поточний стан фінансової відкритості, проте також не повною мірою, оскільки враховує не всі їх види та не співвідносить їх із наявними обмеженнями або макроекономічною динамікою.

Тому оцінка дійсного рівня фінансової відкритості країни повинна являти собою комплексну систему. Така система оцінки повинна узагальнити як нормативні, так і інші обмеження формального та неформального характеру у фінансовій, макроекономічній та торговельній сфері, а також у сфері міжнародних відносин, що впливають на свободу здійснення фінансових трансакцій із виходом за межі національної юрисдикції. Необхідність поширення методик обрахунку рівня фінансової відкритості на сферу міжнародних відносин, торгівлі та неформальні оцінки зумовлена тим, що рух МПК на сучасному етапі можуть визначати і результати економічної динаміки, розвитку торговельних відносин або запровадження особливих режимів санкцій.

В узагальненому вигляді комплексна оцінка рівня фінансової відкритості економіки повинна включати базові методики оцінки обмежень на рух МПК та їх реальних обсягів, а також їх супутні прояви в економіці (див. табл. 1.3).

Таблиця 1.3

Комплексний підхід до оцінки фінансової відкритості економіки

Прояви фінансової відкритості	Базові методики оцінки	Система оцінки фінансової відкритості
Нормативна відкритість	Оцінка відкритості «де-юре»: узагальнення та формалізація наявних в регуляторному полі обмежень на рух капіталу, фінансові транзакції, торговельні імпортно-експортні операції	*Інтегральна оцінка обмежень та реальних обсягів руху МПК* *Комплексна система оцінки фінансової відкритості економіки*
Реальна відкритість	Оцінка відкритості «де-факто»: кількісний вимір обсягів фінансових операцій, потоків інвестицій, розрахунків за	

	торговельними операціями по відношенню до ВВП	
Сприйняття Відкритості суб'єктами господарювання	Рейтингові оцінки параметрів сприйняття економічними суб'єктами відкритості економіки та розвитку її інституціонального середовища	

Джерело: розроблено автором.

Об'єктивне представлення рівня фінансової відкритості має бути доповнене оцінками міжнародних фінансових організацій та рейтингових агенцій щодо рівня розвитку фінансового сектора країни, інвестиційної політики та привабливості, сприйняття інвестиційного та інших видів фінансових ризиків, рейтингами кредитоспроможності тощо. Комплекс оцінок фінансової відкритості може також включати спеціальні дослідження (наприклад, у формі опитування), що відображають, чи сприймають фінансові посередники та споживачі регуляторні вимоги у сфері фінансових послуг як такі, що обмежують їх фінансову діяльність у межах кордону держави.

Саме такі оцінки допомагають отримати комплексне уявлення про стан та динаміку фінансової інтеграції як процесу, відкриваючи перспективи їх адекватного зіставлення із наявними характеристиками фінансової відкритості. Перелік оцінок, що можуть допомогти у цьому, є доволі широким і постійно доповнюється. Із сучасних методик можна звернути увагу на виявлення залежності динаміки показників фінансових ринків від інформаційного впливу ендогенного та екзогенного походження. Останнім часом такі дослідження демонструють наявність для фінансово відкритих економік високого ступеня залежності від комунікаційної політики провідних країн. Причому для особливо відкритих країн рівень залежності від комунікаційної політики провідних країн може бути помітно вищим за внутрішню комунікаційну політику[88].

Для оцінки таких непрямих проявів стану фінансової відкритості іззовні доцільно використовувати методики рейтингових оцінок відкритості економіки загалом, що включають аналіз інвестиційної привабливості,

[88] Shapoval Yuliia, Anufriieva Kateryna, Brus Svitlana and Bublyk Yevhen Communication as an instrument for enhancing trust in a central bank: the case of Ukraine. *Banks and Bank Systems*. 2019. № 14(2). P. 106–119. URL: doi:10.21511/bbs.14(2).2019.09

свободу економічної діяльності, у т.ч. для нерезидентів, рівень розвитку ринкових інститутів, ефективність уряду, доступ до ринкової інфраструктури тощо. Аналіз таких показників відображає стан фінансової відкритості з точки зору інституціонального розвитку, що також значною мірою визначає потенціал та напрями руху МПК у країні. Для прикладу, можна використовувати рейтинг глобального індексу економічної відкритості, що обчислює Інститут «Legatum»[89]. Більш комплексну оцінку дозволяють здійснювати рейтинги Світового банку щодо легкості ведення бізнесу (Ease of Doing Business Index)[90]. Його переваги полягають у широкому охопленні різноманітних сфер та напрямів регулювання, що мають відношення до транскордонних фінансових операцій, а також відображають оцінку розвитку інститутів.

Підсумовуючи, потрібно сказати, що численні спроби представити універсальні методики обрахунку «фінансової відкритості» не можна визнати повною мірою успішними. Запропоновані науковцями методики обрахунку «фінансової відкритості» – як за підходом «де-юре», так і «де-факто», а також інтегральні на їх основі – мають ряд недоліків та не розкривають численні особливості руху потоків капіталу в країні і тому не дають підстав для проведення комплексної оцінки фінансової відкритості із урахуванням суб'єктивних оцінок відкритості економіки з їх властивостями та рівнем розвитку інститутів.

Поєднання базових методик оцінки фінансової відкритості із рейтинговими оцінками неформального сприйняття суб'єктами господарювання відкритості економіки та її інституціонального середовища робить ці уявлення більш ґрунтовними і, в принципі, дозволяє робити певні висновки щодо ключового питання лібералізації міжнародних потоків капіталу: чи сприяє підвищення фінансової відкритості країни припливу іноземного капіталу? Саме аналіз взаємозв'язків макросередовища, структури економіки та реальної фінансової відкритості виступає важливою передумовою напрацювання підходів до оцінки та регулювання нормативної фінансової відкритості.

---

[89] Global Index of Economic Openness: A report published by the Legatum Institute in partnership with Templeton World Charity Foundation. May 2019. URL: https://li.com/wp-content/uploads/2019/05/GIEO-2019-2.pdf

[90] Doing Business Data. URL: https://www.doingbusiness.org/en/doingbusiness

1.3. Детермінанти фінансової відкритості, лібералізації та інтеграції

Поняття «фінансова відкритість», «фінансова лібералізація» та «фінансова інтеграція» у ряді наукових і, особливо, науково-публіцистичних працях вживаються як синоніми[91]. Разом із тим у ході дослідження природи процесу, який призвів до їх появи, стає цілком зрозумілим, що явища, які втілюють ці поняття, мають принципові змістовні відмінності. Формалізація цих відмінностей і детермінація зв'язку явищ фінансової відкритості, лібералізації та інтеграції з реальним змістом економічного процесу глобалізації міжнародних потоків капіталу, а також місця в ньому явища фінансової відкритості економіки виступає важливим науковим завданням.

Актуальність та важливість цього завдання випливає з того, що без усвідомлення різниці їх змістовного наповнення види фінансової політики, науково-аналітичні обґрунтування та регуляторні документи помилково їх використовують і відповідним чином проголошують неадекватні цілі фінансово-економічного розвитку. Актуальним прикладом таких явищ є проголошення експертами, радниками, а інколи навіть і офіційними особами, фінансової лібералізації або фінансової відкритості як засобів або – навіть – кінцевих цілей розвитку економіки. Особливо часто такі випадки трапляються у малих транзитивних економіках, що відстають від темпів середньосвітового розвитку та потерпають від впливу світових фінансових криз.

Як було обґрунтовано раніше, фундаментальним процесом, який викликав появу термінів «фінансова відкритість», «лібералізація» та «інтеграція», виступила глобалізація міжнародних потоків капіталу, що відбулась наприкінці XX ст. і забезпечувалась політикою їх дерегуляції. Трансформація фінансово-економічних відносин під впливом зазначеного процесу, раціоналізована через призму неоліберальної та інституціональної теорії викликала появу поняття фінансової відкритості економіки. Теоретично взаємодія сукупності фінансово відкритих економік втілювала випадок ідеальної конструкції світової ринкової економіки, що на принципах саморегулювання забезпечує глобальний розвиток, усунення економічної нерівності тощо.

---

[91] Steiner A., Saadma T. Measuring De Facto Financial Openness: A New Index. *Beiträge zur Jahrestagung des Vereins für Socialpolitik*. 2016. № F16-V3. URL: http://hdl.handle.net/10419/145575

Тож у теорії фінансова відкритість виступала необхідним ідеальним станом, що забезпечує функціонування глобалізованої економіки на саморегулівних засадах. Як наслідок, на активному етапі світової фінансової глобалізації, в рамках неоліберального концепту, поняття фінансової відкритості економіки набуло змісту кінцевої мети реформ фінансового регулювання для забезпечення економічного розвитку країни в умовах вивільнення міжнародних потоків капіталу.

Зміст поняття *фінансова відкритість* – як характеристики фінансової системи країни – було розкрито у попередньому підрозділі. *Фінансову лібералізацію*, на нашу думку, слід розглядати на двох рівнях. На національному рівні фінансову лібералізацію потрібно розглядати виключно як процес реалізації заходів фінансово-економічної політики регуляторів спрямованих на усунення або обмеження регуляторних вимог стосовно фінансових транзакцій, що безпосередньо пов'язані або опосередковано втілюють транскордонний рух капіталу. До цього відноситься і лібералізація національної практики валютного регулювання.

Крім рівня національного, є сенс розглядати фінансову лібералізацію і на наднаціональному рівні. У цьому випадку фінансову лібералізацію слід розглядати в контексті глобальної парадигми міжнародного фінансового регулювання, що передбачає просування політики фінансової відкритості країн для забезпечення вільного руху капіталу між ними. Таке значення терміна фінансової лібералізації із наднаціональним аспектом знаходить своє відображення в рамках процесу, що в широкому представлені може бути визначений як *фінансова глобалізація***.** Цей процес втілює процес проникнення глобального міжнародного капіталу на національні ринки шляхом усунення наявних на них обмежень. Таким чином фінансова глобалізація втілює зовнішній вектор лібералізаційних заходів, що формують фінансову відкритість. Зворотний процес – вихід національного капіталу на глобальний ринок залежить не тільки від ступеня фінансової відкритості країни, а й від інституційної спроможності її фінансового та реального сектора. Тому для транзитивних економік реалізація такого процесу більшою мірою носить характер фінансової інтеграції.

За таких умов стає зрозумілим, що поняття *фінансової інтеграції* є похідним по відношенню до фінансової відкритості, одним із продуктивних ефектів останньої. І тому дати їй визначення набагато складніше. У більшості наукових робіт на цю тематику, її визначення безумовно пов'язується із досягненням високого ступеня фінансової відкритості з

певними розбіжностями у змістовному наповненні цього поняття. Відповідно, фінансові ринки вважаються інтегрованими, якщо однакові фінансові активи на них генерують однакові потоки та прибутки, вартість інструментів перебуває на одному рівні[92], а один і той самий учасник на фінансових ринках різних (фінансово інтегрованих) країн має доступ до однакового набору інструментів, стикається з однаковими вимогами та ризиками, має однакові права та несе однакову відповідальність.[93]

Проте визначення ступеня інтеграції на підставі ознаки відсутності регуляторних обмежень на трансфер капіталу та відсутності дискримінаційних положень для учасників не може бути вичерпним, з огляду на різноманітність форм інтеграційних взаємовідносин у сфері міжнародних фінансів[94]. Не може задовольнити і визначення фінансової інтеграції як процесу, за якого національний фінансовий ринок стає більш щільно інтегрованим з фінансовими ринками інших країн або світовим фінансовим ринком[95].

Тобто процес інтеграції, як і фінансова відкритість, також передбачає усунення бар'єрів для іноземних фінансових інститутів з боку національних фінансових систем, щоб вони могли надавати транскордонні фінансові послуги та проводити транскордонні операції. Через це поняття фінансової відкритості та фінансової лібералізації інколи використовуються як тотожні. Разом із тим поняття фінансової інтеграції має дві принципові відмінності порівняно із поняттями фінансової відкритості або лібералізації. Перша, найбільш важлива, відмінність визначає характер взаємозв'язку і підпорядкування цих явищ. Так, фінансову інтеграцію країни можна сформулювати як раціональну кінцеву мету економічного перетворення для забезпечення економічного зростання. Тоді як фінансова відкритість, як це було обґрунтовано у попередньому підрозділі, – мінливий стан, поточна

---

[92] Adam K., Jappelli T., Menichini A., Padula M., Pagano M. Analyse, compare, and apply alternative indicators and monitoring methodologies to measure the evolution of capital market integration in the European Union. Report to the European Commission. 2002. URL: http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/summary?doi=10.1.1.126.6040

[93] Baele L., Ferrando A., Hordahl P., Krylova E., & Monnet C. (. Measuring European financial integration. *Oxford Review of Economic Policy*. 2004. № 20(4). P. 509–530. URL: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp14.pdf

[94] Зуев В.Н. Методология классификации и оценка форм региональной интеграции. *Евразийская экономическая интеграция*. 2014. № 3. С. 25–43.

[95] Tembo J. Regional financial integration and *i*ts impact on financial development*: e*vidence from SADC. URL: http://uir.unisa.ac.za/handle/10500/25018

характеристика інституційних відносин у країні з приводу транскордонних фінансових операцій, зміна якої може сприяти фінансовій інтеграції.

Друга відмінність – об'єктна, вона полягає в тому, що під фінансовою інтеграцією розуміють процес поглиблення та розширення фінансових зв'язків однієї країни стосовно іншої, по відношенню до регіону або в межах світу. Загальноприйняте визначення фінансової інтеграції у широкому сенсі представляє взаємозв'язок фінансових ринків окремої країни із фінансовими ринками інших країн або міжнародними фінансовими ринками[96]. Таким чином фінансова інтеграція країни може бути визначена з позиції регіону або світу. Тоді як фінансова відкритість може бути визначена в межах економічної системи конкретної країни.

У дихотомії зазначених векторів фінансова глобалізація та інтеграція являють собою єдність та суперечність двох проявів інтернаціоналізації економічних відносин[97]. Прагнення до інтернаціоналізації відносин, у свою чергу втілює зустрічні вектори зусиль, які можуть бути ідентифіковані як ендогенні та екзогенні. У випадку трансформаційних економік головним чинником ендогенного вектора зусиль із досягнення фінансової відкритості економіки виступав процес фінансової лібералізації або дерегулювання. Поступово, у міру ускладнення досягнення стану фінансової відкритості, процес фінансової лібералізації поступово трансформувався в одну з цілей економічних реформ. Особливого поширення така підміна поняття набула у трансформаційних економіках Центральної та Східної Європи. У таких випадках фінансова лібералізація оголошувалася ціллю економічного реформування та артикулювалась як перманентний чинник економічного зростання.

Тобто фінансова інтеграція і фінансова лібералізація втілюють вектор ендогенних зусиль по виходу національної економіки на глобальний ринок. Водночас два інші процеси – фінансова глобалізація та, знову ж таки, – фінансова лібералізація, але вже як зовнішня вимога, втілюють екзогенний вектор зусиль, що рухають країну до фінансової відкритості: (див. рис. 1.8).

---

[96] Wakeman-Linn J., Wagh S. Regional financial integration: its potential contribution to financial sector growth and development in Sub Saharan Africa / IMF – JAI. Tunis, 2008.
[97] Евстигнеев Е., Кортунов С. Новый взгляд на старую проблему. *Мировая экономика и международные отношения*. 2011. № 6. С. 125.

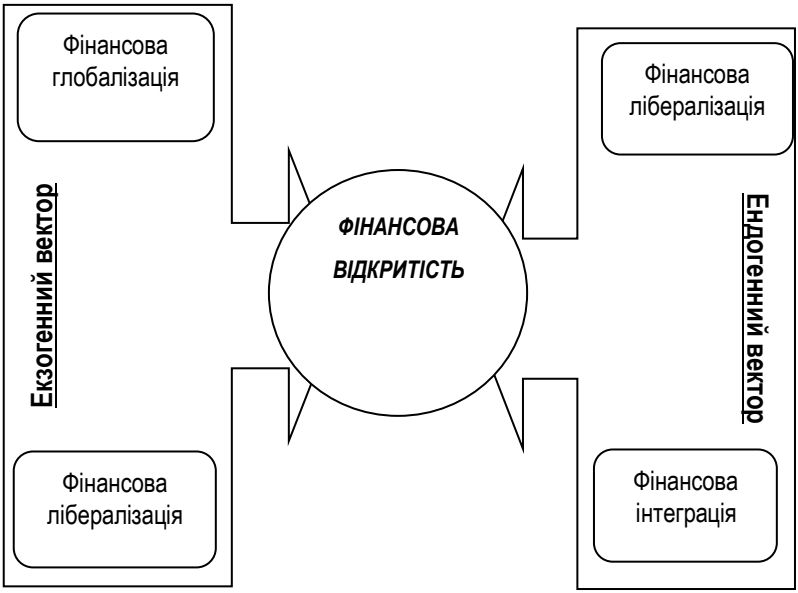


Рис. 1.8. Детермінація взаємозв'язків чинників фінансової відкритості у контексті глобалізаційного процесу

Джерело: складено автором.

Разом із тим реальними умовами, в яких би запрацював екзогенний чинник наздоганяючого економічного зростання у фінансово відкритій економіці є фінансова інтеграція. Одним із проявів такої інтеграції слід вважати ефекти спрощення доступу до міжнародних фінансових ринків, залучення та розміщення на них капіталу, здешевлення фінансових інструментів на внутрішньому ринку, а також можливості узгодження економічної політики різних країн у сфері бюджетного, валютного, монетарного регулювання та заходів контролю за потоками капіталу для універсалізації правил гри на фінансових ринках. Зважаючи на наведене узагальнення проявів, характерних рис, змісту та завдань, ***фінансову інтеграцію*** *доцільно визначити як комплексний ефект фінансової відкритості, що забезпечує реалізацію її потенційних переваг через узгодження можливостей безперешкодного руху МПК з економічними інтересами країни з метою забезпечення ефективного перерозподілу продуктивного капіталу.* В такому вигляді фінансова інтеграція може виступати кінцевою ціллю реформування транзитивної економіки.

З огляду на прерогативи фінансової інтеграції, ефекти фінансової відкритості в економіці можна умовно поділити на продуктивні та контрпродуктивні (див. табл. 1.4).

Таблиця 1.4

Ефекти фінансової відкритості

Продуктивні	Контрпродуктивні
– забезпечення фінансової інтеграції; – здешевлення фінансових ресурсів; – диверсифікація ризиків; – стимулювання драйверів економічного зростання; – розширення ресурсної бази фінансових ринків; – підтримка експорту капіталу; – сприяння розвитку фінансового сектора; – перенесення найкращих практик управління; - вирівнювання інформаційної асиметрії, посилення конкуренції	– порушення балансу внутрішніх інвестицій та заощаджень – зростання зовнішньої заборгованості; – «втеча» капіталу; – накопичення чинників системного ризику фінансової нестабільності; – сприяння проциклічності макроекономічної динаміки; – валютизація економіки – небажане коливання курсу національної валюти; – втрата монетарної незалежності; – деформація фінансового сектора

Джерело: складено автором.

Аналізуючи європейську практику, слід відзначити, що проведення фінансової інтеграції на ринкових засадах характеризується певними особливостями[98]. По-перше, це збереження незалежності інтегрованих фінансових ринків від спеціальних регіональних фінансових установ. Мається на увазі, що для досягнення інтеграції не обов'язково створювати нові спеціальні установи на заміну існуючих. Навпаки, потрібно пристосувати умови для належного функціонування існуючих установ в умовах інтеграції.

По-друге, навіть за високого ступеня інтеграції між різними національними ринками можуть зберігатися культурні (мова, традиції фінансових послуг, схильність, уподобання) чи інші (структурно-економічні) особливості, що зумовлюють додаткове тертя, яке підвищуватиме вартість фінансових інструментів.

---

[98] Baele L., Ferrando A., Hordahl P., Krylova E., Monnet C. Measuring financial integration in the Euro area. *ECB Occasional paper series*. April 2004. № 14. URL: http://www.ecb.int

По-третє, фінансова інтеграція повинна мати на увазі рівний доступ до фінансових інструментів та послуг не лише для фінансових посередників, а й для споживачів. Крім того, вирівнювання ринкової ціни на послуги та інструменти є критично важливим для уникнення арбітражу.

Найбільш вагомим проявом фінансової інтеграції прийнято вважати «залученість» національного фінансового сектора у світовий. Цей термін формалізує ступінь інтеграційного взаємозв'язку фінансових ринків окремої країни, через визначення кількісних параметрів частки іноземних активів та установ на внутрішніх фінансових ринках, частки національних активів та установ на закордонних ринках, частку національних фінансів у глобальних фінансових потоках тощо[99]. Наслідком високого ступеня «залученості» є транскордонний обіг національних цінних паперів та синхронність зміни цінових параметрів національних фінансових ринків з міжнародними.

Як можна побачити, в наукових джерелах формальне змістовне наповнення процесу фінансової інтеграції досить часто заміщує поняття фінансової відкритості[100]. Більше того, для вимірювання ступеня фінансової інтеграції можуть використовуватись ті самі інструменти. Що і фінансової відкритості: еквівалентність ціни та доходності фінансових активів[101].

Проте фінансова відкритість в основних свої формах прояву зовсім не означає високого ступеня фінансової інтеграції. Характерним прикладом є національні фондові ринки транзитивних економік. Хоча такі країни, особливо у ЦСЄ, суттєво підвищили рівень своєї фінансової відкритості, фондові ринки лише деяких із них набули належного рівня розвитку. Попри високі показники фінансової глибини фондових ринків, що дійсно збільшились паралельно із набуттям фінансової відкритості, такі якісні показники, як залученість на них міжнародних інвесторів, котирування цінних паперів національних компаній на міжнародних майданчиках, залишаються вкрай невиразними.

---

[99] Алифанова Е., Королевич О. Финансовая интеграция, открытость и вовлеченность российского фондового рынка в мировой рынок ценных бумаг. *Финансы и кредит.* 2013. № 34. С. 33.

[100] De Brouwer G. Financial integration in East Asia. Cambridge: Cambridge University Press, 1999. URL: http://assets.cambridge.org/97805216/51486/frontmatter/9780521651486_frontmatter.pdf

101 Алифанова Е., Королевич О. Финансовая интеграция, открытость и вовлеченность российского фондового рынка в мировой рынок ценных бумаг. С. 34.

Наприклад, в Україні, Білорусі іноземні компанії на національних фондових ринках представлені епізодично і переважно в межах регіону. Про широку залученість на світовому рівні взагалі не йдеться. Випадки IPO національних компаній на міжнародних ринках також є доволі обмеженими, хоча й розміщувались на біржах Варшави та Лондона. Так само і суб'єкти господарювання не можуть без перешкод отримувати фінансування на кредитних або фондових ринках європейських країн. Причина цього, вочевидь, не в низькому рівні фінансової відкритості.

Ще одним помилковим підходом слід вважати спроби обмеження поняття фінансової інтеграції змістом валютної інтеграції, які досить часто можна зустріти в науковій літературі[102]. Із цим не можна погодитись, оскільки валютна інтеграція – виключно опціональний засіб досягнення фінансової інтеграції. Хоча абсолютна більшість спроб досягнення регіональної фінансової інтеграції включає механізми валютної інтеграції.

Тому реальним відображенням ступеня фінансової інтеграції, окрім формальних кількісних показників, повинна бути наявність продуктивного економічного ефекту від процесу вільних двосторонніх потоків капіталу у вигляді розширення доступу до фінансових ресурсів, їх здешевлення та диверсифікація напрямів інвестування. Дорогі фінансові ресурси в Україні на тлі від'ємних відсоткових ставок у ЄС свідчать про невисокий рівень її фінансової інтеграції. Засобами досягнення такого ефекту виступають: залучення іноземного капіталу для фінансування ендогенного розвитку та придбання технологій, експорт капіталу для підтримки національних експортерів та розширення економіки за рахунок зовнішніх товарних ринків, імплементація наднаціональних проєктів соціально-економічного розвитку і збереження екології тощо.

Натомість існуюча практика розгортання процесу глобалізації засвідчила можливість досягнення фінансової відкритості без фінансової інтеграції. Більше того, у практиці трансформаційних економік навіть траплялись випадки досягнення високого показника реальної фінансової відкритості без активних заходів фінансової лібералізації і за винятково обмеженої інтеграції[103]. У таких випадках на внутрішні ринки

---

[102] Див. напр.: Абалкина А. Индикаторы региональной финансовой интеграции. *Евразийский союз: вопросы международных отношений*. 2015. № 3. С. 52–61.

[103] Le H.-G. Financial openness and financial integration. *Asia Pacific press*. 2000. DI004. URL: https://core.ac.uk/download/pdf/156615486.pdf

короткостроковий спекулятивний іноземний капітал заходив у значних обсягах, що не позначалося на процесах економічного відтворення.

Таким чином, у міру розгортання історичного процесу глобалізації, детермінація та змістовне наповнення понять фінансової відкритості, лібералізації та інтеграції залишилося поза увагою, що призвело до поширення практики їх підміни. Випадки підміни цих понять здебільшого проявлялись у тому, що всі вони починали використовуватись неофіційно або прямо визначатись як ціль економічних реформ. Таке помилкове їх визначення та усвідомлення, у свою чергу, суттєво ускладнило, а у кризові періоди навіть унеможливило досягнення позитивного ефекту від продуктивних чинників, що закладали раціональні складові процесу фінансової лібералізації трансформаційних економік. Зокрема, залучення продуктивного іноземного капіталу або фінансова підтримка власного експорту.

З огляду на це чітка детермінація взаємозв'язку фінансової лібералізації, відкритості та інтеграції залишається актуальним завданням для критичного переосмислення перспектив та наслідків процесу економічної глобалізації й обґрунтування нового теоретичного підходу щодо подальшого соціально-економічного розвитку малих відкритих і трансформаційних економік. Додатковою причиною утилітарного характеру, чому доцільно розділяти поняття фінансової відкритості та інтеграції, зважаючи на те, що кінцевою метою процесу є фінансова інтеграція, виступає той факт, що, як було показано вище, фінансова відкритість несе як переваги, так і ризики. Щоб шлях до фінансової інтеграції не виходив надто дорогим і витратним для національної економіки, результати порівняння ризиків та переваг повинні знаходити своє відображення у регулюванні рівня фінансової відкритості країни на раціональних підставах.

Наявні методики обчислення фінансової інтеграції є доволі подібними до фінансової відкритості в частині визначення її реальних показників, зосереджуючи увагу на інвестиційних складових активних та пасивних статей платіжного балансу, диференціюючи та інтегруючи структурні параметри для адекватного представлення наявних економічних тенденцій в економіці. Водночас, зважаючи на наведене визначення фінансової інтеграції як продуктивного ефекту фінансової відкритості, що полягає у взаємопроникненні фінансових секторів різних країн і відповідному розширенні ресурсної бази та зближенні відсоткових ставок, обчислення рівня фінансової інтеграції країни доцільно проводити за двома напрямами.

Перший відображатиме процес взаємопроникнення фінансових секторів і проводиться таким методом:

$$ФІ_T = (NFA_T + NFL_T) / GDP_T,$$

де: $ФІ_T$ – показник рівня фінансової інтеграції країни;
NFA_T – обсяги чистих фінансових активів країни розміщених за кордоном;
NFL_T – обсяги чистих фінансових зобов'язань розміщених нерезидентами в межах країни;
GDP_T – ВВП країни.

У такий розрахунок можна включити всі види запасів фінансових активів та пасивів за даними міжнародної інвестиційної позиції країни (прямі та портфельні інвестиції, кредити, валюту і депозити тощо). За даного підходу можна приблизно оцінити взаємопроникнення зовнішнього та внутрішнього фінансових секторів, визначивши який еквівалент економіки країни становлять її транскордонні фінансові операції. Недоліком такого підходу слід вважати алогічне коливання рівня фінансової інтеграції внаслідок переоцінки вартості активів та пасивів. В такому випадку фінансова відкритість, на відміну від фінансової інтеграції, більшою мірою відображає реальні потоки капіталу.

Як зазначалося вище, проявом фінансової інтеграції є наближення вартості фінансових інструментів, відповідно за допомогою цього параметру також можна здійснити оцінку рівня фінансової інтеграції різних країн або регіону. Другий напрям відображає підхід, за якого індикатором фінансової інтеграції виступає ціна на фінансові активи відповідно із трактуванням закону єдиної ціни[104]. Власне, такий підхід є аналогічним підходу до торговельної відкритості. За аналогією із вартістю торговельних бар'єрів, що знижується при їх скасуванні і проведенні торговельної лібералізації, визначається і рівень фінансової інтеграції, тільки на підставі визначення різниці вартості фінансових інструментів.

Для формалізації такого розрахунку можна використовувати вартість певного виду активів, ставки їх дохідності або, ще простіше, – спред ключових відсоткових ставок. Зокрема, облікової ставки LIBOR, ЄЦБ або ФРС США до національної облікової ставки. Обґрунтованість порівняння із

[104] Stavarek D., Palečková (Řepková)I., Gajdosova K. Theory of Financial Integration and Achievements in the European Union, 2011. *MPRA Paper* No. 34393, posted 29 Oct 2011. URL: https://econpapers.repec.org/paper/pramprapa/34393.htm

ставкою ФРС США полягає в потужному впливі, який чинить монетарна політика ФРС на фінансові ринки відкритих економік, хоча для кожної країни доцільніше проводити порівняння насамперед у межах її регіону. При цьому для оцінки ступеня інтеграції більшою мірою важливі не просто виявлення спреду, а порівняння його значень у динаміці протягом певного часового проміжку, наприклад – року. Один з прикладів для розрахунку рівня фінансованої інтеграції за ціновим параметром пропонує ЄЦБ[105]:

$$\mathbf{ФI_T = Rn_t - Ri_t},$$

де: $\mathbf{ФI_t}$ – рівень міжнародної фінансової інтеграції країни;
$\mathbf{Ri_t}$ – ставка центробанку країни;
$\mathbf{Ri_t}$ – міжнародна відсоткова ставка (наприклад, LIBOR).

Загалом зазначений метод обрахунку фінансової інтеграції дають певний рівень інформації щодо ступеня фінансової інтеграції країни у межах регіону або світовий простір. Він більшою мірою підходить для фінансових ринків з нерозвиненим фінансовим інструментарієм, але все ж цей рівень слід визнати доволі умовним.

Більш складним варіантом оцінки рівня фінансової інтеграції за ціновим методом є розрахунки на підставі непокритого відсоткового паритету, що дозволяє оцінити наближення вартості фінансових ресурсів між країнами усунувши вплив валютного ризику. Використання форвардного контракту дозволяє зафіксувати валютний курс і уникнути ризику курсової переоцінки. Відтак, за умови високого рівня фінансової інтеграції, вартість контрактів між країнами буде відрізнятись лише ставками «форвард» та «спот».

Теоретичне узагальнення, обґрунтування і навіть усвідомлення складного явища фінансової інтеграції повністю ще не відбулося. Поки що фінансова інтеграція виступає невизнаним орієнтиром наступного етапу фінансової глобалізації. Проте на її користь звучать доволі професійні судження, відзначаючи, що міжнародна інтеграція може бути віднесена до переліку нових чинників економічного зростання, здатного забезпечити окремій країні не лише розширення її присутності на традиційних

[105] Baltzer M. et al. Measuring financial integration in new EU member states. *ECB Occasional Paper*. 2008. №. 81

міжнародних ринках, а й відкрити перспективи опанування нових у технологічному та галузевому плані ринків[106].

Найбільш високого рівня визнання перспектив регіональної інтеграції (не рахуючи ЄС, що є прикладом граничної форми інтеграції) сягнуло у Азійсько-Тихоокеанському регіоні. Саме фінансова інтеграція виступає важливим елементом доповнення торговельної інтеграції та критичним елементом проєкту економічного співтовариства АДПСА (ASEAN – The Association of Southeast Asian Nations)[107]. Поглиблення та розширення ринку капіталів у межах регіону сприятиме як його ефективному перерозподілу в інтересах підтримки стійкого економічного зростання шляхом інвестування у виробництво у регіоні, а також підвищить перспективи забезпечення фінансової стійкості та фінансової інклюзії в регіоні.

Попри те, що фінансова інтеграція як соціально-економічне явище на нинішньому етапі, що характеризується зміною пріоритетів глобалізації, не набула чіткого змістовного наповнення, є підстави її розглядати як наступний етап глобалізації економічних відносин, що так само потребують фінансової лібералізації для усунення зайвих перешкод на шляху міжнародних потоків капіталу, тобто на шляху до фінансової відкритості. Проте, на відміну від попереднього етапу глобалізації, характерною властивістю якого була безумовна фінансова відкритість, фінансова інтеграція наразі відкриває перспективи проведення фінансової лібералізації та досягнення раціонального рівня фінансової відкритості, який би більшою мірою відповідав потребам налагодження ефективної економічної співпраці в інтересах економічного розвитку та забезпечення фінансової стабільності.

---

[106] Аносова Л. Экономическое сотрудничество как фактор региональной безопасности. *АСЕАН и ведущие страны АТР: проблемы и перспективы*: сборник статей. Москва: Гуманитариум. Академия Гуманитарных Исследований, 2002. 366 с.

[107] Menon R. ASEAN Financial Integration: Where Are We, Where Next? / ASEAN Banking Council Meeting on 12 June 2015. URL: http://www.mas.gov.sg/news-and-publications/speeches-and-monetary-policy-statements/ speeches/2015/asean-financial-integration-where-are-we-where-next.aspx

Як різновиди фінансової інтеграції в градації від ідеальної інтеграції до ідеальної дезінтеграції[108] розрізняють[109]:

– монетарну інтеграцію (ідеальним проявом якої є створення валютного союзу);

– повну лібералізацію рахунку операцій з капіталом країни;

– можливість використання іноземних посередників та інфраструктури (наприклад, розміщення та лістинг цінних паперів на іноземних фондових ринках);

– доступ іноземних інвесторів;

– наближення та конвергенція інвестиційних політик та регуляторних вимог.

Прикладом такої фінансової інтеграції може бути регіональна інтеграція фондових ринків. Важливо також розрізняти поняття фінансової та торгівельної відкритості. Хоча вони близькі за тематикою застосування, проте мають принципову відмінність, зумовлену зв'язками з відповідним сектором економіки[110]. Ступінь торговельної відкритості визначається за часткою зовнішньоторговельних операцій в економіці країни і пов'язана з її реальним сектором. Торговельна відкритість має щільний зв'язок із фінансової інтеграцією, тоді як фінансова відкритість переважно обмежується фінансовим сектором і може не поширюватись на реальний сектор.

Навпаки, саме реальні економічні процеси мають більший вплив на фінансову відкритість. Так, за дослідженням Дж. Айзенмана та І. Ноя, для країн, що розвиваються, одне стандартне відхилення в торговельній відкритості пов'язане зі збільшенням реальної фінансової відкритості країни

---

[108] Oxelheim, L. International financial integration. Stockholm: The Industrial Institute for Economic and Social Research, 1990.

[109] Stavarek D., Palečková (Řepková)I., Gajdosova K. Theory of Financial Integration and Achievements in the European Union. *MPRA Paper.* 2011. No. 34393. URL: https://econpapers.repec.org/paper/pramprapa/34393.htm

[110] Хон Джан Лі відзначає, що хоча торговельна й фінансова лібералізації і мають однакову кінцеву мету – повну інтеграцію, між ними є значна відмінність. Якщо зняття всіх торгових бар'єрів і гарантований вільний рух товарів через кордони означає, що торговельної інтеграції досягнуто, то стан фінансової інтеграції не досягається автоматично за фінансової відкритості економіки. Див. докл.: Le H.-G. Financial openness and financial integration. *Asia Pacific press.* 2000. DI004. URL: https://core.ac.uk/download/pdf/156615486.pdf

на 9,5%[111]. Підтверджують ці висновки і дослідники з групи країн Перської затоки, відзначаючи торговельну відкритість як визначальну детермінанту фінансової інтеграції[112]. Ці висновки дають підстави стверджувати, що інтенсивність продуктивної фінансової інтеграції, тобто фінансової відкритості, головним чином і визначається торговельною інтеграцією.

Мотиви та фактори формування фінансової відкритості економіки

Наявний негативний досвід економічних криз, спричинених зокрема і впливом волатильних потоків капіталу, актуалізував проблематику фінансової відкритості та підняв питання теоретичного узагальнення і детермінації мотивів, факторів та особливостей формування фінансової відкритості транзитивними економіками. Для розуміння впливу фінансової відкритості на економіку та власне природи її формування питання виявлення факторів і мотивів динаміки фінансової відкритості виявилось винятково важливим. Тоді як практично весь активний період процесу глобалізації цьому питанню приділялося зовсім мало уваги, хоча твердження про те, що фінансова відкритість виступає необхідною умовою залучення в країну іноземного капіталу для забезпечення економічного зростання, поглиблення та розвитку фінансового сектора формувало основний мотив трансформаційних економік.

Згідно з теоретичними узагальненнями, мотивами фінансової лібералізації виступають:

– забезпечення джерел фінансування державних запозичень та приватизації;

– імпорт інвестиційних ресурсів, технологій, організаційних практик;

– розширення ринків збуту, перетворення внутрішніх заощаджень на зовнішні активи;

– розвиток внутрішнього фінансового сектора;

– прагнення до інтеграції у світовий економічний простір.

Дослідивши обставини набуття різними групами країн фінансової відкритості у XX ст., можна виокремити таку низку мотивів та чинників руху

---

[111] Aizenman J., Noy I. Endogenous financial openness: efficiency and political economy consideration. *NBER WP*. December 2003. № 10144. URL: https://core.ac.uk/download/pdf/6586258.pdf

[112] Alotaibi R., Mishra A. Determinants of financial integration of GCC Markets., *Emerging Markets and the Global Economy* / M. E. H. Arouri, S. Boubaker, & D. K. Nguyen (Eds.). P. 749–771. URL: https://kundoc.com/pdf-determinants-of-international-financial-integration-of-gcc-markets-.html

країн до фінансової відкритості. При цьому проілюстрована різниця в темпах фінансової відкритості дає підстави стверджувати, що у розвинених країнах та країнах, що розвиваються, мотиви та фактори її набуття доволі сильно відрізняються. Так, головним мотивом фінансової відкритості розвинених країн виступає наявність конкурентних переваг та пов'язана із ними активна позиція внутрішніх виробників та інвесторів цих країн. Маючи бажання розмістити капітал з більшою нормою дохідності або вийти на новий ринок збуту, вони формують запит на зняття обмежень на вихід за межі внутрішнього ринку. Виведений за кордон капітал та продана там продукція зумовлюють зворотний приплив капіталу у країну у вигляді отриманого прибутку та репатріації інвестицій. Це, у свою чергу, стимулює зняття обмежень на приплив капіталу.

Іншим вагомим мотивом виступає бажання закордонних власників капіталу розмістити його для збереження у зоні низького ризику під юрисдикцією розвиненої країни. Низька норма прибутку в такій країні нівелює, певною мірою, спекулятивний потенціал такого капіталу і водночас розширює дешеву ресурсну базу внутрішнього бізнесу та публічних фінансів. Цей процес виступає мотивом поглиблення фінансової відкритості розвиненої країни.

Ще один – особливий – мотив руху до фінансової відкритості притаманний розвиненим країнам, валюта яких виконує функцію резервної. У цьому випадку держава такої країни отримує додаткові переваги як від експорту, так і імпорту капіталу, що в свою чергу вимагає фінансової відкритості. Таким чином, рушійною силою руху розвинених країн до фінансової відкритості виступає їх промисловий розвиток і накопичення капіталу, а також зниження норми прибутку (як у фінансовому, так і у реальному секторі).

Водночас обставини що зумовлюють рух у напрямі фінансової відкритості країн, що розвиваються, з транзитивними економіками, були досить відмінними. Визначальними для таких країн виступає брак фінансових ресурсів для фінансування бюджетних та зовнішньоторговельних дефіцитів, а також перспективи прискореної інтеграції. Тож спонукальним мотивом лібералізації для транзитивних економік, що визначив потребу у знятті обмежень на приплив іноземного капіталу виступила приватизація багато чисельних державних підприємств, що залишились у спадок від планової економіки. Бажання залучити валютні надходження від приватизації до бюджету виступило суттєвим мотивуючим

фактором руху до фінансової відкритості транзитивних економік ЦСЄ та країн СНД на початку 1990-х років. Значною мірою цей збіг також посилив глобальний рух до фінансової лібералізації.

Слід також звернути увагу, що період найбільш активної лібералізації рахунку операцій з капіталом у країнах, що розвиваються, співпадає з періодом буму міжнародних потоків капіталу. Так, протягом 1980–2000 рр. обсяги МПК у світі зросли у понад 5 разів. Цілком закономірним видається припущення, що стрімке зростання заощаджень у країнах, що розвиваються, у цей період виступило джерелом формування величезних обсягів вільного капіталу. Це також чинило значний позитивний тиск на рух країн до фінансової відкритості. Іншими словами, «великий вибух» міжнародного капіталу у цей період став фактором формування фінансової відкритості країн світу. В цей період розвинені країни, як мінімум формально, були більш відкритими, ніж країни, що розвиваються. Тому процес лібералізації у найбільш активний період 1980–2000 рр., у першу чергу, зачепив країни з ринками, що формуються. В цей же період, на думку деяких дослідників, найбільш стрімко зростав у світу і рівень фінансової інтеграції[113]. Проте такий висновок – це просто механічне перенесення оцінки фінансової відкритості «де-факто» на оцінку фінансової інтеграції, не розділяючи ці поняття.

Інший вектор зусиль, що зумовлює рух транзитивних країн до фінансової відкритості, формує запит власників капіталу на його захист, ускладнений в умовах недорозвиненого інституціонального середовища, що підвищує ризикованість та знижує перспективи інвестування на внутрішньому ринку. Цей мотив зумовлює негативний характер «втечі капіталу». Цікаво звернути увагу і на суперечливу мотивацію регуляторів, для яких досить раптова активізація міжнародних потоків капіталу, суб'єктами яких дедалі більше ставали великі ТНК, прискорений розвиток та ускладнення фінансових технологій, які відкрили широке коло можливостей для уникнення регуляторних вимог, стало надто складно і витратно намагатися реалізовувати ефективні обмеження. І, водночас, негативний вплив МПК на формування чинників системного ризику фінансової нестабільності вимагали посилення уваги та контролю за рухом МПК на внутрішні ринки.

---

[113] Vo X. V. The Determinants of International Financial Integration, 2005 / University of Economics Ho Chi Minh City; French-Vietnamese Center for Management Education. URL: https://ssrn.com/abstract=932172

Таким чином, спільним для обох типів країн (розвинених та тих, що розвиваються) виступає мотив виведення певної частки капіталу з країни. При цьому головна відмінність процесу фінансової лібералізації країн – розвинених і таких, що розвиваються, – полягає в тому, що мотивація перших забезпечується активною позицією внутрішніх власників капіталу, що зумовлена потужними ринковими перевагами. Тоді як у країнах, що розвиваються, головний мотив зумовлюється пасивним сподіванням на приплив іноземного капіталу і, меншою мірою, активною позицією внутрішнього інвестора, який прагне убезпечити капітал за кордоном.

Слід відзначити потужність ендогенного фактору руху до фінансової відкритості транзитивних економік. Базуючись на специфічних рисах макросередовища та політичного ландшафту, процес лібералізації в таких країнах може набувати форми ірраціональної ідеї. Важливим для країн Європи мотивом посилення фінансової відкритості став рух до інтеграційного об'єднання в рамках ЄС, що відкривав перспективи отримання фінансової допомоги. Хоча саме цей фактор мав риси одночасно як ендогенного, так і екзогенного характеру. З одного боку, повна фінансова відкритість – безумовна вимога членства в ЄС, тобто екзогенний чинник. З іншого боку, бажання країн вступити в ЄС знаходить своє відображення в програмах відповідних політичних партій і заходи фінансової лібералізації активно просуваються зсередини.

При цьому до найбільш характерних ендогенних чинників формування фінансової відкритості відносяться і доволі специфічні явища. Наприклад, помітна кореляція між рівнем фінансової відкритості та політичними правами, свободами та рівнем корупції[114]. Разом із тим аналіз перебігу процесу та форм набуття фінансової відкритості різними країнами дає підстави для емпіричного спостереження того, що більш вільна, конкурентна та інклюзивна політична система більшою мірою використовує політики контролю за макроекономікою (параметри інфляції, сальдо бюджету, торговельного балансу, валютного курсу) і тому для такої системи характерним є саме нижчий рівень реальної фінансової відкритості[115].

---

[114] Blackburn K., Forgues-Puccio G. Financial liberalization, bureaucratic corruption and economic development. *Journal of International Money and Finance.* 2010. T. 29. №. 7. PP. 1321-1339.

[115] Aizenman J., Noy I. Endogenous financial openness: efficiency and political economy consideration. *NBER WP*. December 2003. № 10144. URL: https://core.ac.uk/download/pdf/6586258.pdf

Прагнення досягти високого рівня економічної інтеграції на міжнародних ринках втілилось у формалізації правових основ щодо фінансової лібералізації через наддержавні регіональні або світові економічні об'єднання різного роду: АСЕАН, ЄС, ОЕСР, СОТ тощо. Такі вимоги висувають і міжнародні фінансові інституції: МВФ або регіональні банки розвитку. Для європейського регіону загалом та транзитивних країн Східної Європи зокрема, крім власне, ЄС, важливу роль інституцій наддержавного регулювання руху до фінансової відкритості відіграють МВФ та ОЕСР. Можна сказати, що саме із внесенням до керівних документів цих організацій декларацій щодо лібералізації МПК на початку 1960-х років і отримав свій початок загальносвітовий тренд на рух країн до фінансової відкритості.

ОЕСР з моменту свого створення у 1961 р., окрім спонукання країн-учасників до лібералізації торгівлі, ініціювала і заходи зі зняття обмежень на рух капіталу між учасниками організації. В рамках такої політики було розроблено низку програмних документів. Так, у 1976 р. було проголошено Декларацію щодо принципів міжнародного інвестування та діяльності транснаціональних компаній (Declaration on International Investment and Multinational Enterprises). Згідно з цією Декларацією країни – учасники ОЕСР підтверджують свій інтерес у ліберальному інвестиційному кліматі та приймають на себе зобов'язання не здійснювати дискримінаційних дій стосовно підприємств з іноземним капіталом. Одночасно в рамках цієї Декларації висуваються посилені вимоги щодо відповідальності за соціальні наслідки за діяльність великих ТНК. Крім цього, існує ціла низка інших документів, покликаних унеможливити запровадження дискримінаційних умов для іноземних інвесторів, що створюють підприємства в національних юрисдикціях, а також зобов'язує здійснювати регулювання їх діяльності на прозорих умовах.

Найбільш важливим документом ОЕСР щодо МПК є Кодекс лібералізації операцій з капіталом (Code of Liberalization of Capital Movements), який був ухвалений ще у 1961 р., а згодом багато разів уточнювався. Центральна ідея, покладена в основу цього Кодексу, – рівні вимоги регулювання діяльності будь-яких іноземних інвесторів і недопущення їх дискримінації. Головними принципами, покладеними в основу Кодексу, є недопущення запровадження нових видів обмежень, зняття існуючих обмежень, одностороння лібералізація та транспарентність.

Характерною особливістю внесених протягом усього періоду змін до Кодексу є те, що приблизно до початку 1990-х років вони були спрямовані на розширення кола об'єктів лібералізації. Лібералізація поширювалась поступово на нові інструменти та фінансові операції: інвестиції в нерухомість, інститути спільного інвестування, операції з деривативами, фізичне переміщення капіталів тощо. Тоді як з початку 2000-х років зміни до Кодексу більшою мірою були орієнтовані на регулювання можливостей для країн-учасників запроваджувати обмеження на рух МПК у рамках, передбачених ст. 7b Кодексу. Ця стаття дає можливість країнам-учасникам запровадити необхідні обмеження на рух іноземних інвестицій у випадках крайньої потреби, зумовленої загрозами фінансовій стабільності країни, наприклад, у випадку раптового відпливу капіталу або порушення платіжного балансу. Доповнюючи Кодекс лібералізації операцій з капіталом, в ОЕСР було також ухвалено і Кодекс лібералізації поточних невидимих операцій (Code of Liberalization of Current Invisible Operations), який було орієнтовано переважно на лібералізацію поточних фінансових транзакцій. Ці два Кодекси є основними документами, що регулюють правила лібералізації руху МПК країн – учасників ОЕСР при взаємній кооперації.

Таким чином, об'єктивна складова глобалізаційного процесу, що несе певні переваги, зумовлює необхідність підвищення рівня фінансової відкритості для забезпечення інтеграції країни в світову економіку. Найбільш продуктивні ефекти, такі, як здешевлення та розширення доступу до фінансових ресурсів на міжнародних фінансових ринках, диверсифікація ризиків, розширення можливостей з експорту капіталу, вирівнювання інформації втілює процес фінансової інтеграції, що забезпечує реалізацію переваг фінансової відкритості через узгодження безперешкодного руху МПК з економічними інтересами країни шляхом організації ефективної взаємодії у сфері узгодження політик пов'язаних із рухом МПК (монетарної, фіскальної, валютної, регулювання потоків капіталу) з метою забезпечення ефективного перерозподілу міжнародного капіталу.

РОЗДІЛ ІІ

СУПЕРЕЧНОСТІ ФІНАНСОВОЇ ВІДКРИТОСТІ ЯК ЧИННИКА ЕКОНОМІЧНОГО ЗРОСТАННЯ

Практично весь період активного розвитку фінансової глобалізації, особливо у 1990-х та 2000-х роках дедалі гостріше поставали питання, на які наукові дослідження не давали однозначної відповіді. Чи дійсно приплив капіталу відіграє позитивну роль в економічному розвитку країни? Чи сприяє розвинений фінансовий сектор країни її економічному зростанню? Чи сприяє фінансова відкритість наздоганяючому економічному зростанню країни, розвитку її фінансового сектора і взагалі припливу капіталу в країну? Чи обумовлює відкритість економіки більші обсяги потоків капіталу? Чи може приплив інвестиційного капіталу в країну урівноважити ризики спекулятивного? Яка роль іноземних інвестицій у стимулюванні економічного розвитку? До чого призводить «втеча» капіталу?

Без відповіді на ці питання тези про корисність фінансової відкритості втрачали аргументацію, а рух малих економік до фінансової відкритості не набував раціональних орієнтирів. Для малих відкритих трансформаційних економік особливо актуальними залишаються і ключові для політики фінансової відкритості питання: який вплив залученого капіталу на економічне зростання; яку роль у цьому відіграє фінансовий сектор країни та які ризики несе фінансова відкритість для економічної стабільності?

2.1. Взаємозв'язок фінансової відкритості та економічного зростання

Протягом усього активного періоду фінансової глобалізації 1980–2000-х років лібералізація рахунку операцій з капіталом була включена до переліку заходів політики, яку міжнародні інститути розвитку рекомендували запроваджувати країнам, що розвиваються, для стимулювання економічного зростання. Зокрема, заходи з лібералізації включала Програма структурної перебудови МВФ, що активно запроваджувалась у період 1990-х років[116].

Цілий ряд економістів-дослідників у своїх роботах доводив позитивну залежність розвитку економіки від рівня фінансової відкритості. Наприклад,

[116] Structural adjustment program та її варіанти.

Б. Фішер та Г. Райзен проводили дослідження особливостей руху економік різних країн у бік фінансової відкритості[117], Р. Левайн та С. Зервос виявили зв'язок між потоками капіталу та економічним зростанням через канал розвиненого фондового ринку[118]; П. Квірк та О. Еванс дослідили процес та наслідки дотримання політики МВФ щодо лібералізації рахунку капіталу[119].

Корисність фінансової відкритості на рівні рекомендацій міжнародних інститутів розвитку, зокрема Світового банку, обґрунтовувалась таким твердженням: фінансова відкритість сприяє припливу в економіку іноземного капіталу, який забезпечує екзогенний фактор зростання через трансфер технологій, кращих практик організації та стимулювання найбільш перспективних галузей економіки реципієнта[120]. Так само перспективи зростання економіки внаслідок фінансової відкритості підтверджував і МВФ. Зокрема, у вересні 1997 р. перший заступник виконуючого обов'язки директора МВФ С. Фішер відзначив, що лібералізація рахунку операцій з капіталом – це неминучий крок на шляху до розвитку, а вільний рух капіталу сприяє ефективній алокації заощаджень у найбільш перспективних напрямах і тим самим прискорює зростання економіки та заможності.[121]

У класичному вигляді твердження на користь фінансової відкритості містило дві основні тези:

1) фінансова лібералізація сприяє припливу капіталу в менш розвинені економіки, що потерпають від браку капіталу;

---

[117] Fischer B., Reisen H. Liberalizing capital flows in developing countries: pitfalls, prerequisites, and perspectives. Paris: Development centre of the OECD, 1993.

[118] Levine R., Zervos S. Stock Market Development and Long-Run Growth. *The World Bank Economic Review, Policy Rresearch Working Paper.* 1998. №1582.

[119] Quirk P., Evans O. Capital account convertibility: review of experience and implications for IMF policies. *Occasional Papers* / IMF. 1995. No.131. URL: https://www.imf.org/en/Publications/Occasional-Papers/Issues/2016/12/30/Capital-Account-Convertibility-Review-of-Experience-and-Implications-for-IMF-Policies-612

[120] Private capital flows to developing countries: the road to financial integration - summary (English). A World Bank policy research report. Washington DC: World Bank Group. URL: http://documents.worldbank.org/curated/en/286201468139770128/Private-capital-flows-to-developing-countries-the-road-to-financial-integration-summary

[121] Fischer S. Capital account liberalization and the role of the IMF. *Seminar Asia and the IMF* / IMF. 1997. Vol. 19.

2) приплив іноземного капіталу сприяє економічному зростанню, забезпечуючи розвиток загальних факторів продуктивності[122].

Згодом – в удосконаленому варіанті підходу зазначалося, що фінансова відкритість і приплив капіталу (в продуктивних формах ПІІ насамперед) впливають на економічний розвиток не прямо, а опосередковано, через сприяння розвитку внутрішнього фінансового сектора[123]. Таким чином, висувалась і третя теза, пов'язана із двома зазначеними вище:

3) приплив капіталу сприяє розвитку фінансового сектора, що виступає екзогенним чинником економічного зростання.

Попри очевидну логічність зазначених тез, корисності фінансової відкритості, особливо з урахуванням обставин останньої фінансово-економічної кризи та сучасних наукових досліджень, викликає додаткові питання, тому їх обґрунтування потребує детального аналізу. Сформулюємо основні твердження підходу щодо переваг фінансової відкритості, що потребують перевірки за допомоги емпіричних даних та шляхом розгляду особливостей розвитку світових ринків у посткризовий період:

1) фінансова відкритість сприяє інтенсифікації нагромадження капіталу в країні, що розвивається;

2) продуктивні форми припливу капіталу (передусім ПІІ), здійснюють стимулюючий вплив на економічне зростання;

3) фінансова відкритість та приплив капіталу сприяють розвитку фінансового сектора країни.

Ретроспективно оцінюючи процес фінансової лібералізації за її активний період упродовж 1970–2000-х років, можна умовно поділити його на два періоди: інтенсивний та екстенсивний. З кінця 1960-х до початку 1980-х років зв'язки між ринками безперервно розширювались. У цей період у системі міжнародної торгівлі розгорнули активність нові країни, що досить швидко розвивались і на підвищили свою фінансову відкритість для отримання переваг від вільної торгівлі та руху капіталу: Південна Корея, Малайзія, Сингапур. Цей період припав на 1980–1990 рр. і характеризувався активним економічним піднесенням цих країн. Частка іноземного капіталу в загальному обсязі капіталовкладень у Сингапурі

---

[122] Kose M., Prasad E., Rogoff K., Wei S. Financial globalization: a reappraisal. *IMF Working Paper*, August 2006. WP/06/189.

[123] Kose M., Prasad E., Rogoff K., Wei S. Financial globalization: a reappraisal. *IMF Working Paper*. August 2006. WP/06/189.

сягала 70%, Філіппінах – 60%, Індонезії та Малайзії – понад 50%. Тоді як у відбудові повоєнної Європи іноземний капітал становив до 30–40% капіталовкладень.

У такому контексті теорію фінансової відкритості підтверджувала практика. Проте Г. Крістіансен та К. Пігот показали, що кореляція фінінтеграції з економічним розвитком призупинилась уже у 1990-х роках[124]. Найбільш потужного удару, що нарешті примусив серйозно перевірити актуальний на той час підхід до фінансової відкритості, стала фінансова криза 2008 р.

Хоча й до цього публікувались результати досліджень, що демонстрували суперечливість наслідків фінансової відкритості. Зокрема, можна відзначити дослідження П.Р. Агінора[125], який показав, що практичний вплив МПК на диверсифікацію фінансових ризиків у країнах, що розвиваються, мінімальний: вони отримують доступ до міжнародних ринків капіталу тільки в «хороші часи». Або П.О. Гуріншаса, який зробив висновок, що в окремих випадках виграш від фінансової інтеграції може бути порівняно малим, навіть для країн, які отримують великі обсяги іноземного капіталу[126].

Та загалом, незважаючи на окремі дослідження, напередодні ГФК позиція прихильників вільного руху капіталу видавалася дуже потужною. Навіть МВФ, фахівці якого час від часу висловлювали відносно скептичні погляди на фінансову глобалізацію та зазначали відсутність однозначних досліджень позитивного зв'язку між рівнем фінансової інтеграції та економічним розвитком, на той час дещо змінив свою позицію. У 2007 р. його фахівці зазначили: «В останні роки було досягнуто істотного прогресу в розробленні більш якісних показників контролю за капіталом та покращення даних щодо потоків та залишків міжнародних активів та зобов'язань. При дослідженнях, які засновані на цих розширених даних,

---

[124] Christiansen H., Pigott C. Long-term Interest Rates in Globalized Markets. *OECD Working Paper Series*. 1997. URL: http://econpapers.repec.org/ paper/oececoaaa/175-en.htm

[125] Agénor P.R. Benefits and costs of international financial integration: theory and facts / The World Bank. 2001.

[126] Gourinchas, P. O., & Jeanne, O. The elusive gains from international financial integration. *The Review of Economic Studies*. 2006. № *73*(3). P. 715–741.

починають знаходитися свідчення позитивного впливу фінансової інтеграції на економічне зростання. Проте ці свідчення все ще не переконливі»[127].

Згідно з неокласичною теорією, зняття обмежень на приплив капіталу за вищого рівня відсоткових ставок на ринках, що розвиваються, дає старт руху міжнародних потоків капіталу в напрямі останніх. Тривалий період другої половини XX ст. це твердження сприймалось як аксіома, аж допоки Р. Лукас не опублікував «парадоксально» протилежні дані для її перевірки[128]. Після цього поширення статистичних даних щодо міжнародних потоків капіталу в розрізі країни відкрили можливості для поглиблення аналізу цього твердження. Динаміка міжнародних потоків капіталу в глобальному вимірі між розвиненими економіками (РЕ) та економіками, що розвиваються (ЕРВ), наведена на рис. 2.1.

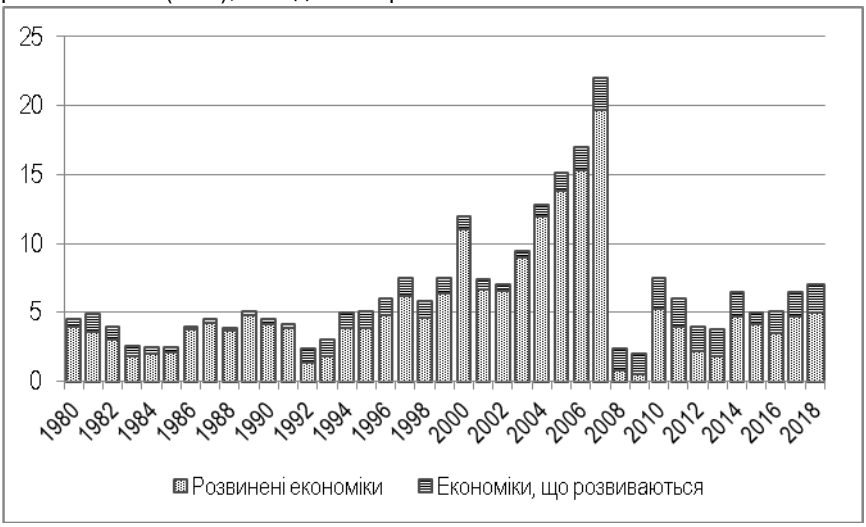


Рис. 2.1. Динаміка припливу капіталу за групами країн у 1980–2018 рр., *% світового ВВП*

Джерело: The World Bank Open Data. URL: https://data.worldbank.org/

Як можна побачити на графіку, переважаючі обсяги МПК тяжіють до розвинених економік. Іншими словами, зростання фінансової відкритості

[127] Kose M., Prasad E., Rogoff K., Wei S. Financial Globalization: Beyond the Blame Game. *Finance & development*. March 2007. Vol. 44. No. 1. URL: https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2007/03/kose.htm

[128] Lucas R.E. Why doesn't capital flow from rich to poor countries? *The American Economic Review*. 1990. № 80(2). P. 92–96.

країн, що розвиваються, помітним чином не зумовили зміну пропорцій розподілу глобальних МПК на їх користь, навіть в умовах суттєвого зростання загального обсягу вільного капіталу, який почав циркулювати на міжнародних ринках у період 1990–2000 рр. Якщо обсяг МПК у першій половині 1980-х років становив до 3,5% світового ВВП, то в 2007 р. він збільшився до 20%.

Аналітичне представлення даних щодо динаміки фінансової відкритості де-юре (яка відображає цілеспрямовану політику фінансової лібералізації) різних груп країн та її порівняння із динамікою припливу в них МПК, дає підстави зробити висновок і про обмежений вплив лібералізаційних заходів на реальний рух потоків капіталу та дозволяє висловити сумнів, що рух до фінансової відкритості сприяє перерозподілу МПК (див. рис. 2.2).

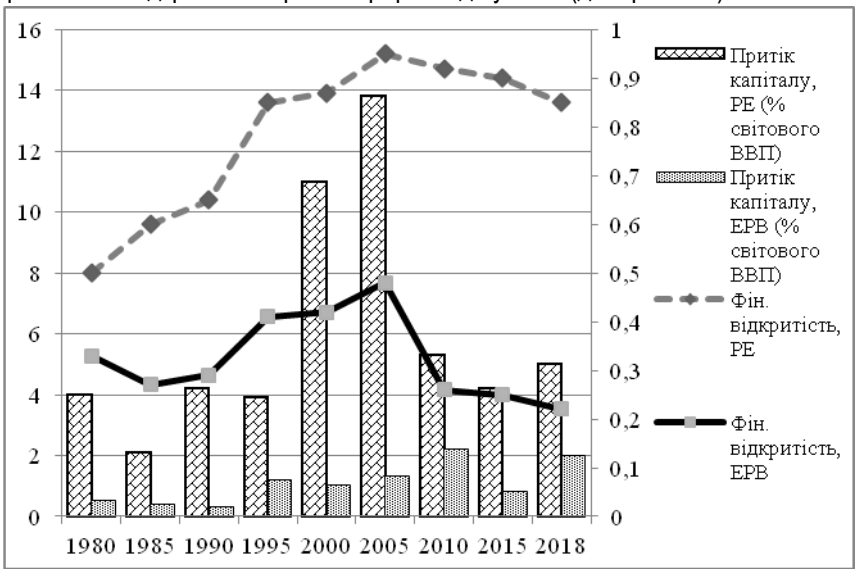


Рис. 2.2. Порівняння динаміки припливу капіталу за групами країн та зміни індексів фінансової відкритості «де-юре»

Джерело: складено за даними: The World Bank Open Data. URL: https://data.worldbank.org/; Chinn M., Ito H. The Chinn-Ito Index of A de jure measure of financial openness. URL: http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm

Потрібно також звернути увагу на те, що така диспропорція динаміки показників фінансової відкритості «де-юре» та «де-факто», особливо

помітна у порівнянні груп країн РЕ та ЕРР, певною мірою відображає інституційну спроможність фінансового сектора країни.

Результати аналізу підтверджують, що протягом 1980–2000 рр. фінансова відкритість розвинених країн планомірно збільшувалась, але зростання обсягів припливу капіталу в них відбулося лише в короткий проміжок 2000-х років Ще меншою залежністю характеризується динаміка МПК та фінансової відкритості країн з економіками, що розвиваються. Про це свідчить, той факт, що рівень фінансової відкритості цих країн до ГФК був навіть трохи вищим, але рекордні значення припливу капіталу в них спостерігалися після кризи, коли фінансова відкритість зменшилась. Особливо потрібно відзначити моменти сплеску МПК без позитивної динаміки фінансової відкритості. Іншими словами, експансія іноземного капіталу може не сильно зважати на наявність обмежень на транскордонні фінансові транзакції у країні за слабкої інституційної спроможності фінансових регуляторів. Таким чином, *теза про фінансову відкритість як необхідну передумову залучення іноземного капіталу в національну економіку потребує уточнення*. Хоча обсяги припливу капіталу в країни, що розвиваються, збільшились, проте темпи їх приросту залишалися стабільними протягом всього періоду 1980–2004 рр. і не сприйняли фінансову відкритість як фактор. Логічно висунути припущення, що визначальним для збільшення припливу капіталу виявися інший, окрім фінансової відкритості, фактор.

Більше того, наявні статистичні дані не підтверджують і помітного перерозподілу світового капіталу на користь країн, що розвиваються. Навпаки, протягом найбільш активного періоду фінансової лібералізації країн Європи протягом 1996–2008 рр. спостерігається рівномірний відплив капіталу з таких ринків, що іще раз підтверджує існування явища, визначеного в ряді досліджень, як «пазл алокації». Воно полягає в тому, що капітал не тільки обмежено перетікає з багатих країн до бідних через різницю у дохідності капіталу, а й узагалі прагне уникати бідних країн, оскільки вони не дуже продуктивні та часто утворюють перешкоди для повернення капіталу[129]. Таким чином, і оцінка ризику країні суб'єктами господарювання виступає вагомим фактором, що визначає напрями руху капіталу.

[129] Gourinchas P.O., Jeanne O. Capital flows to developing countries: The allocation puzzle. *Review of Economic Studies*. 2013. Vol. 80. №. 4. P. 1484–1515.

Лише після розгортання глобальної фінансової кризи 2008 р. дещо помітною стає тенденція до перерозподілу МПК на користь країн, що розвиваються. Але потрібно зазначити, що в цей період загальні обсяги МПК впали до 5% світового ВВП і на перерозподіл певним чином вплинула втрата капіталу великими фінансовими компаніями розвинених країн, які відігравали помітну роль на ринку міжнародних інвестицій. А вже з 2013 р. тенденція перетікання капіталу з відсталих країн на ринки розвинених відновилась.

У цей період проявились обмеження відсоткової ставки як визначального чинника напряму руху капіталу. Як зазначалося, Р. Лукас уперше представив дані, що ставили цю конструкцію під сумнів. Гіпертрофовані процеси ГФК та пов'язаної із нею монетарної політики відобразили її вразливість іще більш наочно (див. рис. 2.3).

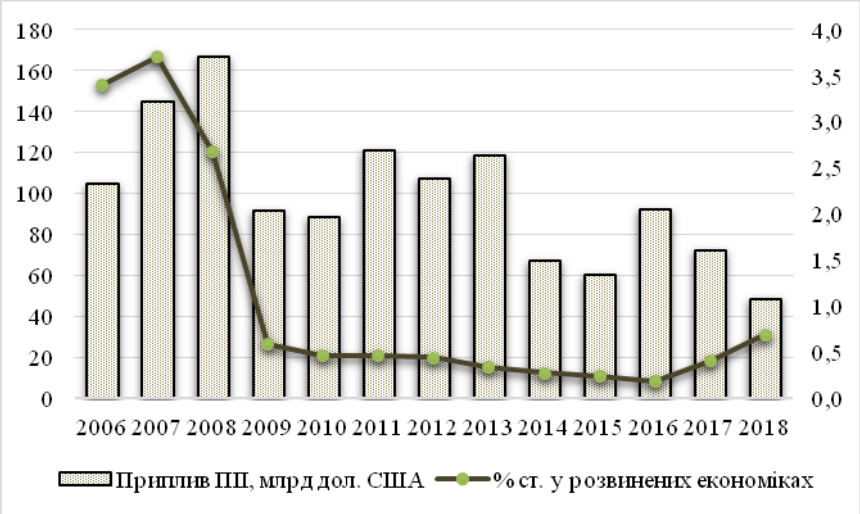


Рис. 2.3. Динаміка відсоткових ставок центробанків розвинених країн та приплив ПІІ у країни ЦСЄ

Джерело: The World Bank Open Data. URL: https://data.worldbank.org/

Аналітичне представлення цих даних (відсоткова ставка у розвинених економіках розрахована як середня між ставками ФРС, ЄЦБ, Банку Англії та Японії) найкращим чином ілюструє обмежену дієвість облікових ставок як регулятора напряму руху МПК в умовах «нової нормальності». Згідно з неокласичною теорією, після падіння рівня облікових ставок у розвинених країнах, обсяги потоків капіталу в країни, що розвиваються, де облікові

ставки залишилися високими, а у відносному виразі зросли в рази, мали би пропорційно збільшитись. Натомість вони пропорційно зменшились, а на тлі сигналів про підвищення ставок у розвинених країнах, прискорили тенденцію до падіння. Це ще раз підтверджує, що окрім формалізованого чинника відсоткових ставок, на напрям МПК суттєво впливають і неформальні чинники конкурентних переваг та ризику, які визначаються рівнем розвитку інституціонального середовища фінансового сектора.

Для перевірки твердження про позитивний вплив припливу іноземного капіталу на економічне зростання доцільно дослідити структурні параметри МПК, що протягом тривалого періоду лібералізації спрямовувались в економіки країн, що розвиваються. Відповідно до обґрунтування наздоганяючого розвитку, зумовленого вільним рухом міжнародного капіталу у бік найбільш прибуткових галузей, розглянемо припущення, що стимулювання економічного зростання відбувається через приплив іноземного капіталу в найбільш перспективні галузі та підприємства економіки країни – реципієнта іноземного капіталу. Для перевірки цього потрібно проаналізувати структуру припливу іноземного капіталу в країни, що розвиваються.

У структурі припливу капіталу нас передусім цікавитиме динаміка ПІІ, які позиціонуються як найбільш продуктивний вид зовнішнього фінансування, що більшою, мірою позначається на розвитку виробництва, трансфері технологій та найкращих організаційних практик. У той же час, ПІ притаманний більш спекулятивний характер.[130] Відповідно до такого погляду транзитивним країнам МВФ рекомендував насамперед прагнути лібералізувати спочатку потоки ПІІ, а вже потім – ПІ. Це твердження стосовно ролі структури МПК на розвиток економіки в тому розумінні, що ПІІ є більш продуктивними, менш волатильними і тому більшою мірою забезпечують економічне зростання, в останні роки вже виглядає не так однозначно. Статистика Світового банку дозволяє порівняти динаміку структури потоків капіталу в розвинені країни і країни, що розвиваються, див. рис. 2.4. та 2.5.

[130] Brockmeijer J., Marston D., Ostry J. Liberalizing Capital Flows and Managing Outflows. *IMF Working Paper.* March 2012. URL: http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/031612.pdf

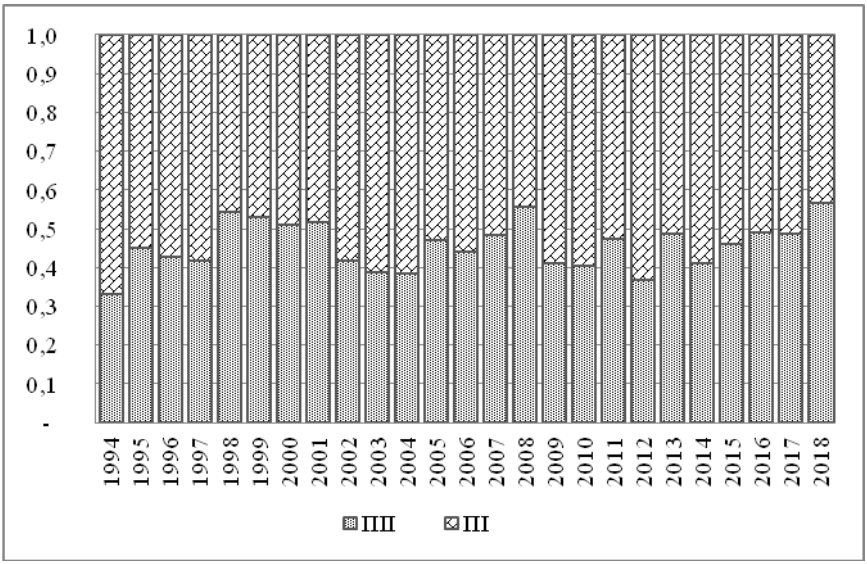


Рис. 2.4. Співвідношення ПІІІ та ПІІ у розвинених економіках

Джерело: The World Bank Open Data. URL: https://data.worldbank.org/

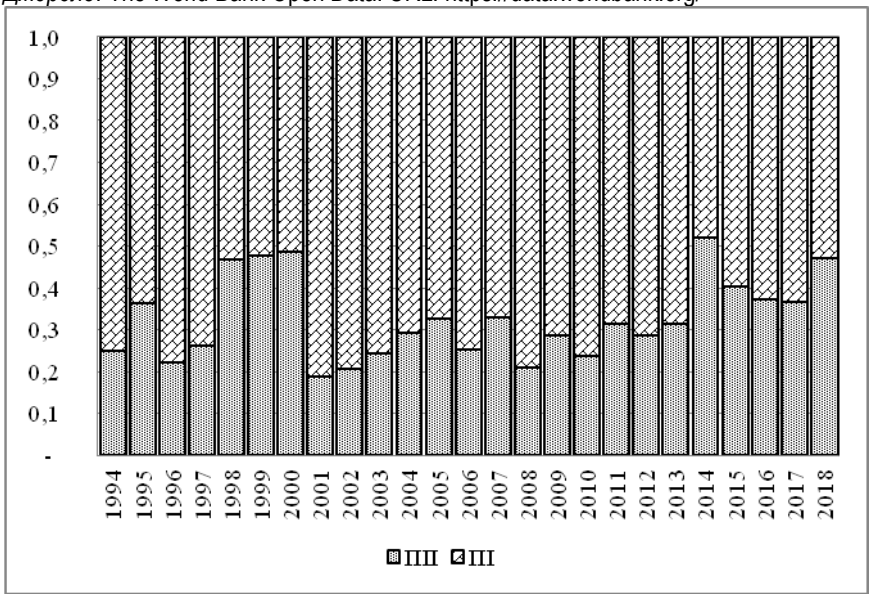


Рис. 2.5. Співвідношення ПІІІ та ПІІ в економіках, що розвиваються

Джерело: The World Bank Open Data. URL: https://data.worldbank.org/

Як можна побачити, для розвинених економік характерним є переважання портфельних інвестицій над прямими. Це пояснюється розвиненими фінансовими ринками в таких країнах, що дає можливість підприємствам залучати фінансування через фондові ринки. У економіках, що розвиваються, – навпаки – переважають прямі інвестиції. При цьому економіки, що розвиваються, через раптові зупинки і зміни напрямів МПК внаслідок низки криз зазнали не менш відчутних втрат.

Слід відзначити, що в транзитивних економіках ЦСЄ приплив МПК переважно відбувається у формі ПІІ, тоді як ПІ в них більшою мірою забезпечують відплив або втечу капіталу. Динаміка структури представлена на
рис. 2.6.

Наведена на рисунку динаміка свідчить про стабільний потік ПІІ протягом 1995–2003 рр. і вибухове зростання припливу ПІІ в період підвищення фінансової волатильності 2004–2008 рр. Пік залучення ПІІ в ці країни припадав на 2007 р. і сягав у середньому 13,5% до їхнього ВВП. І водночас ПІ протягом усього періоду забезпечували переважно відплив капіталу з країни. Лише протягом 2007 р. і першої половини 2008 р. на тлі загального інвестиційного ажіотажу відбувався приплив цього виду інвестицій.

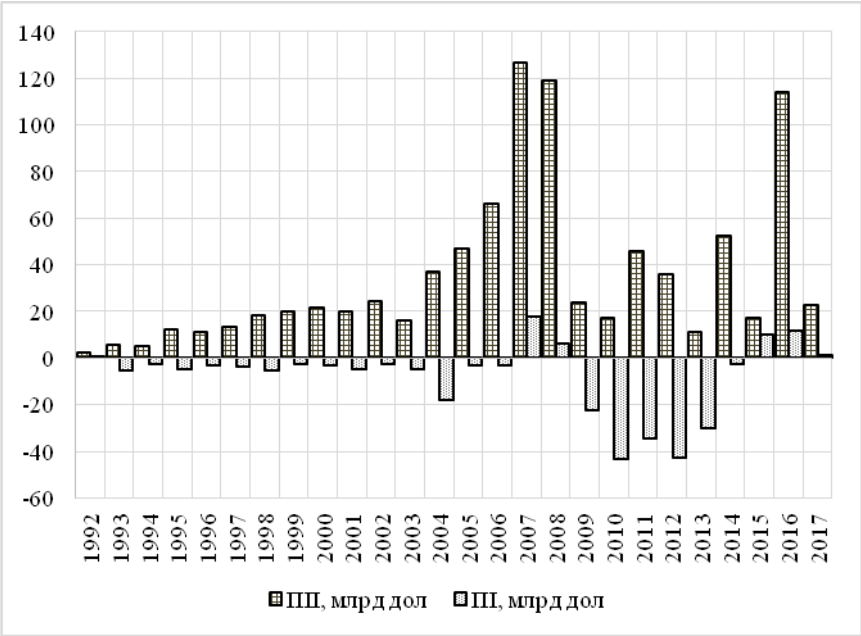


Рис. 2.6. Динаміка ПІІ та ПІ в економіках транзитивних країн ЦСЄ[131]

Джерело: The World Bank Open Data. URL: https://data.worldbank.org/

Пояснити це можна таким чином: портфельні інвестиції потребують розвинених інститутів фінансових ринків у країні, зокрема і фондових. В умовах відсутності дієвого фондового ринку ПІІ стають найбільш простим та надійним інструментом поширення іноземного капіталу в країнах, що розвиваються. Проте ПІІ слід розглядати не як інструмент особливої ефективності, а лише як найбільш простий і надійний для інвесторів.

Водночас останні дослідження на тему ПІІ засвідчують, що їх реальний економічний зміст у світовій економіці може бути значно меншим, ніж прийнято вважати. Зокрема, йдеться про ідентифікацію вагомої частки світових обсягів ПІІ як такої, що втілює фінансові операції фіктивних компаній. За даними дослідження МВФ та Університету Копенгагену, близько 40% світових ПІІ, загальним обсягом понад 15 трлн дол. США, проходять через компанії, що не ведуть реальної економічної діяльності, а

[131] Враховано сумарно чисті потоки ПІІ та ПІ для Болгарії, Румунії, Чехії, країн Балтії, Угорщини, Польщі, Хорватії, Словаччини та Словенії.

використовуються з метою мінімізувати базу оподаткування великих ТНК[132]. А до переліку країн, обсяг інвестицій в яких більш як на 50% складається з фіктивних, входять Люксембург, Нідерланди, Мальта, Ірландія, Швейцарія та низка країн британської юрисдикції.

Ймовірно, з цих причин дослідження показують, що темпи іноземних інвестицій не дуже добре співвідносяться зі створенням робочих місць, зменшенням бідності та іншими результатами розвитку[133]. У 2000 р. Всесвітній банк посилався на дослідження, в якому було проаналізовано 183 проєкти ПІІ у 30 країнах протягом останніх 15 років і де було зроблено висновок, що 25-45% цих проєктів негативно вплинули на національний добробут[134].

Суперечливі оцінки викликає і наявність позитивного впливу фінансової відкритості на динаміку таких параметрів, як зростання міжнародної торгівлі, підвищення макроекономічної стабільності. Так, численні економічні дослідження, виконані з метою виявити позитивний вплив фінансової лібералізації, інтеграції, вільного руху капіталу на прискорення економічного зростання, в яких використовувались регресії для аналізу зв'язку між темпами економічного зростання в різних країнах та ступенем їх фінансової відкритості, не змогли продемонструвати, що лібералізація операцій з капіталом приносить статистично помітні переваги для економічного зростання (див. Додаток А).

Зворотний зв'язок фінансової відкритості та економічного зростання

Потрібно звернути увагу, що в більшості досліджень на тему впливу МПК на економічне зростання аналізу наявності зворотного зв'язку приділяється обмежена увага. Тоді як він знаходить дедалі більше

---

132 Damgaard J., Elkjaer T., Johannesen N. The Rise of Phantom Investments. *Finance & Development*. September 2019. Vol. 56. № 3. URL: https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2019/09/the-rise-of-phantom-FDI-in-tax-havens-damgaard.htm

133 Towards Human Resilience: Sustaining MDG Progress in an Age of Economic Uncertainty. Private Capital Flows: Foreign Direct Investment and Portfolio Investment. UN Report. 2013. URL: https://www.undp.org/content/dam/undp/library/Poverty%20 Reduction/Inclusive%20development/Towards%20Human%20Resilience/Towards_Sustaining MDGProgress_Ch3.pdf

134 На порозі XXI століття. Доповідь про світовий розвиток 1999/2000 року / Світовий банк. URL: http://documents.worldbank.org/curated/ru/262151468124779817/pdf /192790WDR0RUSSIAN0317533B00PUBLIC0.pdf

підтвердження на практиці. Характерним втіленням зворотного зв'язку виступає саме напрям «реалізація потенціалу економічного зростання – приплив ПІІ». Хоча обґрунтування переваг фінансової відкритості передбачає, що чинником економічного зростання, зокрема, виступає приплив ПІІ, практика свідчить, що саме потенціал та прискорення економічного зростання може виступати чинником збільшення обсягів інвестицій.

Наприклад, згідно із опитуваннями Міністерства зовнішньої торгівлі Японії, проведеного в середині 1990-х років, справжній мотив ПІІ японських компаній у промисловість іноземних країн на 70% становило захоплення перспективних ринків та стимулювання в них власних продажів[135]. При цьому перспективи ринку визначалися обсягом ПІІ та позитивною динамікою зростання. Зокрема, несподіване зростання обсягів ПІІ в країни ASEAN[136] наприкінці 1980-х років пояснюють саме стрімким економічним піднесенням цього регіону в цей період[137], а не навпаки.

Подібний приплив ПІІ має декілька негативних наслідків. Його умовою є відносно закриті ринки. За обмеженого рівня конкуренції на них спрямування туди ПІІ забезпечує іноземній компанії формування спочатку конкурентних, а згодом і монопольних переваг. Тому інвестиції, метою яких є захоплення частки ринку, характеризуються як такі, що підвищують тарифи[138]. Після цього сегмент виробництва, що забезпечує відповідний цільовий ринок продукцією, розвиватиметься на засадах іноземної монополії або олігополії. Це може позитивно позначитись на розвитку сегмента виробництва в країні, але негативно вплинути на формування повноцінної структури економіки, оскільки формування потужних підприємств за підтримки іноземного капіталу в окремій галузі, призведе до перетікання до неї й інших факторів виробництва, обмежуючи розвиток інших, можливо більш передових та перспективних, галузей.

---

[135] Masahiro K., Urate S. Trade Imbalances and Japanese Foreign Direct Investment: Bilateral and Triangular Issues. *Discussion Paper Series* / Institute of Social Science, University of Tokyo. May 1996.

[136] Association of South East Asian Nations – Асоціація країн Південно-Східної Азії.

[137] Alburo F.A., Bautista C.C. and Gochoco M.S.H. Pacific Direct Investment Flows into ASEAN. *ASEAN Economic Bulletin*. 1992. Vol. 8. № 3. P. 284–308. URL: https://www.jstor.org/stable/25770386?seq=1#page_scan_tab_contents

[138] Damooei Jamshid and Tavakoli Akbar. The Effects of Foreign Direct Investment and Imports on Economic Growth: A Comparative Analysis of Thailand and the Philippines (1970-1998).*The Journal of Developing Areas*. 2006. Vol. 39. №. 2. P. 79–100.

Підтвердження такого різностороннього впливу можна знайти і в інших дослідженнях. Наприклад, Дж. Гроссман та Е. Хелпман дослідили зв'язок відкритості та зростання економіки через трансмісію технологій і виявили, що у випадку країн із високим рівнем фінансової та торговельної відкритості, інвестиції концентруються у сферах промислового виробництва та торгівлі, витісняючи інвестиції зі сфери наукових досліджень та розробок[139]. Це дійсно зумовлює вирівнювання заробітних плат та відсоткових ставок на міждержавному рівні, а також спричинює збільшення платоспроможного попиту, що позитивно впливає на зростання ВВП, проте обмежує інноваційний характер розвитку економіки та формує умови економічної нестабільності. Тобто сам по собі зв'язок відкритості та економічного зростання може бути похідним для більш фундаментальних економічних процесів та структурних характеристик економіки, а складні і різноманітні прояви МПК засвідчують доцільність їх диференціації та контролю.

Узагальнення результатів численних наукових досліджень щодо зв’язку фінансової відкритості та економічного зростання, особливо більш сучасних, дає підстави для припущення, що характер руху МПК в економіку, що розвивається, засвідчує наявність такого зв’язку, але зворотного: саме демонстрація ознак продуктивного наздоганяючого розвитку зумовлює приплив в таку економіку капіталу. Таку детермінацію взаємозв’язку МПК та економічної динаміки можна порівняти з властивостями реактивного руху: чим більша швидкість руху, тим більший об’єм повітря потрапляє в двигун і тим більша його тяга. І, водночас, за нульової швидкості повітря в двигун потрапляє тільки за рахунок внутрішньої механіки (активності) двигуна – чим більші оберти, тим більший об’єм повітря потрапляє у нього.

Фундаментальним підґрунтям для такої тези може слугувати твердження Д. Робінсон про те, що фінансова система є похідною від реального сектора економіки. А саме економічне зростання створює попит на фінансові послуги. Тож фінансова система не генерує економічне зростання, а лише реагує на потреби реального сектора[140].

Наразі існує цілий ряд досліджень, які підтверджують висновок про те, що позитивного ефекту від припливу капіталу досягають економіки, що

---

[139] Grossman G., Helpman E. Growth, Trade, and Inequality. *Econometrica*. 2018. № 86 (1). P. 37–83. P. 67. URL: https://scholar.harvard.edu/helpman/publications/growth-trade-and-inequality-0

[140] Robinson J. The Generalization of the General Theory. London: MacMillan, 1952.

перебувають на стадії активного піднесення[141] і, зокрема, ті сектори таких економік, які можуть конкурувати на міжнародних ринках. Саме так можна трактувати і результати дослідження Р. Кардареллі (та ін.) щодо факторів припливу капіталу. Дослідники проаналізували 109 випадків раптового припливу іноземного капіталу протягом 1987–2007 рр. в економіки 52 країн із ринками, що розвиваються, і показали, що спонукальним фактором такого припливу виступало прискорення зростання ВВП у цих країнах[142].

Підтвердити цю тезу можна і на прикладі України. Згідно з нещодавніми дослідженнями Німецької консультативної групи, підприємства з ПІІ (тобто такі, де іноземний інвестор володіє не менш як 10% статутного капіталу), становлять лише 4,6% усіх українських компаній. Проте у переліку цих компаній перебувають найбільш великі та прибуткові. Зокрема, саме в них працює понад 20% працездатного населення України, на них же припадає 24% загального обсягу капіталу України й майже 35% загальної валової доданої вартості. [143] Тобто здебільшого іноземні інвестиції концентруються у вже розвинених підприємствах прибуткових галузей, а не фінансують розвиток нових. Підприємства з ПІІ не просто значно більші, ніж підприємства із винятково вітчизняними інвестиціями, а й значно продуктивніші. Звичайно, потрібно звернути увагу, що і значна частка іноземних інвестицій в таких підприємствах швидше за все представлені реінвестованим українським капіталом.

Таким чином, дослідження впливу фінансової відкритості та збільшення припливу іноземного капіталу на економічний розвиток транзитивних економік в активну фазу фінансової глобалізації не дають вагомого підтвердження тези про позитивний вплив на стимулювання економічного зростання вільного припливу капіталу на умовах фінансової відкритості.

Є також підстави висловити припущення, що на сучасному етапі «нової нормальності» гіпотетичний фактор капіталу в композиції факторів еконо-

---

[141] Yomogidaa M. International Capital Movements: Who Gains and Who Loses? *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*. 2006. № 13. P. 123–134. P. 133.

[142] Cardarelli R., Elekdag S., Kose M. Capital Inflows: Macroeconomic Implications and Policy Responses. *IMF Working Papers.* March 2009. № 09/40. URL: https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp0940.pdf

[143] Saha D., Kravchuk V., Kirchner R. The economic impact of FDI on Ukraine Policy. *Studies Series* / German Advisory Group Institute for Economic Research and Policy Consulting. 2018. PS/01/2018. URL: http://www.ier.com.ua/files/publications/Policy_papers/German_advisory_group/2018/Full_PS_01_2018_en.pdf

мічного зростання може відігравати менш визначальну, роль в економічному зростанні порівняно з епохою розквіту та утвердження капіталізму. Так, на підставі дослідження Н. Левенко та ін., в якому була проведена декомпозиція факторів економічного зростання 15 посткомуністичних країн ЄС, можна зробити висновок, що фактор капіталу відігравав важливу, але не провідну роль у формуванні економічного зростання даних 15 країн упродовж 1996–2016 рр. Натомість він впливав на економічну динаміку менше або на рівні інших факторів – праці та технологій. При цьому цікаво відзначити, що найбільш значну роль фактор капіталу відігравав у період 2002–2007 рр., коли у регіоні спостерігались високі темпи економічного зростання – в таких країнах, як Латвія, Литва, Естонія та Словаччина. Ці ж країни в цей період демонстрували найвищі темпи економічного зростання[144].

Але потрібно зважати на особливості економік цих країн. Головною причиною такого високого значення фактора капіталу в економічному зростанні прибалтійських країн слід визнати специфіку їх фінансового сектора, що полягала у ролі цих країн у відмиванні капіталу пострадянських країн на шляху до ЄС і навпаки. Вони виступали свого роду фінансовими «хабами» Східної Європи. Водночас на розбудові реального сектора економіки фактор капіталу не позначився. Тому, коли під час кризи 2008 р. трансфер капіталу через прибалтійські країни зменшився, саме Естонія, Латвія та Литва продемонстрували найбільше падіння ВВП у 2008–2009 рр.: -10,7; -8,97 та -6,09% відповідно. Натомість Словаччина, Чехія та Польща, розвиток яких більшою мірою був пов'язаний із реальним сектором економіки, зазнали меншого спаду.

При цьому, дещо нижче, ніж у країнах Прибалтики, але порівняно з ними, значущість ролі фактора капіталу спостерігалась у зазначений період у Словаччині, Чехії та Польщі. У період розгортання світової кризи 2008–2009 рр. Польща демонструвала зростання, тоді як Чехія та Словаччина – падіння на рівні 1% ВВП. З 2010 р. усі ці країни демонструють відновлення. Причину цього слід шукати в тому, що в них фактор капіталу реалізувався

[144] Levenko N., Oja K., Staehr K. Total factor productivity growth in Central and Eastern Europe before, during and after the global financial crisis. *Post-Communist Economies*. 2019. Vol. 31. Is. 2. P.137–160. P. 147.

не у фінансовому секторі, а в реальному: саме ці країни в зазначені періоди демонстрували зростання промислового виробництво[145].

Третя із зазначених на початку підрозділу тез, – а саме щодо того, що фінансова відкритість позитивно впливає на економічне зростання непрямо, а через розвиток інститутів фінансових ринків, – уже видається суперечливою з огляду на представлені аргументи. Головним чином тому, що, за справедливості тези, кореляційно-регресійний аналіз так чи інакше виявив би позитивний вплив фінансової лібералізації на економічне зростання країн, що розвиваються на тривалому проміжку часу майже в 40 років, якщо воно мало місце. Інакше фінансова відкритість втрачає сенс як стимулюючий фактор економічного зростання, навіть якщо вона дійсно сприяє розвитку фінансового сектора.

Але разом із тим, зазначену тезу щодо позитивного впливу фінансової відкритості та потоків капіталу на розвиток фінансового сектора не можна відкинути лише на підставі такого аргументу. Навпаки, вона потребує докладної перевірки, якій буде присвячено наступний підрозділ. Така особлива увага до цієї тези пояснюється трьома причинами. По-перше, вона втілює найбільш актуальні аргументи на підтримку фінансової відкритості. По-друге, непрямий вплив фінансової відкритості на економічний розвиток визначити набагато складніше. І, по-третє, саме в межах системи взаємозв'язку «МПК – фінансовий сектор країни» втілюється характер і наслідки сучасного процесу фінансової глобалізації та формалізуються глибинні детермінанти впливу фінансової відкритості на економічне зростання.

Таким чином, концептуальне твердження щодо різниці дохідності капіталу як визначального чинника напряму його руху втрачає аргументацію з огляду на недієвість відсоткових ставок у посткризовому періоді та зростанні ролі фактора ризику і перспектив економічного зростання в умовах посткризової невизначеності. Після падіння рівня облікових ставок у розвинених країнах обсяги потоків капіталу в країни, що розвиваються, де облікові ставки залишилися високими, пропорційно зменшились. Тоді як лише сигнали про можливе підвищення ставок у розвинених країнах спонукало відплив капіталу із країн, що розвиваються.

Характер впливу МПК на економічний розвиток, зокрема, збереження прояву «ефекту Лукаса» та «пазлу алокації» на тривалому часовому

[145] Там само. С. 148.

проміжку, що включає різні стадії економічних циклів, а також аналіз проявів економічної динаміки порівняно з динамікою МПК дають підстави сформулювати контртезу – про те, що приплив МПК в економіку на вільних, нерегульованих засадах не сприяє продуктивному розвитку економіки завдяки фінансуванню перспективних галузей. Натомість позитивний ефект припливу іноземного капіталу проявляється за наявності добре функціонуючих, високодохідних ринків та галузей у межах реалізованого на певний момент потенціалу. Для розвитку перспективних галузей, проєктів або інфраструктури міжнародний капітал потрібно спрямовувати в них у рамках відповідної національної політики. В такому випадку відбувається і позитивний вплив МПК на формування драйверів економічного зростання. При цьому і сам успішний економічний розвиток та наявність в економіці дохідних галузей, що демонструють зростання, виступають драйвером припливу в них іноземного капіталу в різних, зокрема і продуктивних, формах, що відображає притаманний МПК реактивний характер руху по відношенню до макроекономічної динаміки.

2.2. Вплив фінансової відкритості на розвиток фінансового сектора

Як зазначалось у раніше, у відповідь на загострення критичних зауважень щодо позитивного впливу фінансової лібералізації прихильниками цього підходу було висунуто припущення, що позитивний ефект фінансової лібералізації реалізується побічним шляхом через розвиток фінансового сектора країни, його інституціонального середовища, покращення управлінських практик, макроекономічної дисципліни та ін.[146]. Таким чином фінансова лібералізація виступає каталізатором проведення низки важливих удосконалень, які проявляються в основному на мікрорівні. З часом реалізація цих переваг сприяє зрушенню балансу ризиків та переваг фінансової лібералізації на користь останніх.

У науковій літературі, присвяченій оцінці впливу МПК на економічний розвиток, яка побачила світ у період 2000-х років і, частково, пізніше, наголошується, що позитивний ефект від припливу іноземного капіталу в країну проявляється через розвиток внутрішніх фінансових ринків, передусім через їх поглиблення, посилення конкуренції, інклюзії,

[146] Kose M., Prasad E., Rogoff K., Wei S. Financial Globalization: Beyond the Blame Game. *Finance & development*. March 2007. Vol. 44. No. 1. URL: https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2007/03/kose.htm

привнесення кращих практик, вирівнювання інформаційної асиметрії, прихід стійких фінансових установ тощо. І навпаки, відсутність розвиненого фінансового ринку призводить до обмеженого припливу іноземного капіталу.

Для перевірки цього твердження доцільно визначити напрями та взаємозв'язки впливу фінансової лібералізації на зміну якісних параметрів розвитку фінансового сектора як найбільш наочну ознаку побічної переваги, отриманої внаслідок фінансової відкритості. Відразу зазначимо, що кількісні параметри розвитку фінансового сектора та, зокрема, показник фінансіалізації економіки зростають пропорційно припливу іноземного капіталу. Це твердження не викликає сумнівів. Головною причиною цього є збільшення загальних обсягів припливу капіталу в країни, що розвиваються, яке реально відбулося протягом 1990–2000 рр. У перерахунку на душу населення це, безперечно, викликало зростання показника фінансової глибини, а також загальних обсягів активних операцій банків, капіталізації фондового ринку тощо. Важливіше ту те, якою мірою вплив залучених обсягів капіталу позначився на зміні якісних показників розвитку фінансового сектора.

Під якісним розвитком фінансового сектора країни в умовах зростання фінансової відкритості слід розглядати не просто збільшення обсягів окремих напрямів діяльності або поглиблення його сегментів. Припущення щодо побічного впливу фінансової глобалізації на економічне зростання через фінансовий сектор можна узагальнити таким чином. Прихід іноземних інвесторів розмиває традиційну для фінансових ринків країн, що розвиваються, концентрацію великих гравців, які мають переваги через володіння інформацією. Прихід іноземного капіталу таким чином теоретично сприяє розвитку конкуренції, вирівнюванню інформаційної асиметрії, імпортує найкращі практики управління, розширює можливості із диверсифікації ризиків та акумуляції великих обсягів капіталу, а також зменшує міжнародні трансакційні витрати.

Припустимо, що фінансова лібералізація чинить такий влив. У такому випадку розвиток фінансового сектора повинен проявитись через покращення виконання п'яти його основних функцій: акумуляції тимчасово вільних заощаджень; їх ефективній алокації; диверсифікації та хеджуванні

ризиків; поглибленні зв'язку між фінансовим та реальним секторами і покращенні інформаційного забезпечення[147].

Узагальнимо перелік основних напрямів якісного розвитку фінансового сектора, що повинні реалізуватись в умовах фінансової відкритості:

– збільшення обсягів залучених заощаджень;

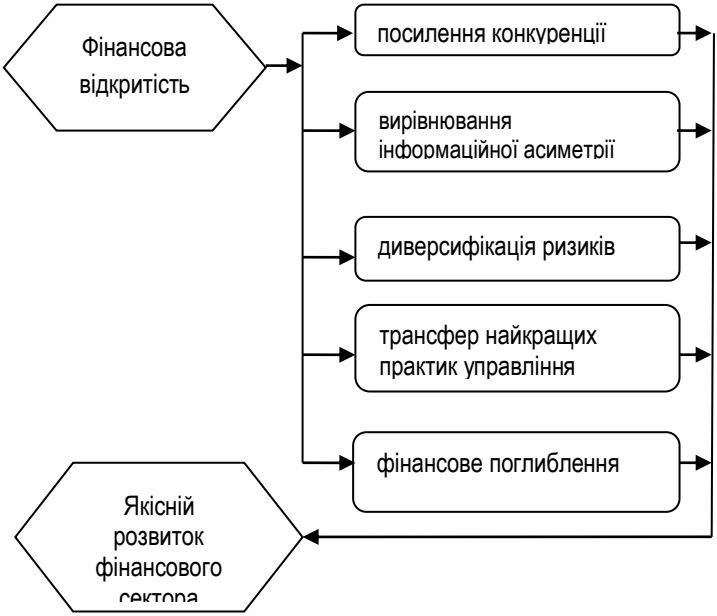
– підвищення інтенсивності алокації залучених заощаджень в економіці;

– розвиток інститутів фінансового сектора: посилення конкуренції, покращення інформаційного забезпечення, привнесення найкращих практик (розвиток корпоративного управління);

– покращення сприйняття ризику в межах фінансового сектора;

– поглиблення зв'язку між фінансовим та реальним секторами економіки.

У більш формалізованому вигляді система взаємозв'язку чинників розвитку фінансового сектора, що активізуються в умовах фінансової відкритості, матиме такий вигляд (рис. 2.7).



[147] Levine R. Finance and Growth: Theory and Evidence. *Handbook of Economic Growth* / Aghion P., Durlauf S. Institutions, development and growth: Where does evidence stand. *Economic Development and Institutions Working Paper.* 2018. No.18. Vol. 4.

Рис. 2.7. Формалізація чинників впливу фінансової відкритості на розвиток фінансового сектора згідно з інституційним підходом до позитивного впливу фінансової відкритості

Джерело: складено автором.

Як це не видається дивним, але докладному аналізу впливу фінансової відкритості на якісний розвиток фінансового сектора присвячено не так багато уваги, попри те, що саме в цьому напрямі прийнято очікувати її позитивний вплив. Проте опубліковані дослідження, втілюють методологічну основу для здійснення раціональної оцінки реального впливу фінансової відкритості на розвиток фінансового сектора країни та ідентифікації її перспективних та проблемних моментів.

Серед формалізованих вище чинників впливу фінансової відкритості на якісний розвиток фінансового сектора країни найбільш важливими слід визнати підвищення ефективності його функціонування за основними напрямами. Передусім це стосується функцій **акумуляції тимчасово вільних заощаджень** та **алокації залучених заощаджень**. Також важливими функціями фінансового сектора є диверсифікації ризиків, розвитку конкуренції, що додаткового виконує завдання покращення інформаційного забезпечення.

Починаючи з другої половини XX ст. звернули увагу на вплив асиметрії та неповноти інформації на поведінку економічних суб'єктів, що додало ґрунтовності аргументам на користь існування позитивного зв'язку між рівнем розвитку фінансового сектора та його інститутів і тенденціями розвитку економіки[148]. У цих роботах наявність позитивної кореляції пояснюється тим, що фінансовий сектор, завдяки кращій спеціалізації, має повнішу інформацію і тому здатен більш ефективно спрямовувати інвестиції в реальний сектор.

Поєднавши ці викладки з теорією фінансової відкритості, виникло припущення, що і самі потоки ПІІ знижують інформаційні бар'єри щодо торгівлі та інвестицій між світовим ринком та країною – реципієнтом інвестицій[149]. До приходу ПІІ в країну існує певний вакуум інформації щодо продуктивності її економіки, видів урядової політики, правоохоронної

[148] Levine R. Finance and Growth: Theory and Evidence. *Handbook of Economic Growth* / Aghion P., Durlauf S. Institutions, development and growth: Where does evidence stand. *Economic Development and Institutions Working Paper* 18. 2018. T. 4.

[149] Rhee Y., Belot T. Export catalysts in low-in-come countries. *World Bank Discussion Paper.* 1990. № 72.

системи та бізнес-клімату загалом. Залучаючи ПІІ, у т.ч. стимулюючими заходами, країна посилає певні сигнали світовому ринку і після заходу в неї перших ТНК інформація щодо зазначених характеристик стає більш достовірною[150].

Слід лише зазначити, що у цьому випадку можна говорити про розширення обсягів інформації, а не про достовірність загалом. Зокрема, існує низка специфічних обставин, що обумовлюють об'єктивність такого зауваження. Як правило, першими в країну заходять великі ТНК або МФО. Правила гри для них можуть істотно відрізнятися від правил для малого та середнього бізнесу. Потрібно зважати, що приплив великих обсягів інвестицій та прихід ТНК покращує показники концентрації, конкуренції та інформаційного забезпечення лише на першому етапі. Надалі ці параметри можуть стабілізуватись або навіть погіршуватися.

Згідно з дослідженнями фахівців з польського центробанку, які провели оцінку рівня концентрації банківських ринків 10 країн ЦСЄ на підставі аналізу ТОР-5 банків за активами протягом 1999–2015 рр., тобто в період найбільш активної фази фінансової лібералізації цих країн, динаміка показників концентрації залишалась доволі сталою. При середньому рівні концентрації у ЕС-27 на рівні 58% банківські ринки ЦСЄ характеризуються доволі високим рівнем концентрації (62,3% активів) і частки в активах іноземних банківських установ (63,4% активів).

Та найбільш цікавим результатом є те, що, попри помітне зростання фінансової відкритості у ЦСЄ «де-юре» та значне зростання «де-факто», рівень концентрації банківських ринків цих країн не знизився[151]. Після зниження концентрації під впливом реформування та відходу від адміністративних засад економіки рівень концентрації в регіоні стабілізувався на рівні 50–70% у різних країнах. Незважаючи на значні припливи іноземного капіталу в ці країни, він залишився на такому ж рівні й у 2015 р.[152].

---

[150] Hanson G. Should countries promote foreign direct investments. *G-24 Discussion Papers* / Department of Economics and School of Business Administration University of Michigan, Ann Arbor, USA. 2001. № 9.

[151] Karkowska R., Pawłowska M. The concentration and bank stability in Central and Eastern European countries. *NBP Working Paper*. 2017. № 272. URL: www.nbp.pl/publikacje/materialy_i_studia/272_en.pdf

[152] Там само. С. 23.

На практиці покращення конкуренції та диверсифікації ризиків у фінансовому секторі внаслідок припливу іноземного капіталу та приходу іноземних банків на внутрішній ринок також має неоднозначний прояв. З одного боку, з приходом іноземних банків на внутрішньому ринку фінансових послуг активізується конкуренція. Разом із тим у спробі конкурувати із більш потужними іноземними банками вітчизняним банкам доводиться знижувати вимоги до надійності позичальників та оперувати більш ризиковими інструментами. Водночас іноземні банки мають можливість диверсифікувати свій портфель за кордоном, мають подушку безпеки від материнської структури і тому, навіть оперуючи на внутрішньому ринку країни ризиковими інструментами ,приймають на себе значно менше системного ризику, хоча самі й провокують його зростання.

Слід також зазначити, що приплив іноземного капіталу в умовах недорозвиненого інституціонального середовища, що характеризується високим рівнем концентрації, не завжди сприяє посиленню конкуренції. Навпаки, за високого рівня ринкової концентрації прихід невеликих іноземних інвесторів, які могли б посилити конкуренцію, ускладнений і тому, що за таких обставин переважно слід очікувати приходу потужних іноземних інвесторів, фінансових компаній та банків. А це, у свою чергу, хоч і певним чином знизить рівень ринкової концентрації, проте зацементує її на цьому рівні на довгостроковий період, обмеживши подальший розвиток інтермедіації на фінансових ринках.

Крім того, конкуруючи на внутрішньому ринку з іноземними банками, національні банки вимушені знижувати власну норму прибутку та оптимізувати витрати. Як наслідок, національні банки прагнуть уникати низькорентабельних і витратних напрямів діяльності. В першу чергу це позначається на відході від інвестиційного кредитування підприємств реального сектора, діяльність яких не відрізняється високою прибутковістю та потребує суттєвих банківських витрат на аналіз їх платоспроможності.

Ще одним фактором в умовах розширення присутності іноземних банків на внутрішньому ринку виступає регіональна інтеграція і взаємопов'язаність економічних циклів. Останні, як правило, синхронізовані в межах регіону, як і переважна кількість іноземних банків. Тому не варто сподіватися на підтримку іноземними банками ділової активності на низхідному етапі ділового циклу. І навпаки – скорочення ділової активності в країні походження іноземного банку швидше за все призведе до скорочення його діяльності й у країні розміщення. При цьому наслідком фінансової турбулентності на

слабких фінансових ринках, як правило, стає помітне посилення концентрації, у т.ч. через процеси націоналізації[153].

Найбільш вагомими аргументом, що пояснює причини обмеженого впливу фінансової відкритості та МПК на розвиток економіки та якісних параметрів фінансового сектора, слід вважати низький рівень розвитку ринкових інститутів, що становить характерну рису транзитивних економік. Недостатній рівень розвитку ринкових інститутів у країні гальмує як трансфер технологій, так і поширення найкращих практик управління. Така ситуація властива країнам із сировинними економіками. Вплив ПІІ на підвищення факторів продуктивності в таких економіках виявляється особливо обмеженим, оскільки, з одного боку, природні ресурси самі по собі є чинником залучення прямих іноземних інвестицій, а це означає, що ПІІ, що надходять у країни, багаті на ресурси, більш орієнтовані на галузі видобування первинного сектора. З іншого боку, прямі іноземні інвестиції у первинному секторі не приносять очікуваної вигоди з точки зору трансферу технологій. Трансфер технологій у таких випадках ринковим шляхом відбуватиметься за наявності ланцюгів кооперації з іноземними ТНК, що зайшли у країну, або високого рівня конкуренції. Натомість у трансформаційних країнах ці сегменти – навпаки, – як правило, сильно монополізовані, а ТНК впроваджують свою діяльність реалізуючи ексклюзивні конкурентні переваги: масштаб, капітал, технології. В таких умовах трансфер технологій не відбувається.

Підтвердженням цього виступає ряд наукових досліджень. Так, аналізу впливу фінансової відкритості на фінансовий та економічний розвиток країн Центрально-Східної Європи присвятили свою роботу І. Баяр та Ф. Акюз. Вони проаналізували вплив зростання фінансової відкритості на розвиток фінансових ринків трансформаційних економік країн ЦСЄ у період 1996–2014рр. Отримані ними результати коінтеграції показують, що зростання фінансової відкритості практично не вплинуло на розвиток фінансового сектора зазначеної групи країн у довгостроковому періоді на регіональному рівні[154]. Зростання фінансової відкритості продемонструвало мало помітний позитивний зв'язок із розвитком фінансового сектора лише в Естонії та

---

[153] Бублик Є., Брус С., Шелудько Н. Рекапіталізовані державою банки: проблеми та перспективи продажу. *Економіст.* 2013. №12. С. 12.

[154] Bayar Y., Akyuz F., Erem I. Openness and financial development in Central and Eastern European countries. *Studies in Business and Economics*. 2017. No. 12(3). P. 5–16. P. 13.

Угорщині, що не можна вважати системним випадком. І, при цьому ж, демонструє негативний зв'язок із фінансовим розвитком у Чехії та Словаччині. Таким чином, системний прояв позитивного зв'язку фінансової відкритості та розвитку фінансового сектора, як уже зазначалося, на регіональному рівні не спостерігається.

У кращому випадку міжнародні потоки капіталу чинять позитивний вплив на розвиток ринку цінних паперів (кількісно, в напрямі його поглиблення). Водночас відкритість економіки може навіть корелювати із погіршенням інформаційного забезпечення фінансової системи, що можна вважати парадоксальним висновком, з огляду на теоретичні викладки[155]. А високий рівень фінансової відкритості, навіть за розвиненого фінансового сектора, обмежено впливає на економічне зростання[156].

Такі висновки стали з'являтись у першій половині 2000-х років, і науковці намагались пояснити відсутність позитивного зв'язку між фінансовою відкритістю і припливом капіталу, з одного боку ,та розвитком економіки або її фінансового сектора – з іншого, слабким захистом прав інвесторів та низьким рівнем розвиту корпоративного управління[157] або необхідності досягнення порогового значення рівня розвитку правової системи та інститутів ринку загалом[158]. Але більш пізні дослідження звертають також увагу на те, що окрім позитивного зв'язку між розміром фінансового сектора та економічним зростанням, на певних стадіях ця залежність втрачає лінійний зв'язок. Зокрема, при перевищенні фінансовим сектором певних розмірів, подальший його розвиток чинить дедалі менший вплив на реальний сектор і, в решті-решт, може мати навіть від'ємний зв'язок[159].

Є також сенс озвучити і таке припущення, що, з огляду на негативні ефекти фінансової відкритості у кризові періоди, постає питання, чи варто країні відкривати свій фінансовий сектор для стимулювання наздоганяючого зростання? Можливо, що для країн більш раціонально не

---

[155] Гарсиа Э. Влияние глобализации на финансовое развитие формирующихся экономик. *Финансовый журнал*. 2012. № 1. С. 37–48. С. 47.

[156] Estrada G., Park D., Ramayandi A. Financial Development, Financial Openness, and Economic Growth. *ADB Economic Working Paper Series*. 2015. № 442.

[157] Martell R., Stulz R. Equity-market liberalizations as country IPO's. *American Economic Review*. 2003. № 93. P. 97–101.

[158] Chinn, M.D., Ito H. What matters for financial development? Capital controls institutions, and interactions. *Journal of Development Economics*. 2006. № 81. P. 163–192.

[159] Arcand J.-L., Berkes E., Panizza U. Too Much Finance? *IMF Working Pape.* 2012. WP/12/161. URL: https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12161.pdf

відкриватись на ранніх стадіях фінансового розвитку, оскільки на цьому етапі, зокрема, добре працюють неформальні механізми розподілу капіталу[160].

Висуваючи припущення щодо необхідності досягнення певного рівня розвитку або наявності розвинених інститутів, в рамках існуючої парадигми фінансової лібералізації робились спроби знайти пояснення отриманим результатам емпіричних досліджень, що заперечували теоретичні обґрунтування неокласичного підходу. Хоча існують пропозиції розглянути можливості відновлення економічного зростання поза неоліберальним підходом[161], що загалом розширює перспективи наукової детермінації взаємозв'язку економічного зростання і потоків капіталу.

Нові економічні дослідження продемонстрували, що при використанні даних після 1990 р., позитивний зв'язок як фінансової глибини, так і фінансової відкритості з економічним зростанням стає ще менш помітним[162]. Дослідження за цією тематикою на посткризовому етапі показують, що фінансовий розвиток країни чинить позитивний вплив на економічне зростання до певного рівня. Після перевищення цих порогових значень гіпертрофований фінансовий сектор може заважати подальшому економічному розвитку, а швидке зростання фінансового сектора гальмує зростання загальної факторної продуктивності.[163]

Згодом перебіг ГФК підкріпив аргументи проти надмірного кредитування економіки, що не тільки прямо суперечило постулатам фінансової

---

[160] Allen F., Qian J., Qian M. Law, finance, and economic growth in China. *Journal of financial economics.* 2005. Т. 77. №. 1. С. 57–116.

[161] Stiglitz J. After Neoliberalism. Project Syndicate. May 30, 2019. URL: https://www.project-syndicate.org/commentary/after-neoliberalism-progressive-capitalism-by-joseph-e-stiglitz-2019-05?a_la=english&a_d=5cef9df33a02d6203c2573ca&a_m=&a_a=click&a_s=&a_p=%2Fsection%2Feconomics&a_li=after-neoliberalism-progressive-capitalism-by-joseph-e-stiglitz-2019-05&a_pa=section-commentaries&a_ps=

[162] Demetriades P., Panicos O. & Rousseau, Peter L. The changing face of financial development. *Economics Letters /* Elsevier. 2016. Vol. 141(C). P. 87–90.

[163] Cecchetti S., Kharroubi E. Reassessing the impact of finance on growth. *BIS Working Papers*. 2012. No. 381. URL: https://www.researchgate.net/publication/254392678_Reassessing_the_impact_of_finance_on_growth;
Cecchetti. S, Kharroubi E. Why does financial sector growth crowd out real economic growth? *CEPR Discussion Paper*. 2015. No. 10642. URL: http://www.cepr.org/active/publications/discussion_papers/dp.php?dpno=10642

відкритості, а й стало найбільш наочною формою прояву її загроз внутрішній фінансовій стабільності. Так, було визначено, що коли кредити приватному сектору починають перевищувати 80–100% ВВП, настає перенасичення економіки фінансами[164]. Відтак, ознака перевищення цього параметру – сигнал для монетарного регулювання і встановлення обмежень на приплив капіталу на внутрішній ринок, якщо відсоткові ставки не діють.

Слід розглянути іще один підхід, в основі якого лежить цілком логічне припущення, а саме, що фінансова відкритість впливає на темпи економічного зростання переважно через стимулювання загальної факторної продуктивності, а не просто через прискорене нагромадження капіталу. Такий погляд відповідає «осучасненому» неоліберальному підходу. Це може пояснити, чому ефекти лібералізації мають обмежений прояв, – вони діють на перманентній, а не на тимчасовій основі і тому їх складно виділити на обмеженому проміжку часу в умовах впливу специфіки тренду. Зокрема, таку думку спробували довести у своєму дослідженні Г. Бекаерт, Х. Кемпбел та К. Ландблед. По-перше, вони підтвердили позитивний зв'язок фінансової відкритості та зростання ВВП, щоправда без уточнення причинно-наслідкового зв’язку. По-друге, вони підтвердили позитивний зв'язок фінансової відкритості та зростання загальної факторної продуктивності, акцентувавши увагу на тому, що саме це слід розглядати як головний позитивний ефект від фінансової відкритості[165].

Тут потрібно зазначити, що така постановка завдання цілком базується на неокласичному підході формалізації економічного зростання з виокремленням загальної факторної продуктивності, як це обґрунтував Р. Солоу. Але важлива умова існування такого позитивного зв’язку, як це випливає із роботи Дж. Бекаерта та ін., полягає у наявності певного «порогового» рівня розвинених інститутів фінансових ринків. Тоді як серед країн, що не досягли цього рівня, цей зв'язок може бути невиразним[166].

Стає помітною суперечність теорії вільного руху капіталу, згідно якої фінансова лібералізація сприяє економічному розвитку або, принаймні,

---

[164] Berkes E., Panizza U., Arcand J-L. Too Much Finance. *IMF Working Papers*. 2015. №12/161. URL: https://econpapers.repec.org/paper/imfimfwpa/12_2f161.htm

[165] Bekaert G., Harvey C., Lundblad C. Financial Openness and Productivity. *World Development*. 2011. Vol. 39. No. 1. P. 1. URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1946503

[166] Там само.

розвитку фінансового сектора. І найбільшою мірою цей вплив повинен проявитись на ринках, що розвиваються. Разом із тим потоки капіталу більше тяжіють до фінансових ринків розвинених країн і це пояснюється наявністю розвинених ринкових інститутів, яких на ринках країн, що розвиваються, а особливо на транзитивних, немає за визначенням. Тобто фінансова відкритість позитивно впливає на зростання загального фактора продуктивності для тих країн, які вже мають розвинені фінансові ринки. І, з огляду на проаналізовані вище індикатори розвитку фінансового сектора в умовах лібералізації, не має достатньо підстав розраховувати, що фінансова відкритість допоможе подолати порогове значення рівня розвитку інститутів.

Причина обмеженого впливу МПК на якісний розвиток фінансового сектора та економічне зростання полягає в тому, що вони чинять вплив через фінансові ринки, але не забезпечують їх раціонального формування. І таким чином їх вплив обмежується наявними параметрами фінансового сектора країни. При цьому в транзитивних економіках рівень розвитку фінансового сектора апріорі є низьким і тому рух МПК у такій країні та її рух до фінансової відкритості повинен бути раціонально підпорядкованим параметрам розвитку її фінансових ринків.

Якщо, зважаючи на прерогативу підтримки наздоганяючого розвитку транзитивних економік, припустити справедливість такого твердження, то фінансова відкритість повинна фіксувати стан розвинених фінансових ринків зі структурними характеристиками, близькими до оптимальних. Логічним висновком із зазначеного є те, що повна фінансова відкритість можлива на етапах функціонування фінансового сектора досконалої форми. Такий варіант слід визнати ідеальним випадком, що на практиці не зустрічається. Саме тому будь-яка країна, навіть із найбільш розвиненими ринками, вимушена вдаватися до фінансових рестрикцій та обмежень на рух капіталу в межах власної юрисдикції на етапах, коли наявні структурні параметри фінансового сектора або макросередовища створюють загрозу економічній стабільності, а МПК їх фіксують або посилюють.

Рух до фінансової відкритості повинен бути підпорядкований темпам формування структурно-повноцінного фінансового сектора країни. Тому політика фінансової лібералізації повинна бути похідною по відношенню до політики економічного розвитку країни у стратегічному та системному сенсах. Це може бути особливо актуальним, якщо політика економічного розвитку включає завдання проведення структурних реформ та усунення

економічної нерівності. Без регулювання МПК реалізація завдань такої політики може бути суттєво ускладнена[167].

Методи оцінки впливу фінансової відкритості на продуктивний розвиток фінансового сектора

Формалізація чинників впливу фінансової відкритості за усвідомлення зазначених вище умов відкриває перспективи побудови комплексної системи оцінки характеру впливу МПК на національну економіку та адекватної реалізації політики регулювання фінансової відкритості. Оцінка якісних параметрів розвитку фінансового сектора, на які може впливати фінансова відкритість, є важливим елементом побудови такої системи оцінки. Як зазначалося, принципово важливими параметрами, які потрібно досліджувати для виявлення ознак позитивного впливу фінансової відкритості, слід вважати: покращення функцій фінансового сектора з акумуляції та алокації фінансових ресурсів, вирівнювання інформаційної асиметрії та трансфер найкращих практик.

З огляду на це, побудову системи оцінки зміни якісних параметрів розвитку фінансового сектора пропонується здійснювати на основі підходу Гарсії[168], доповнивши її методологією оцінки ефективності фінансового сектора В. Зимовця[169] та аналізом параметрів конкуренції, концентрації, зв'язку фінансового сектора із реальним, темпів нагромадження капіталу в економіці.

Відповідно, **дослідження покращення функції акумуляції тимчасово вільних заощаджень** слід проводити, аналізуючи зміну параметрів показника відношення заощаджень в економіці країни порівняно з темпами динаміки реальної фінансової відкритості економіки «де-факто», за такою формулою:

$$D = (Q_d_t / Q_d_{t-1}) / (ICF_t / ICF_{t-1}),$$

[167] Furceri D., Loungani P. Capital Account Liberalization and Inequality. *IMF Working Papers.* 2015. No. 15/243.

[168] Товар Гарсия Э. Влияние глобализации на финансовое развитие формирующихся экономик. *Financial journal*. 2012. №1. С. 37–48.

[169] Зимовець В. Державна фінансова політика економічного розвитку / НАН України; Ін-т екон. та прогнозув. Київ, 2010. С. 157.

де: D – показник ефективності фінансового сектора в акумуляції тимчасово вільних заощаджен,ь унормований до інтенсивності припливу капіталу;

Q_d_t – коефіцієнт інтенсивності залучення заощаджень через фінансовий сектор у поточному році. Цей коефіцієнт визначається як співвідношення суми приросту зобов'язань всіх фінансових інститутів та скоригованих на зміну джерел фінансування капіталу через зовнішній сектор обсяг валових заощаджень у країні. Аналіз цього коефіцієнта дає змогу кількісно оцінити інтенсивність трансформації заощаджень в інвестиції через визначення розміру частки валових заощаджень, що протягом року надійшла у фінансовий сектор, у тому числі із зовнішнього ринку, і забезпечила формування пропозиції фінансових ресурсів на ринку;

ICF_t – МПК – обсяги припливу іноземних фінансових ресурсів, що формують фінансовий капітал підприємств, за різними інструментами, вираженими, як відсоток до ВВП. У практиці країн з трансформаційними економіками найбільш вагомими статтями таких потоків є ПІ, ПІІ, міжбанківські кредити. Наявна статистика наразі дозволяє досліджувати саме ці потоки на значному часовому інтервалі. Порівняння їх обсягів дозволяє оцінити зміну рівня реальної фінансової відкритості обраних країн. Використання показника фінансової відкритості «де-факто» зумовлено потребою оцінити процес на підставі зміни реальних параметрів МПК в економіці.

Оптимальним слід вважати прагнення показника до значення «1». У цьому випадку зміна інтенсивності залучення заощаджень через фінансовий сектор відповідає збільшенню обсягів фінансових ресурсів в економіці, з урахуванням зовнішніх надходжень. Тобто фінансовий сектор спроможний абсорбувати приплив МПК. Значення показника менше одиниці означатиме, що зростання фінансової відкритості не чинить помітного впливу на підвищення ефективності фінансового сектора в акумуляції вільних заощаджень. Значення показника більше одиниці, навпаки, означає, що характеристики фінансового сектора країни не відповідають поточному стану фінансової відкритості та не в змозі опанувати МПК у таких обсягах.

Важливо розуміти, що не обов'язково розглядати зміст запропонованого показника як індикацію ефективності акумуляції фінансових ресурсів, що надійшли іззовні. Йдеться про підвищення загальної ефективності цієї функції фінансового сектора під впливом факторів, які, згідно з теорією,

чинять потенційний позитивний вплив (розвиток конкуренції, інформаційного забезпечення, трансфер практик і технологій тощо).

Таким чином, метод коефіцієнта інтенсивності залучення заощаджень через фінансовий сектор дозволяє характеризувати посилення або послаблення функціональної спроможності фінансового сектора країни з акумуляції та алокації фінансових ресурсів, які можуть бути використані для інвестування у структурне реформування економіки. Цей коефіцієнт визначається як співвідношення суми приросту зобов'язань усіх фінансових інститутів та обсягу валових заощаджень у країні з урахуванням зовнішніх джерел фінансування капіталу.

Для **дослідження ефективності алокації залучених заощаджень** є сенс проаналізувати показник частки банківського кредитування у джерелах капітальних інвестицій:

$$\mathbf{A = (L_t / L_{t-1}) / (ICF_t / ICF_{t-1})},$$

де: **A** – показник ефективності фінансового сектора з алокації фінансових ресурсів, унормований до інтенсивності припливу капіталу;
L – показник обсягів інвестиційних кредитів в економіці;

Для оцінки зв'язку фінансового та реального секторів економіки доцільно використовувати як параметр L показник обсягу капітальних інвестицій, профінансованих банківськими кредитами або іншими позиками. В узагальненій інтерпретації значення показника більше одиниці свідчить про те, що фінансовий сектор спрямовує фінансові ресурси в реальний сектор темпами, що відповідають темпам надходження іноземного капіталу.

Слід відзначити, що аналіз показника відношення кредитів, наданих фінансовими посередниками до ВВП країни, а також відношення суми банківських депозитів до банківського кредитного портфеля, як це пропонує Е. Товар Гарсія[170], не задовольняє потреби оцінки параметрів якісного розвитку фінансового сектора, оскільки прискорення зростання споживчого кредитування, що досить часто спостерігається у випадках підвищення фінансової відкритості, втілює ефективну алокацію фінансових ресурсів не з точки зору інтересів сталого економічного розвитку, а з точки зору

[170] Товар Гарсия Э. Влияние глобализации на финансовое развитие формирующихся экономик. С. 37–48.

посередників. Натомість збільшення частки банківських кредитів в економіці не означає продуктивної алокації фінансових ресурсів з огляду на можливість розгортання буму споживчого кредитування. Тому потрібно зважати на темпи приросту інвестиційного кредитного портфеля або, принаймні, на зростання кредитів у сектор нефінансових корпорацій.

Параметр **диверсифікація та хеджування ризиків у межах фінансового сектора** напряму оцінити доволі складно. З фінансової відкритістю більшою мірою пов'язаний прояв цього явища – сприйняття рівня ризику в економіці. Зважаючи на цього, для оцінки сприйняття ризику споживачами фінансових послуг доцільно використати підхід, згідно з яким оцінюється динаміка макроекономічного показника обсягів споживання (абсорбції) в економіці. При пом'якшенні відношення до ризику на внутрішньому ринку рівень споживання в економіці зростатиме і навпаки. Динаміка цього показника так само порівнюється з динамікою зростання фінансової відкритості:

$$P_c = (C_t / C_{t-1}) / (ICF_t / ICF_{t-1}),$$

де: P_c – показник сприйняття ризику в економіці;
C – макропоказник обсягу споживання в економіці.

Інтерпретація показника сприйняття ризику загалом подібна до наведених вище, проте є декілька зауважень. Так, при зростаючих значеннях, тобто коли МПК зростають швидшими темпами, ніж споживання, це може свідчити про спекулятивний характер МПК, які надходять у країну, оскільки споживачі оцінюють макроекономічну ситуацію скептично, відповідно, потрібно очікувати негативного сприйняття ризику. В такому випадку це може означати, що іноземний капітал локалізується у спекулятивних інструментах на ринках фінансових активів або нерухомості та має слабкий зв'язок із реальним сектором економіки.

Позитивний вплив фінансового сектора на **вирівнювання інформаційної асиметрії та розвиток конкуренції** слід розглядати комплексно, оскільки принциповим індикатором цих процесів буде динаміка рівня концентрації банківського ринку, наприклад за індексом Герфіндаля – Гіршмана. Методологія дослідження цих параметрів доволі розвинена в частині аналізу показника концентрації банківського ринку. За теорією, зменшення ринкової концентрації веде до збільшення конкуренції, яка, у свою чергу, позитивно позначається на інформаційному забезпеченні

ринку. Динаміку показника концентрації доцільно порівняти із динамікою МПК:

$$\mathbf{K = (IHH_t / IHH_{t-1}) / (ICF_t / ICF_{t-1})},$$

де: **К** – показник розвитку конкуренції у фінансовому секторі країни;
ІНН – показник ринкової концентрації (наприклад за методом Герфіндаля – Гіршмана);

Так само, як і в попередніх обрахунках інших показників, випереджаюча динаміка МПК національної економіки, порівняно із відстаючим зменшенням концентрації або, що більш імовірно, її посиленням, свідчитиме, що фінансова відкритість не сприяє зміцненню конкуренції на внутрішніх фінансових ринках, а, можливо, тільки її посилює.

Для перевірки впливу фінансової відкритості на **імплементацію найкращих практик управління** потрібно досліджувати розвиток показників корпоративного управління, а також динаміку глибини фондового ринку в країні. Поглиблення фондового ринку може засвідчувати розвиток і удосконалення практики корпоративного управління в умовах приходу іноземних інвесторів. Проте аналіз трансферу технологій за таким індикатором, як глибина фондового ринку, передбачає структурний розвиток останнього. Водночас більш поширеним випадком поглиблення фондового ринку країн, що розвиваються, може бути збільшення його обсягів за рахунок державних цінних паперів, облігацій обмеженого переліку великих підприємств, а також поширення практики фіктивних операцій зі сміттєвими цінними паперами. В таких випадках національний фондовий ринок демонструватиме поглиблення, не викликаючи паралельного ускладнення корпоративного управління, а, отже, і його розвитку. Тому більш репрезентативним буде використання одного з міжнародних індексів оцінки якості корпоративного управління. Співвідношення його динаміки із показником динаміки МПК у країні дасть певне уявлення про наявність та характер впливу фінансової відкритості на процес імплементації найкращих світових практик управління в межах національного фінансового сектора.

У підсумку слід зазначити, що потенційні канали, за якими в рамках неоліберального підходу було детерміновано очікуваний позитивний вплив від зростаючих МПК та підвищення фінансової відкритості національної економіки, відповідають ідеалізованій природі процесу

вільного руху капіталу. Проте сучасні дослідження не демонструють ґрунтовного підтвердження наявності такого впливу в глобальних або регіональних масштабах на країни із транзитивним типом економіки. Позитивний вплив можна помітити в межах фондових ринків та окремих випадків країн – фінансових «хабів».

Окрім обмеженого впливу на економічне зростання, приплив іноземного капіталу в умовах недорозвиненого інституціонального середовища транзитивних економік, яке характеризується високим рівнем концентрації, не завжди сприяє і розвитку конкуренції та вирівнюванню інформаційної асиметрії. Навпаки, за високого рівня ринкової концентрації, прихід невеликих іноземних інвесторів, які могли б посилити конкуренцію, ускладнений і тому, за таких обставин, слід переважно очікувати приходу потужних іноземних інвесторів, фінансових компаній та банків. А це, в свою чергу, хоч і певним чином знизить рівень ринкової концентрації, проте фіксує її, посилюючи переваги іноземних установ у довгостроковому періоді і обмежуючи подальший розвиток фінансової інклюзії та інтермедіації на національних фінансових ринках.

Причини відсутності позитивного зв’язку полягають у нерегульованому характері запровадження фінансової відкритості, що забезпечує лише поглиблення структурно-функціональних характеристик фінансового сектора, але без заходів регулювання нездатна забезпечити його структурне перетворення без належного інституціонального середовища. Саме тому визначною є роль стану розвитку фінансових інститутів. Країни з розвиненим інституціональним середовищем фінансового сектора так само потребують заходів регулювання, але в їх випадку вільний рух капіталу здатний посилювати фінансову глибину економіки і тим самим підвищувати потенціал економічного зростання в тих межах, які дозволяє наявний зв'язок фінансового і реального секторів економіки.

Рух економіки до фінансової відкритості повинен бути підпорядкований темпам формування структурно-повноцінного фінансового сектора країни. Відтак політика фінансової лібералізації повинна бути похідною по відношенню до політики економічного розвитку країни. Це може бути особливо актуальним, якщо політика економічного розвитку включає завдання проведення структурних реформ та усунення економічної нерівності.

Ідентифікація характеру впливу МПК на розвиток фінансового сектора країни в умовах наявного стану фінансової відкритості потребує

перманентного моніторингу низки параметрів, що відображають динаміку потенційних каналів впливу. В роботі запропоновано низку індикаторів, на підставі аналізу яких можна формалізувати вплив поточного стану фінансової відкритості на посилення функціональної спроможності фінансового сектора за такими каналами, як ефективність у акумуляції тимчасово вільних заощаджень, їх алокації в економіці, розвиток конкуренції, хеджування фінансових ризиків, вирівнювання інформаційної асиметрії та трансфер найкращих практик. Імплементація запропонованих індикаторів як важливого елемента комплексної системи оцінки характеру впливу МПК на фінансовий сектор країни розширить методологічну основу для побудови й адекватної реалізації політики регулювання фінансової відкритості.

2.3. Проциклічна динаміка міжнародних потоків капіталу

Попри обмежений прояв продуктивних ефектів від фінансової відкритості для країн, що розвиваються, в ретроспективному контексті, її негативний вплив був доволі відчутним. Найбільш яскравим проявом кризи від волатильності МПК стали азійська криза та низка криз у Латинській Америці у 1990-х роках. Не уникнула такого досвіду Україна та ціла низка європейських країн. Слід відзначити, що до початку азійської кризи наукові дослідження не давали однозначного підтвердження наявності позитивного зв'язку рівня фінансової інтеграції та волатильності бізнес-циклу економіки[171]. Хоча ще у 1996 р. Сазерленд[172], використовуючи модель загальної рівноваги Обстфельда – Рогоффа, продемонстрував, що флуктуації обсягів випуску або зайнятості можуть бути посилені із поглибленням фінансової інтеграції. Все ж у цей період цю тезу серйозно не сприйняли, тим більше, що пізніше результати цього дослідження були доповнені висновком про наявність порогових значень, із перевищенням яких інтеграція сприяє диверсифікації ризиків та згладженню волатильності[173]. А згодом, після азійської кризи, у світовій практиці такий

[171] Buch C., Döpke J., Pierdzioch K. Financial Openness and Business Cycle Volatility. *Journal of International Money and Finance*. 2005. № 24. P. 744–765. P. 745.
[172] Sutherland, A., 1996. Financial Market Integration and Macroeconomic Volatility. *Scandinavian Journal of Economics*. 1996. Vol. 98. Is. 4. P. 39.
[173] Senay, O. The Effects of Goods and Financial Market Integration on Macroeconomic Volatility. *The Manchester School Supplement*. 1998. № 66. P. 39--61.

наочний вплив спекулятивного капіталу на розгортання кризових процесів, за винятком окремих епізодів, не спостерігався. Це також послабило підозри щодо проциклічного характеру впливу МПК на бізнес-цикли економіки.

За підсумками азійської кризи міжнародні фінансові організації та регулятори зробили ряд важливих висновків, що сприяло зменшенню ймовірності повторення таких подій. Здатність до адаптації продемонстрували і самі ринки та їх учасники. Запроваджені на національних рівнях заходів контролю над валютообмінними операціями скоротили приплив короткострокових кредитів в іноземній валюті. Внутрішні ринки валют отримали поштовх для інституційного та інструментарного розвитку завдяки запровадженню та поширенню деривативів, інструментарій хеджування ризиків став більш диверсифікованим, фінансові компанії та центральні банки засвоїли отримані уроки. Як наслідок, у першій половині 2000-х років обсяги короткострокових та спекулятивних інвестицій скоротились.

Це дало підґрунтя для нової хвилі досліджень, які переконували, що поглиблення фінансової інтеграції не викликає в економіках проциклічного руху капіталу. Навіть навпаки: С. Басу та А. Тейлор у своїх дослідженнях знайшли аргументи для того, щоб обґрунтувати позитивний вплив рівня фінансової інтеграції на згладжування шоків випуску або зайнятості після азійської кризи[174]. У такому випадку пояснення причин цієї кризи відбувалось через акцентуацію на вадах корпоративного та державного управління.

Іншим поясненням виступав низький рівень розвитку фінансових інститутів, що не досяг певного необхідного порогового значення. Дійсно, можна погодитись, що теза про те, що недотримання певних порогових рівнів по відношенню до розмірів та структурних параметрів фінансового ринку, якості фінансових установ та їх управлінських практик, відповідальності економічної політики та ефективності її інструментів щодо подолання раптових спотворень потоків капіталу призводить до підвищення рівня макроекономічної нестабільності, раціональне як теоретичне

[174] Basu S., Taylor A. Business cycles in international historical perspective. *Journal of Economic Perspective*. 1999. № 13. P. 45–68.

припущення[175]. Проте надалі виникало питання: чи виступає подолання цих порогових рівнів достатнім запобіжником?

Тривалий час дослідженням проциклічної складової МПК достатньої уваги не приділялось. Такі теоретики концепції вільного руху капіталу, як М. Обстфельд[176], Дж. Сакс та інші, досить переконливо обґрунтовували характер впливу капіталу, який може бути охарактеризований швидше як контрциклічний. При цьому їх дослідження дійсно стосувалися фундаментальних факторів: вони досліджували запозичення та споживання у зв'язку в контексті диверсифікації ризиків. Наприклад, Дж. Сакс описав модель сировинної економіки з відкритим рахунком капіталу, що акумулює резерви за рахунок продажу нафти на етапі економічного піднесення і реалізує їх у випадку скорочення ціни на нафту, тим самим підтримуючи споживання на низхідному етапі циклу[177].

Так само М. Обстфільд ґрунтовно розібрав контрциклічний вплив капіталу на різних етапах економічних циклів як на боці попиту, так і на боці пропозиції в економіці. Проте на час виходу їхніх робіт досліджуване явище у повному масштабі не проявилося і не було підстав приділяти увагу проявам короткострокових ефектів волатильних потоків великих обсягів капіталу.

Водночас дослідження, які супроводжували активну стадію лібералізації 1980-1990-х років демонстрували досить заохочувальні результати. Хоча у 1990-х роках уже з'явилося теоретичне обґрунтування потенційно можливих негативних наслідків фінансової лібералізації для країн, що розвиваються, отримали і поширення дослідження, в яких, наприклад, зв'язок між фінансовою відкритістю та волатильністю економічної динаміки заперечувався, натомість навіть стверджувалося, що вплив потоків капіталу на економічний цикл не залежить від рівня розвитку фінансової системи[178].

---

[175] Mirdala R., Svrčeková A., Semančíková J. On the Relationship between Financial Integration, Financial Liberalization and Macroeconomic Volatility. *MPRA Paper*. 2015. No. 66143. URL: https://ideas.repec.org/p/pra/mprapa/66143.html

[176] Obstfeld M. Risk-Taking, Global Diversification, and Growth. *American Economic Review.* 1994. Vol. 84. № 5. P.1310–1329.

[177] Sachs J. The Current Account and Macroeconomic Adjustment in the 1970s. *Brookings Papers on Economic Activity*. 1981. P. 201–282.

[178] Buch C., Pierdzioch C. The Integration of Imperfect Financial Markets: Implications for Business Cycle Volatility. 2003. URL: https://www.files.ethz.ch/isn/102969/kap1161.pdf

Лише напередодні кризи 2008 р., коли було більш докладно проаналізовано емпіричні дані азійської кризи та взято до уваги рівень розвитку країн, з'явився ряд досліджень, де було підтверджено взаємозв'язок рівня фінансової відкритості та волатильності бізнес-циклів. Так, К. Бух, Дж. Дьопке та ін. у своїх нових дослідженнях, сфокусованих на групі країн ОЕСР, підтвердили, з одного боку, наявність такого зв'язку, а з іншого – його залежність від рівня розвитку інституційної структури[179]. Крім того, в цьому дослідженні було зроблено цікавий висновок про зміну природи такого зв'язку протягом періоду лібералізації. Зокрема, у період 1970-х років показники фінансової відкритості не корелювали з волатильністю бізнес-циклів. Пізніше, протягом 1980-х років, визначальну, згідно з модельною оцінкою, роль у зміні бізнес-циклів відігравала динаміка монетарного, фіскального та торговельного регулювання. Але вже у 1990-х роках чітко простежується вплив фінансової відкритості на волатильність бізнес-циклів, визначеної за параметрами «де факто»[180]., Такий висновок пояснює, чому тривалий час проциклічний вплив фінансової відкритості заперечувався.

Так само у цей же час, дослідивши циклічну компоненту між потоками капіталу та монетарною і фінансовою політикою у 104 країнах у період 1960–2003 рр., Г. Камінські, К. Рейнхард та К. Вех зробили висновок, що для більшості країн ОЕСР та країн, що розвиваються, потоки капіталу є проциклічними. При цьому було доведено, що для таких країн та частково для країн із середнім рівнем доходу потоки капіталу та макроекономічний цикл підживлюють один одного[181].

Разом із тим у цей же період ряд дослідників усе ще ставив під сумнів тезу про проциклічний впливу МПК. Наприклад, Г. Гопіната заперечувала основні висновки Г. Камінскі та К. Рейнхард і висувала більш обережне твердження, що у відкритих економіках потоки капіталу можуть здійснювати проциклічний або ациклічний вплив, залежно від поведінки інвесторів, при цьому акцентуючи, увагу, що позитивні шоки виробництва виступають

---

[179] Buch C., Döpke J., Pierdzioch K. Financial Openness and Business Cycle Volatility. *Journal of International Money and Finance*. 2005. № 24. P. 744–765. P. 745.

[180] Там само. С. 762.

[181] Kaminsky G., Reinhart C., Végh C. When It Rains, It Pours: Procyclical Capital Flows and Macroeconomic Policies. *NBER Working Papers*. 2004. No.10780. URL: www.nber.org/papers/w10780

фактором припливу капіталу і тим самим підтверджуючи провідну роль цього фактора в економічному циклі[182].

Після фінансово-економічної кризи 2008 р. у науковій літературі стався помітний зсув в напрямі досліджень проциклічності МПК. Після ряду робіт було удосконалено класифікацію факторів потоків капіталу, де окремо виділялися групи циклічних та структурних драйверів[183]. До таких факторів відносять: рівень відсоткових ставок, темпи економічного зростання, глобальне сприйняття ризику. Загалом наразі формальна сторона проциклічності МПК заперечень не викликає: позитивну кореляцію потоків капіталу та динаміки ВВП протягом останніх двадцяти років підтверджено як на прикладі країн із ринками, що розвиваються (більшою мірою), так і розвинених країн.

Для країн, що розвиваються, важливе значення має робота Карли та Вінсента Рейнхардів, присвячена ідентифікації випадків раптового припливу великих обсягів капіталу, що позначилося на економічній динаміці. Такі раптові припливи отримали умовну назву «бонанза»[184]. Так автори назвали випадки значного припливу капіталу (сальдо рахунку поточних операцій перевищує 20% обсягу ВВП), проаналізованого на прикладі 181 країни протягом 1960–2007 рр.

Висновки, зроблені на підставі такого дослідження, засвідчили, що зміна таких факторів, як ціни на біржові активи, сировинні товари, а також відсоткових ставок і темпів економічного зростання у розвинених країнах здійснюють системний вплив на цикли руху МПК у напрямі країн, що розвиваються. Зниження світових відсоткових ставок провокує випадки «бонанзи» як через канали портфельних інвестицій, так і через ціни сировинних товарів. При цьому у більшості випадків «бонанзи» трапляються з країнами, що проводять фінансову лібералізацію. Перебіг

---

[182] Gopinath G. Comment: Kaminsky, Reinhart, Végh. When It Rains, It Pours: Procyclical Capital Flows and Macroeconomic Policies. *NBER Macroeconomics Annual*. 2004. URL: https://scholar.harvard.edu/files/gopinath/files/rains.pdf

[183] Koepke R. What drives capital flows to emerging markets? A survey of the empirical literature / Institute of international finance, University of Wurzburg. April 2015. 41 p. P. 23.

[184] Reinhart C., Reinhart V. From capital flow bonanza to financial crash. 2008. URL: https://voxeu.org/article/capital-inflow-bonanza-financial-crash-danger-ahead-emerging-markets

таких «бонанз» мав виключно спекулятивний характер і тривав не більше 2–4 років, після чого ставався раптовий відплив капіталу.

Таким чином, основними результатами трансмісії негативного впливу МПК за високого рівня фінансової відкритості економіки на практиці виявилися:

– волатильність та проциклічний характер руху МПК;
– сприяння реалізації ефектів натовпу та зараження;
– втрата монетарної та фінансової незалежності;
– накопичення зовнішньої заборгованості.

Перераховані наслідки у свою чергу виступають чинниками формування вагомих складових системного ризику втрати фінансової стабільності країни через накопичення та поглиблення системних дисбалансів в економіках, що розвиваються. Значною мірою вага цих дисбалансів посилюється проциклічним характером руху потоків капіталу, а реалізується у випадках їх раптових зупинок або зміни напрямів.

Системно-проциклічний характер потоків капіталу на ринках, що розвиваються, на глобальному рівні став особливо відчутним напередодні кризи 2008 р., на тлі уповільнення економічного зростання та зниження прибутковості капіталу в розвинених економіках. У цих умовах великі обсяги капіталу, сконцентровані переважно в розвинених економіках, у пошуках прибуткових напрямів почали виходити з тих ринків, що уповільнювались, і перетікали на ринки, що демонстрували ділову активність та зростання прибутковості. Таким чином відбувався подвійний негативний влив руху потоків капіталу через поширення і поглиблення економічної рецесії в економіках, що гальмували, та перегріві зростаючих ринків. Усе це від образилось на глобальному рівні.

Такий подвійний різноспрямований ефект проциклічного характеру МПК у фінансово відкритих економіках проявляється не тільки на регіональному або глобальному рівнях. Іноземний капітал також сприяє фіксації та підживленню поточного тренду і на внутрішніх ринках. Особливо слід відзначити вагомий вплив потоків капіталу на динаміку обмінного курсу країни – реципієнта капіталу. На етапі піднесення активності експортерів у країні спостерігається зміцнення національної валюти, що обмежує подальший розвиток експортної діяльності. Під впливом пожвавлення експортної діяльності та відповідного зростання економіки в країну перетікає іноземний капітал, що посилює ревальваційний тиск на національну валюту і ще більше гальмує

розвиток експорту. В таких умовах регулятори повинні протидіяти зміцненню національної валюти через монетарну та фіскальну політику, а також політику регулювання МПК, стимулюючи експорт капіталу.

І навпаки, кризові тенденції в країнах зі слабкими національними валютами зумовлюють девальвацію цих валют, що на першому етапі супроводжується гальмуванням економіки. В таких умовах іноземний капітал «прямує на вихід», що поглиблює девальваційний процес, посилює економічний спад і, водночас, позбавляє простору для маневру в межах монетарної та фіскальної політики.

Значна чутливість МПК до стадії буму та спаду чинить проциклічний вплив і на окремі сегменти фінансових ринків, підживлюючи кредитні буми та поглиблюючи банкрутства кредиторів через припинення їх рефінансування. Раптовий відплив капіталу та припинення рефінансування провокують зростання неплатежів по кредитах, посилюючи кредитну кризу, девальвацію національної валюти, раптовий розпродаж фінансових активів та нерухомості, банкрутства фінансових установ. Такий комбінований удар має тяжкі наслідки для всього фінансового сектора та економіки країни.

Приклади криз такого характеру доволі численні:

– 1982 р. – міжнародна боргова криза;
– 1992–1993 рр. – колапс Європейського обмінного механізму (ERM);
– 1994 р. – «текілова» криза у Мексіці;
– 1997 р. – Азія;
– 2000 р. – Туреччина,
– 2001 р. – Аргентина;
– 2008 р. – ГФК;
–2008 р. – Ісландія, Україна;
– 2010 р. – прояв ГФК у ЄС (Іспанії, Греції, Ірландії, Португалії);

Власне всі три основні хвилі припливу капіталу, які можна виокремити протягом періоду глобалізації 1970-2000-х роках, завершувалися потужними кризами (див. рис. 2.8).

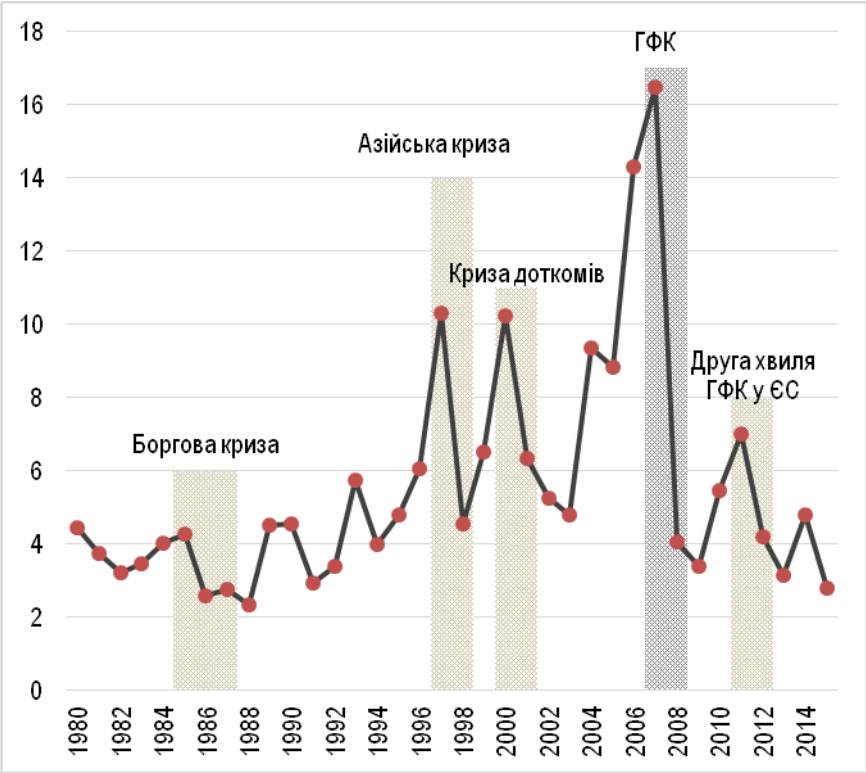


Рис. 2.8. Випадки раптового відпливу капіталу (*% світового ВВП)* та фінансові кризи

Джерело: The World Bank Open Data. URL: https://data.worldbank.org/.

– перша хвиля (експансія «нафтодоларових» інвестицій 1970–1980-ті роки) завершилась борговими кризами у Мексиці та низці країн Латинської Америки, призвівши їх до «втраченого десятиліття»;

– друга хвиля (експансія капіталів на фондові та валютні ринки країн, що розвиваються 1990–1997 рр.) завершилася втечею капіталів з Мексики, країн Латинської Америки і Східної Азії, РФ;

– третя хвиля (рекордні МПК на ринки різних країн 2003–2008 рр.) завершилася глобальною фінансовою кризою.

Окрім формальної сторони, для оцінки реального впливу фінансової відкритості на економічну динаміку доцільно більш детально розглянути природу проциклічних взаємозв'язків зазначених явищ. При цьому потрібно

підкреслити, що на макроекономічному рівні фактором проциклічності виступає реальне та очікуване зростання фінансово відкритої економіки країни, яка відчуває вплив потоків капіталу. Позитивна економічна динаміка, зумовлена реалізацією наявного потенціалу, викликає приплив іноземного капіталу, тоді як її негативний тренд викликає відплив капіталу або припинення його припливу. При цьому найбільша амплітуда проциклічного коливання МПК спостерігається саме в транзитивних економіках країн, що розвиваються та проводять фінансову лібералізацію[185].

За дослідженням МВФ градація факторів, що корелюють із волатильністю потоків капіталу в країнах із ринками, що формуються, розподіляється таким чином (у порядку зменшення ваги фактора): спреди корпоративних облігацій США (вага фактора -2,77); різниця в темпах економічного зростання між розвиненими країнами та країнами КРФ (2,4); логарифмічний вираз глобального неприйняття ризику (-1,98); розрив із випуском у США (-0,95); різниця відсоткових ставок між розвиненими країнами та КРФ (0,7) та зміна ціни на нафту (0)[186]. Незначна кореляція із зміною ціни на нафту пояснюється тим, що дослідження проводилось із короткостроковим горизонтом моделювання, тоді як ця залежність, швидше за все, проявляється із затримкою.

Наведений вище приклад підтверджує думку, що взаємодія МПК та економічних циклів за фінансової відкритості має більш складний і нелінійний характер. Згідно з останніми дослідженнями природи економічних циклів в них прийнято виокремлювати трендову та циклічну компоненти. Ряд дослідників на підставі аналізу часового характеру припливів та відпливів капіталу роблять висновок, що МПК коливаються навколо трендової компоненти, формуючи циклічну компоненту МПК у рамках більш загального економічного циклу. Характерною особливістю фінансово відкритих транзитивних економік, що розвиваються, є незбалансованість припливу та відпливу капіталу. Відіграючи залежну стосовно глобального економічного центру роль, вони потерпають від

185 Kaminsky G., Reinhart C., Vegh C. When it Rains, it Pours: Procyclical Capital Flows and Macroeconomic Policies. *NBER Working Paper.* 2004. No. 10780. 58 p. P. 21. URL: vhttp://www.nber.org/papers/w10780

186 Too slow for too long. World economic outlook / IMF. 2016. URL: https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2016/12/31/Too-Slow-for-Too-Long

торговельної та фінансової експансії розвинених країн[187]. Проявом процесів такої експансії слід вважати переважання обсягів увезеного капіталу (різних форм іноземних інвестицій) над експортованим (внутрішні інвестиції в світі). Порівняння відношення припливу та відпливу капіталу представлене на рис.2.9.

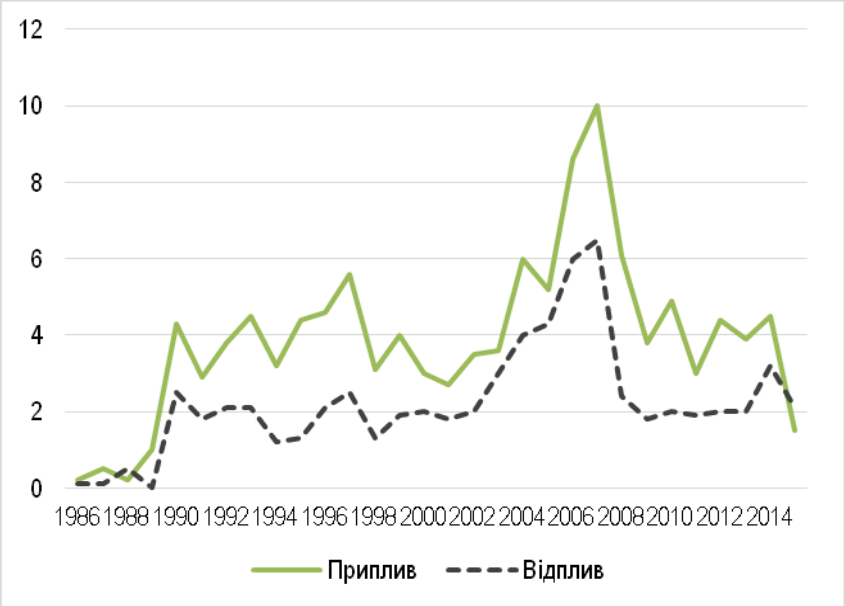


Рис. 2.9. Порівняння напрямів МПК у країнах, що розвиваються, *% ВВП*
Джерело: IMF World Economic Outlook. April 2016.

Досить добре помітно, що для економік з ринками, що розвиваються, у т.ч. транзитивних, лише в окремі періоди у першій половині 2000 р. обсяги ввезеного і вивезеного капіталу зближувались. Саме в ці періоди ці країни демонстрували прискорене зростання. І разом із тим динамка коливання МПК досить чітко демонструє прояв циклічної компоненти. Доволі відмінний, але разом із тим і більш потужний характер мають проциклічні коливання МПК у розвинених країнах (рис. 2.10).

[187] Рєзнікова Н.В. Економічна експансія в умовах становлення нового каркасу міжкраїнової взаємодії. *Актуальні проблеми міжнародних відносин*. 2012. Вип. 111. Част. ІІ. С. 90–100.

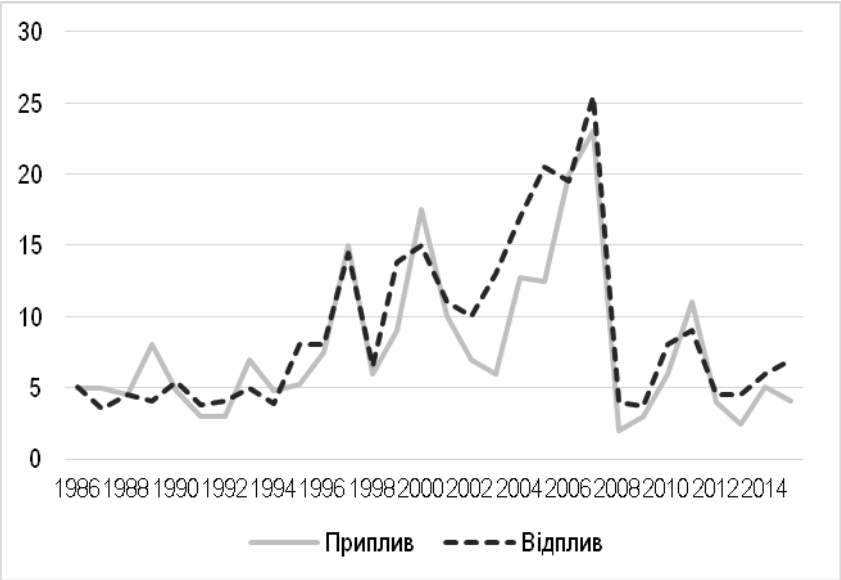


Рис. 2.10. Порівняння напрямів МПК у розвинених країнах, *% ВВП*
Джерело: IMF World Economic Outlook. April 2016.

Суттєва відмінність характеру МПК у розвинених країнах, а також виокремлення в них циклічної компоненти полягає в добре видимій збалансованості припливів і відпливів у розвинених країнах при більшій амплітуді циклів, тоді як у країнах, що розвиваються, обсяги припливу помітно перевищують відплив.

Такий характер процесу має подвійне пояснення. По-перше, економіки розвинених країн є первинною ціллю та орієнтиром для інвесторів і кожен прояв динаміки економічних циклів насамперед відбувається на ринках розвинених країн. По-друге, стан піднесення розвинені економіки закріплюють фінансовою експансією, закріплюючи її експортом капіталу. Це природно супроводжується зниженням відсоткових ставок і, як наслідок, відпливом іноземного капіталу із розвинених країн, а згодом і гальмуванням економічної динаміки. Такий подвійний зміст проциклічного коливання МПК у різних видах економік підштовхує до формулювання доцільності визначення фінансової відкритості як управляючого елементу макроекономічної політики в рамках макропруденційного регулювання.

Також, як видно із наведених рисунків, динаміка МПК у частині припливів є проциклічною, а після фінансової кризи 2008 р. помітно

проциклічною стала і динаміка відпливу капіталу. Серед іншого це пояснюється зростанням обсягів портфельних інвестицій та боргового фінансування напередодні кризи, а також структурною специфікою алокації іноземного капіталу. До середини 1990-х років обмежений прояв проциклічності відпливу МПК давав підстави розраховувати на ациклічну поведінку МПК у межах економічного циклу. Проте після кризи 2008 р. роль МПК як проциклічного фактора суттєво підвищилась, особливо в частині припливів.

Таким чином, на нинішньому етапі роль МПК в економічному циклі фінансово відкритих економік помітно відрізняється від докризового періоду. Якщо в попередні періоди дійсно були підстави розглядати МПК спочатку як ациклічну, а згодом як циклічну компоненту стосовно трендової компоненти в економічному циклі, то з початку 2000-х років роль МПК у формуванні економічного циклу посилилась і змістилась у сферу формування трендів. При цьому МПК тепер, як правило, відіграють роль не тимчасового, а перманентного фактора, формуючи свою компоненту «нової нормальності».

В умовах «нової нормальності» величезні обсяги вільного капіталу, емітовані до та під час кризи 2008 р., орієнтовані у напрямі від розвинених ринків із безпрецедентно низькими ставками до ринків транзитивних економік країн, що розвиваються і де діють значно вищі ставки. Певним чином їх стримує невизначеність та враження високої ризикованості окремих країн із ринками такого типу. Водночас ряд країн, які зберегли промислову базу економіки, продемонстрували у період світової кризи задовільну стійкість та темпи економічного зростання. В таких умовах протягом 2010-2011 рр. вільний капітал почав зростаючими обсягами надходити на ринки таких країн.

Уже на початку 2011 р. фахівці МВФ у своєму звіті «Перспективи зростання світової економіки на 2011 р.» зазначили, що після кризового обвалу чисті потоки капіталу у країни з ринками, що формуються, відновилися за дивовижно короткий проміжок часу завдяки низьким ставкам та позитивній динаміці у сприйнятті ризиків. При цьому збільшення обсягів припливу капіталу у країни з ринками транзитивного типу вражало своїми темпами, але не загальним рівнем. Таким чином, є підстави стверджувати, що за останні 30 років МПК стали більш волатильними і проциклічними.

На посткризовому етапі фактор волатильності в характері МПК посилився за рахунок того, що їх рух до країн із ринками, що розвиваються,

переважно формують портфельні інвестиції. Цьому посприяла орієнтація інвесторів на контрольні індекси. Протягом останніх 10 років обсяг фондів, які прив'язані до контрольних індексів країн із ринками, що формуються, збільшився у 4 рази і на початок 2019 р. сягнув 800 млрд дол. США. За останніми даними, контрольні індекси впливають на 70% розподілу інвестфондами потоків між країнами[188]. Така залежність відображає поглиблення зв'язку МПК та економічного циклу і тим самим посилює їх проциклічність.

Окрім загального макроекономічного взаємозв'язку МПК з економічною динамікою, проциклічний характер МПК реалізується через низку окремих напрямів: боргову динаміку, банківський ринок, ринок капіталів та інші сегменти фінансових ринків. Особливу роль МПК відіграють у формуванні надмірної заборгованості в публічному та приватному секторах економіки. Саме привабливі відсоткові ставки за надійними державними цінними паперами приваблюють іноземний капітал у першу чергу.

Нагромадження зовнішнього боргу у період підвищення глобальної фінансової відкритості відбувалось як у державному, так і в корпоративному сегментах. Проте, якщо на початковому етапі глобалізаційної хвилі 1980-х років розподіл МПК відбувався на користь державного запозичення, то згодом на перше місце серед позичальників вийшов корпоративний сектор. При цьому вплив фінансової відкритості у період економічної стагнації зумовлює накопичення боргового навантаження в сегменті органів державного управління і, таким чином, збільшення зовнішнього боргу суттєво перевищує темпи іноземного інвестування національної економіки в періоди подолання кризових наслідків.

Так, приріст державного боргу України в посткризовий період 2009–2010 рр. приблизно на 20% перевищував приплив ПІІ. Зокрема, на органи державного управління припадало боргу в 26,78 млрд дол. США, на банки – 28,2 млрд дол. США, на нефінансові підприємства – 68,54 млрд дол. США. Слід зазначити, що переважання боргового запозичення над ПІІ є характерною особливістю розвитку багатьох трансформаційних

[188] Доповідь з питань глобальної фінансової стабільності / МВФ. Квітень 2019. URL: https://www.imf.org/ru/Publications/GFSR/Issues/2019/03/27/Global-Financial-Stability-Report-April-2019

економік[189]. При цьому вагому частку – до 40% – МПК становили запозичення, залучені органами державної влади (див. рис. 2.11).

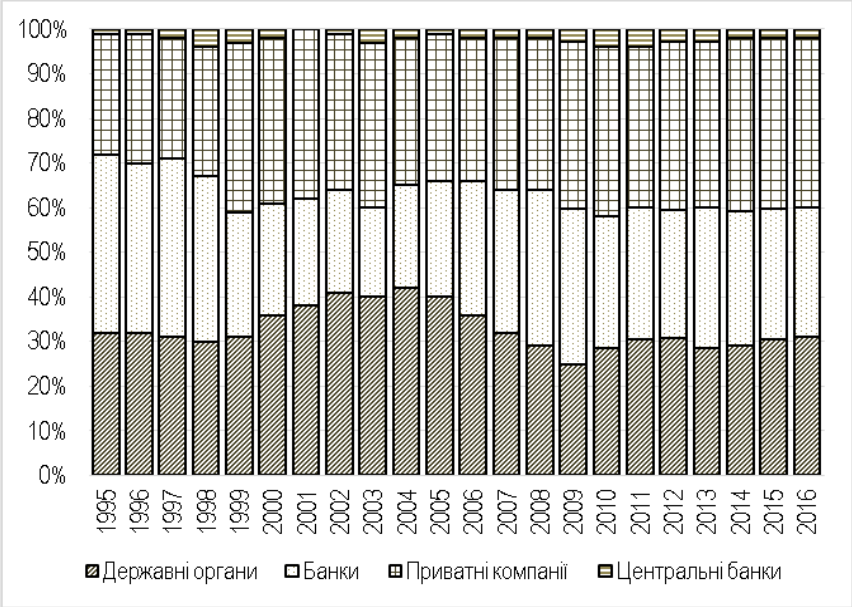


Рис. 2.11. Композиція зовнішнього боргу в країнах, що розвиваються

Джерело: статистичні дані The World Bank Open Data. URL: https://data.worldbank.org/

Такий розподіл ПМК також підтверджує особливості припливу МПК у країни з недорозвиненими фінансовими ринками. Переважання компоненти державного боргу у МПК країн, що розвиваються, підтверджують і узагальнені статистичні дані структури зовнішньої заборгованості. Так, більшість МПК спрямовуються саме на фінансування зовнішнього боргу. Слід відзначити, що протягом 1970–1980-х років по всьому світу головними бенефіціарами виступали державні органи та установи – понад 50% МПК припадало саме на них. Починаючи з 1990-х років інвестори переорієнтувалися на сектор приватних корпорацій, частка яких збільшилась до 36%, зросли частки й іноземних інвестицій, проте половина МПК на ринки країн, що розвиваються, все ще фінансує зовнішній борг. Це,

[189] Шпенюк О.Є. Управління державним боргом в умовах посилення зовнішніх ризиків. *Економіка і прогнозування*. 2013. № 1. С. 41–53. С. 45.

у свою чергу, також посилило проциклічний вплив міжнародних потоків капіталу.

Для порівняння, в композиції зовнішнього боргу в країнах із розвиненими ринками переважають запозичення фінансового сектора та приватних компаній (див. рис. 2.12).

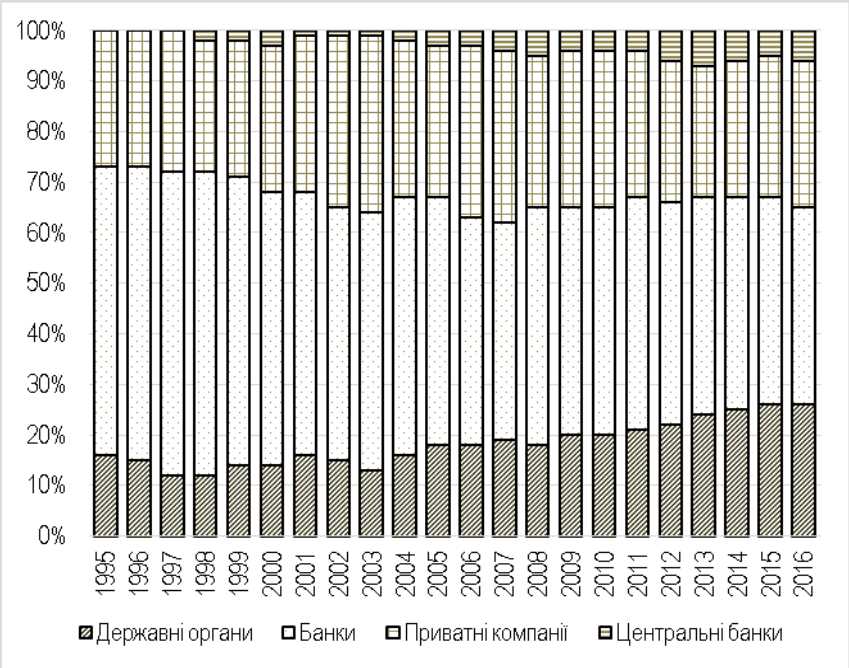


Рис. 2.12. Композиція зовнішнього боргу в розвинених країнах

Джерело: статистичні дані The World Bank Open Data. URL: https://data.worldbank.org/.

Слід відзначити, що причина того, що потенціал зовнішнього фінансування для країн із транзитивними економіками концентрується в найбільш надійних фінансових інструментах (державних облігаціях та облігаціях великих національних підприємств), теоретично є цілком логічною, оскільки саме держава та великі національні підприємства в таких країнах генерують найбільш надійні та високоприбуткові фінансові інструменти за рахунок монопольних позицій. У країнах із транзитивними економіками до прибуткових національних підприємств переважно відносяться великі підприємства – монополісти добувної галузі,

енергетично-паливного сектора або великі фінансові компанії з високими інвестиційними рейтингами. Це призводить як до зростання заборгованості економіки країни, так і фіксації дисбалансів, що склались в реальному та фінансовому секторах економіки. Підсумовуючи, зазначені канали впливу МПК на проциклічне фінансування чинників системної нестабільності можна узагальнити таким чином (рис. 2.13).

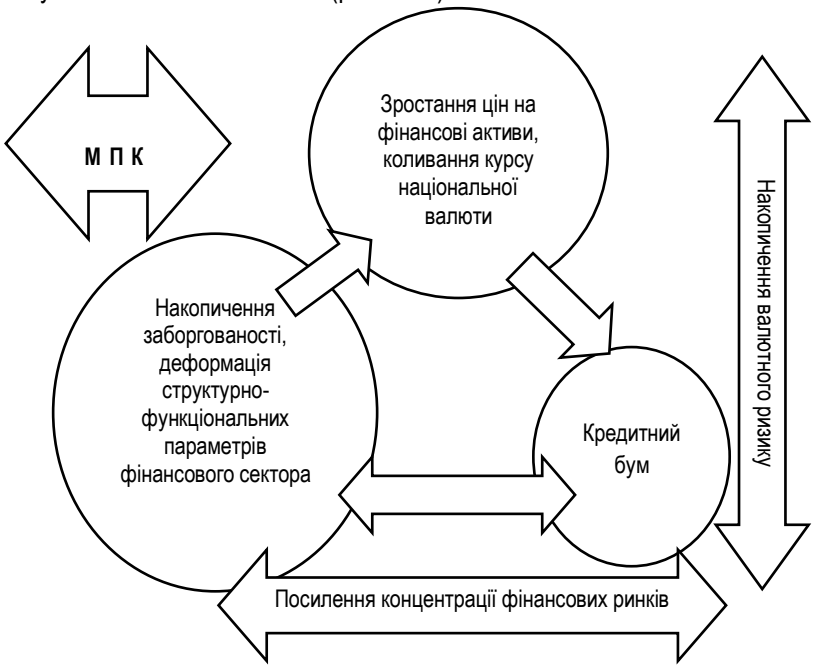


Рис. 2.13. Канали нагромадження чинників системного ризику фінансової нестабільності, що реалізують МПК

Джерело: складено автором за[190].

Ще одним фактором продукування високого рівня боргу є ПІІ. ПІІ складаються з власного капіталу (акцій, нерозподіленого прибутку та інших резервів капіталу) та боргу (довгострокових та короткострокових позик та кредитів постачальників) від пов'язаних підприємств. Як правило, прийнято

[190] Increasing Resilience to Large and Volatile Capital Flows: the Role of Macroprudential Policies. *IMF Policy Paper*. 2017. URL: https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2017/07/05/pp060217-increasing-resilience-to-large-and-volatile-capital-flows

вважати, що ПІІ в основному є власним капіталом і, отже, стабільним джерелом іноземного фінансування. Саме тому види економічної політики транзитивних країн, що розвиваються, орієнтовані на приваблення ПІІ. Однак, якщо розглядати докладніше, виявляється, що самі інвестори в акціонерний капітал насправді фінансують свої інвестиції за рахунок іноземних кредитів (тобто проєкти, що фінансуються власним капіталом, насправді використовують боргове фінансування). Це, у свою чергу, перетворює країни, що залежать від ПІІ, на набагато вразливіші до економічної волатильності та потенційної боргової кризи[191].

Окрім зовнішнього боргу, зростання МПК у країну стимулює і приріст внутрішнього кредиту. Про наявність позитивного зв'язку обсягів МПК, зовнішнього боргу та внутрішнього кредиту свідчить уже низка наукових досліджень[192]. Негативний вплив фінансової відкритості – як чинника трансмісії МПК на ринок споживчого кредитування і нерухомості – наразі найбільш наочно втілює накопичення системного ризику фінансової нестабільності, на яку звертає увагу велика частка наукових досліджень.

Надмірне фінансування цих ринкових сегментів в умовах фінансової відкритості є типовим наслідком фінансової відкритості для транзитивної економіки, що втрачає темпи позитивної економічної динаміки без досягнення структурного перетворення. В транзитивних економіках ринки споживчого кредитування і нерухомості є доволі високоприбутковими за умови підживлення їх зовнішніми фінансовими ресурсами. Ця особливість часто призводить до їх перегріву.

Моніторинг ознак перегріву ринку споживчого кредитування та ідентифікації впливу на нього іноземного капіталу слід визнати важливою складовою раціональної оцінки впливу поточного стану фінансової відкритості країни. Для оцінки ролі іноземного капіталу у фінансуванні кредитного буму доцільно порівняти динаміку фінансової відкритості та

---

[191] Bhinda N. and Martin M. Private Capital Flows to Low Income Countries: Dealing with Boom and Bust, Debt Relief International. London, 2009,

[192] Furceri D., Guichard S., Rusticelli E. The Effect of Episodes of Large Capital Inflows on Domestic Credit. *North American Journal of Economics and Finance. 2012.* № 23 (3). P. 325;

Lane P., McQuade P. Domestic Credit Growth and International Capital Flows. *Scandinavian Journal of Economics*. 2014. № 116 (1). P. 218;

Igan D., Tan Z. Capital Inflows, Credit Growth, and Financial Systems. *IMF Working Paper.* 2015. No.15/193.

показника відношення обсягів банківських кредитів до ВВП (відомий як Credit-to-GDP). Такий аналіз дозволяє визначити характер бізнес-циклу та слугує індикатором раннього попередження початку фінансової кризи. Разом із тим таке моделювання також дає змогу оцінити ефективність фінансового сектора з точки зору адекватності задоволення кредитних потреб економічних суб'єктів[193].

Ідеальним вважається відсутність розриву (Gap) між наявним показником співвідношення "Credit-to-GDP" та відповідним показником лінії тренду. А перевищення показника наявного співвідношення Credit-to-GDP над відповідним показником лінії тренду (тобто позитивний Gap) свідчить про задоволення кредитними установами надмірного попиту економічних суб'єктів на кредити, який навряд чи буде компенсовано наступним зростанням реального виробництва. В такому випадку фінансова відкритість є небажаною, оскільки може забезпечувати ринок кредитування додатковими ресурсами.

І, навпаки, негативний показник розриву свідчить про незадоволений попит на кредити, тобто про те, що є певний резерв для забезпечення економічного зростання шляхом розширення кредитної підтримки споживчого попиту та інвестицій. У цьому випадку фінансова відкритість може позитивно вплинути на поглиблення фінансового забезпечення кредитного ринку.

Окрім загальноприйнятого значення цього показника як індикатора боргового навантаження в економіці (або «кредитомісткості ВВП»), його динаміка та порівняння із потенційними значеннями, а також зіставлення із рухом МПК відображає роль фінансової відкритості у забезпеченні економічного зростання та формуванні кредитного буму.

Зазвичай на статистичний вимір цього показника впливає цілий ряд специфічних особливостей, а він власне лише обмежено характеризує ефективність фінансового сектора. Проте в цьому випадку більш показовою є його динаміка. За нею можна оцінити зміну ролі кредитного ринку в підтримці економічного зростання або формування загрози фінансової нестабільності внаслідок посилення цінових дисбалансів. Для цього потрібно проаналізувати динаміку Credit-to-GDP у співвідношенні з унормованою лінією тренду економічного або фінансового циклу. Щоб

[193] Бублик Є. Структурно-функціональна деформація фінансового сектора в економіці України. *Економіка і прогнозування*. 2018. № 2. С. 48–61.

виокремити лінію тренду за цим показником, як правило, використовується фільтр Ходріка – Прескотта. Отриманий показник відображає наявність або відсутність ознак перегріву кредитного ринку.

Інтерпретація відповідного показника за цією методикою помітно відрізняється від описаної у попередньому підрозділі. Якщо раніше метою було ідентифікувати позитивний вплив фінансової відкритості на функціональний розвиток фінансового сектора, то в цьому випадку бажаним є слабкий вплив фінансової відкритості на фінансування кредитного буму. Таким чином, оптимальною буде динаміка показника у

Водночас переважання зовнішнього фінансування державного, корпоративного боргу, а також іноземне фінансування споживчого кредитування видається нераціональним з огляду на наявність внутрішнього інвестиційного ресурсу у вигляді заощаджень, вилучених із банківської системи під час останньої кризи. Звичайно, ставки за внутрішніми ресурсами значно перевищують такі на міжнародних ринках, проте ризик обмеження можливостей пролонгації зовнішніх запозичень або вплив девальвації значно перевищують різницю у витратах. До того ж обслуговування внутрішнього боргу є своєрідною формою бюджетної експансії, оскільки резиденти отримують додатковий дохід. Тому одним із першочергових кроків держави на шляху до початку фінансової лібералізації в транзитивних економіках повинні стати заходи із повернення заощаджень приватного сектора у систему фінансових ринків.

Таким чином, проциклічний вплив притаманний МПК в умовах нерегульованої фінансової лібералізації. Він реалізується за каналами накопичення зовнішньої заборгованості, посилення структурно-функціональної деформації фінансового сектора, підтримки зростання цін на фінансові активи, провокування кредитного буму та коливання курсу національної валюти. Проциклічність впливу МПК за зазначеними каналами зумовлює формування чинників накопичення системного ризику фінансової нестабільності. Відтак, з огляду на ризики нерегульованих МПК і потребу вирішення проблеми згладжування економічних циклів та запобігання чинникам накопичення системного ризику фінансової нестабільності, логічним є висновок про доцільність визначення фінансової відкритості як елементу макроекономічної політики в рамках системи інструментів макропруденційного регулювання.

РОЗДІЛ III

ОСОБЛИВОСТІ ЕКОНОМІЧНОГО РОЗВИТКУ ТРАНЗИТИВНИХ ЕКОНОМІК В УМОВАХ ФІНАНСОВОЇ ВІДКРИТОСТІ

Наприкінці XX ст. специфіку формування фінансової відкритості різних груп країн суттєвим чином визначав екзогенний чинник глобалізаційного процесу. Для розвинених країн рух до фінансової відкритості в рамках глобалізаційного процесу задовольняв потребу в розширенні ринків збуту та економічного впливу на країни економічної периферії. Для країн, що розвиваються, цей процес відповідав бажанню зміцнити економічні та політичні зв'язки із розвиненими країнами, долучитися до світових фінансових ринків, розширити ресурсну базу та убезпечити приватний капітал у надійних юрисдикціях. В особливостях формування фінансової відкритості в умовах дії екзогенного чинника в групі країн Центральної та Східної Європи з економіками транзитивного типу було втілено всі зазначені вище риси: прискорення руху до фінансової відкритості в рамках інтеграційного об'єднання, швидкий доступ до великих обсягів фінансових ресурсів та поширення явища втечі капіталу. Компаративний аналіз руху транзитивних країн до фінансової відкритості представляє науковий інтерес як релевантної порівняльної бази для об'єктивної оцінки стану фінансової відкритості в Україні та формування концептуальних засад запровадження політики регулювання потоків капіталів.

3.1. Регіонально-інтеграційний чинник формування фінансової відкритості в країнах Центрально-Східної Європи

На шляху до фінансової відкритості наприкінці XX – початку XXI ст. визначальний вплив відіграло утворення різних економічних союзів та інтеграційних об'єднань, у одному регіоні, умовою приєднання до яких, як правило, виступала фінансова лібералізація. Фактор регіональної інтеграції активізувався наприкінці XX ст. Перспективи розвитку глобальних економічних зв'язків саме через регіональні інтеграційні об'єднання відзначаються досить вагомими перевагами. Так, Річард фон Аппен, голова Бізнес-ради Азійсько-Тихоокеанського економічного співробітництва (АТЕС), відзначив, що поглиблення регіональної економічної інтеграції в Азійсько-Тихоокеанському регіоні є критично

важливим напрямом економічної політики. При цьому подальший розвиток світових економічних відносин у рамках співпраці із СОТ матиме найбільші перспективи саме за умови підтримки у ній Азійсько-Тихоокеанської спільноти і тільки таким чином можна буде досягнути реальної та всеохоплюючої зони вільної торгівлі у регіоні[194].

Вдалим прикладом інтенсивної фінансової інтеграції також слугує поглиблення фінансових зав'язків між країнами Перської затоки[195]. В результаті роботи Ради співробітництва арабських держав Перської затоки (РСАДПЗ) у рамках відповідної Хартії потоки портфельних інвестицій у регіоні зросли з 4,5 млрд дол.. США у 1980 р. до 483,7 млрд дол.. США у 2010 р. Обсяг лише ПІІ збільшився з 1,2 млрд дол. США до 162,6 млрд дол. США, а загальна вартість зовнішніх активів виросла з 238 млрд дол. США до 2,4 тлрн дол. США[196]. І хоча в цьому прикладі йдеться про країни, багаті на нафту, проте передумови такого стрімкого прогресу слід шукати й у продуктивній співпраці у межах регіону.

Серед різноманіття специфічних країн для України достатньо репрезентативним є досвід групи країн Центральної та Східної Європи (ЦСЄ), які здійснили перехід від планово-адміністративних до ринкових засад господарювання. До неї відносяться як країни, що увійшли до ЄС, так і країни, які прагнуть до цього. Мотиви, перебіг та наслідки переходу до фінансової відкритості цієї групи країн є досить подібними і релевантно відображають проблеми переходу до фінансової відкритості та її наслідки для малих сировинних економік, до яких належить і Україна.

Дію регіонального фактора при поширенні потоків капіталу підтверджує і послідовна ланцюгова реакція ринків цілого регіону на прояви криз: Латинської Америки (1994–1995 рр.), Південно-Східної Азії (1997 р.), ЄС (2008–2009 рр.). Тоді раптові зупинки та розвороти капіталу позначались на всьому регіоні, оскільки напередодні криз капітал заходив в окремі країни, а

---

[194] Виступ Голови АВАС у Джакарті, квітень 2019 р. / офіц. сайт АВАС. URL: https://www.apec.org/Press/News-Releases/2019/0426_ABAC

[195] Бахрейн, Катар, Кувейт, ОАЕ, Оман та Саудівська Аравія у 1981 р. заснували Раду співробітництва арабських держав Перської затоки, в основу якої покладено координацію, співробітництво, та інтеграцію за всіма основними соціально-економічними та культурними напрямами.

[196] Alotaibi R., Mishra A. Determinants of financial integration of GCC Markets. Emerging Markets and the Global Economy / M.E.H. Arouri, S. Boubaker, & D. K. Nguyen (Eds.). P. 749–771. URL: https://kundoc.com/pdf-determinants-of-international-financial-integration-of-gcc-markets-.html

згодом поширювався на всі країни регіону, визначаючи свій рух у подальшому ринковими очікуваннями[197].

Слід відзначити, що хоча дослідженням впливу фінансової інтеграції, відкритості та глобалізації присвячено доволі багато наукових досліджень, проте у більшості з них, як правило, аналізуються дані на світовому рівні або за групуванням розвинених країн і таких, що розвиваються, тоді як аналізу груп країн, подібних за рівнем та умовами економічного розвитку, приділяється вкрай мало уваги. З цієї причини із фокусу аналізу випадають важливі специфічні особливості, притаманні певним групам країн, такі як рівень розвитку ринкових інститутів, культурної спорідненості та усталених економічних зв'язків, які відіграють визначальну роль у економічному зростанні, зокрема у процесі фінансової лібералізації, через певну зумовленість напрямів МПК. Неврахування цих особливостей у наукових дослідженнях може суттєво ускладнити об'єктивну інтерпретацію отриманих емпіричних результатів.

Для групи трансформаційних економік ЦСЄ вагомий вплив на запровадження фінансової відкритості протягом активного періоду глобалізації, серед інших, чинили два фактори – регіональний та інтеграційний. Зміст регіонального фактора полягає в тому, що, хоча лібералізація і передбачає фінансову відкритість у глобальному вимірі, більш активно рух капіталу починає відбуватись спочатку в межах певного регіону, об'єднаного спільними культурно-господарськими традиціями. Так, добре помітне тяжіння до регіону Східної Європи капіталу країн, що входять до групи пострадянських країн, або колись входили до СРСР та РЕВ.

Наприклад, помітним є розповсюдження капіталу України, Білорусі, Молдови, Грузії, країн Прибалтики, Казахстану тощо. Так само на ринках країн Східної Європи традиційно поширені інвестори центральноєвропейських країн. Окремо слід відзначити ряд країн, що виступають для регіону своєрідними офшорами та фінансовими «хабами». Для Східної Європи – це Кіпр, Латвія, Австрія та Нідерланди. Іноземні інвестиції, які надходять у регіон із цих країн, переважно представляють реінвестований капітал його же резидентів.

Проте, для першого періоду економічної та політичної трансформації постсоціалістичних країн регіону характерною була орієнтована на Захід

[197] The World *Development Report* 1999/*2000:* Entering the 21st Century / World Bank. 1999. 290 p. P. 68. URL: https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/5982

фінансова відкритість, зумовлена переважно тим фактором, що в країнах Західної Європи, на відміну від Східної, зберігалися значні обсяги вільного інвестиційного капіталу. Як наслідок, протягом 1990-х років країни ЦСЄ відігравали роль реципієнта вільного капіталу Австрії, Бельгії, Греції, Німеччини, Нідерландів та США. Пунктом призначення капіталів із цих країн насамперед ставали банківські ринки країн ЦСЄ. Поточні структурні характеристики банківських ринків країн ЦСЄ є прямим наслідком попередньої приватизації національних банківських систем, залучення іноземних стратегічних інвесторів та ринкових угод за участі великих західноєвропейських банків.[198]

Другим вагомим фактором, що істотно вплинув на характер фінансової лібералізації в регіоні, є фактор інтеграційний. Його дію визначає бажання країни приєднатись до економічного співтовариства, отримавши доступ до спільного ринку. Саме перспектива входу до об'єднання ЄС зумовила одномоментний, прискорений рух до фінансової відкритості, а також її певний позитивний вплив для більшості країн Східної Європи, що набули членства в ЄС протягом 2000-х років: Польщі, Угорщини, Румунії, Чехії, Болгарії, Хорватії, країн Прибалтики. Бажання повторити шлях цих країн Східної Європи, а також активізація руху потоків капіталу на тлі процесу інтеграції цих країн прискорили рух до фінансової відкритості й інших країн регіону: України, Молдови, Грузії, Вірменії, Туреччини, Сербії, РФ.

Можна також виокремити ще низку спільних факторів, що визначили процес фінансової лібералізації цього регіону. Зокрема, це виникнення майже одночасної потреби у проведенні приватизації державних підприємств після переходу до ринкових систем господарювання, а також фактор збереження в багатьох країнах цього регіону власних національних валют, навіть попри входження до ЄС. До Єврозони з регіону увійшли переважно країни, які змогли через фінансову відкритість реалізувати вже сформований до того часу потенціал країн – фінансових центрів.

Взявши за індикативну групу країни з транзитивними економіками Східної Європи та виокремивши серед них країни з низьким рівнем доходу, перевіримо справедливість наших теоретичних тверджень, дослідивши зміну функціональності фінансових ринків цих країн у активному періоді фінансової лібералізації, припливу капіталу та при запровадженні

[198] Karkowska R., Pawlowska M. The concentration and bank stability in Central and Eastern European countries. *NBP*. 2017. № WP 272.

фінансової відкритості. Спільною рисою індикативної групи є домінування банківської моделі ринку. Відповідно банківський ринок відносно репрезентативно відображає динаміку розвитку фінансового сектора в цих країнах.

Перший етап руху до фінансової лібералізації для зазначених країн розпочався на початку 1990-х років, коли вони реформували національне законодавство в напрямі спрощення торговельних, фінансових та валютних операцій на внутрішньому ринку. Було створено можливості для залучення в країни іноземних інвестицій з метою реалізації процесу приватизації. Це позначилось на показниках фінансової відкритості економік цих країн і було відзначено у звітах МВФ.

Разом із тим рахунки операцій з капіталом та фінансовий рахунок платіжного балансу цих країн залишалися відносно закритими. Ці обмеження переважно стосувались відпливу капіталу, оскільки на тому етапі країни насамперед потерпали саме від нього.

Другий етап фінансової лібералізації почався в регіоні із рухом багатьох його країн до членства в МВФ, ЄС, СОТ, ОЕСР тощо, тобто під впливом інтеграційного фактора. Частина країн мала реальні перспективи швидкого вступу до ЄС, і, розраховуючи на це, у другій половині 1990-х років ці країни активізували заходи зі зняття обмежень на рух капіталу та фінансові операції. Дані щодо етапів інтеграційного процесу країн ЦСЄ наведено у Додатку Б.

Інтеграційний фактор мав особливий вплив на такі країни, як Чехія, Польща, Угорщина, країни Балтії, оскільки вони одними з перших, з огляду на перспективи євроінтеграції, після підписання угод про асоціацію пішли шляхом лібералізації як торгівлі, так і фінансової сфери. Так само вагомим фактором стало приєднання цих країн до ОЕСР, СОТ, співпраці з МВФ. Вступ до цих організації також вимагав проведення лібералізації.

Досвід лібералізації в цих країнах виявився дещо відмінним. У той час, Угорщина, Чехія та країни Балтії пішли шляхом прискореної одномоментної лібералізації, Польща здійснювала цей рух поступово. Активні періоди руху до фінансової відкритості у країнах ЦСЄ в умовах трансформаційних процесів відбувались впродовж 1994–1997 рр., коли, як зазначалося вище, країни стали на шлях інтеграції в ЄС та світові економічні організації й у період 1999–2007 рр., коли більшість зазначених країн, вступаючи до ЄС, у швидкому темпі знімали обмеження на рух капіталу.

Найвищого ступеня фінансової відкритості серед країн ЦСЄ сягнули країни Балтії – після того, як запровадили європейську валюту. Цьому сприяло також те, що ці країни напівсвідомо перебрали на себе роль фінансових «хабів», переправляючи МПК між СНД, ЄС та європейськими офшорами (Кіпром, Нідерландами, Австрією, Швейцарією). Це дало цим країнам певні переваги у період зростання обсягів МПК до початку глобальної фінансової кризи. Проте згодом це ж негативно позначилось на їх економічному зростанні. Після ряду вимог щодо посилення моніторингу за такими потоками капіталу і потреби зміцнення національних фінансових систем, країнам Балтії довелося вдатись до відходу від економічного розвитку на основі моделі фінансового «хабу».

Певну роль чинника регіональної інтеграції ЦСЄ, як і України відіграла і набута у процесі трансформації модель залежного капіталізму, що також обумовила прискорений рух до фінансової відкритості. Цікаво відзначити, що до останнього часу низка дослідників вважала таку модель розвитку перспективною перевагою[199].

Важливим елементом процесу фінансової інтеграції країн ЦСЄ, що може також бути охарактеризований, як елемент екзогенізації моделі економічного розвитку[200] цих країн, слід визнати експансію іноземного капіталу в національні банківські системи. Оскільки традиційно для Європи банківські системи країн формують головну частину їх фінансового сектора, домінування іноземного капіталу в структурі фінансових ринків країни помітним чином визначало джерела та пропозицію фінансових ресурсів кредиторів, обсяги і напрями кредитної підтримки економічного розвитку, дієвість політики регуляторів. Обмеження регуляторного впливу національних регуляторів на характеристики розвитку фінансових ринків відобразило прояв одного з вагомих контрпродуктивних ефектів фінансової відкритості – втрату монетарної незалежності.

Приплив іноземного капіталу в найбільш промислово розвинені країни ЦСЄ (Чехію, Угорщину, Польщу)мав два характерні етапи. На першому,

---

[199] Hall P., Soskice D. An Introduction to Varieties of Capitalism. *Varieties of Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage* / P. Hall, D. Soskice (eds.). Oxford: Oxford University Press, 2001. URL: https://scholar.harvard.edu/hall/publications/varieties-capitalism-institutional-foundations-comparative-advantage

[200] Геєць В. М., Скрипниченко М. І. Від екзогенно залежної до ендогенно орієнтованої стратегії розвитку економіки. *Економіка і прогнозування*. 2003. №. 1. С. 34–46.

який припадав на 1990-ті роки, іноземні інвестиції були спрямовані у промислові підприємства. Наприклад, в Угорщині першими великими інвесторами були General Motors, General Electric, Volkswagen Audi, US West international, Suzuki. Тобто найбільшими інвесторами цього періоду виступали великі промислові підприємства[201]. У середині 2000-х років, після вступу цих країн до ЄС, більшою мірою активізувався приплив капіталу фінансових груп та банків.

В цих умовах частка іноземного капіталу в банківських системах збільшилась з 20% у 1995 році до 65% у 2007 році. В ряді країн, зокрема Чехії та країнах Прибалтики частка іноземних банків у кредитах, наданих в економіку у 2014 році, становила 85–90%. Водночас, цікаво відзначити, що у Польщі, Угорщині та Словенії, одних з найбільш успішних країн ЦСЄ, частка іноземних банків в кредитах помітно менша: 62, 58 та 30% відповідно[202]. Після 2015 року Польща, як і Угорщина, проводить політику обмеження присудності іноземного капіталу на внутрішньому банківському ринку.

Після розгортання боргової кризи в країнах ЄС (2012 рік) та суттєвого обмеження кредитної підтримки банками національних виробників, уряди країн Польщі, Угорщини. Чехії прикладають зусилля, спонукаючи іноземні банки видавати кредити національним підприємствам, які врешті-решт поступово втілюються у політику витіснення іноземного капіталу з внутрішнього банківського ринку. Так, в Угорщині уряд реалізовує політику, що спрямована на підтримку національних виробників, обмеження ролі іноземного капіталу в певних галузях економіки та підвищення податкового обтяження на сектори де переважають іноземні інвестори[203].

Негативним проявом припливу МПК у групу країн ЦСЄ із трансформаційними економіками стала ціла низка банківських криз, яких зазнали ці країни. Найсильніше від них постраждала банківська система Болгарії (у 1996–1997 рр.), після чого у країні було запроваджено фіксований режим валютного курсу («валютна рада»). Банківські кризи

---

[201] Голубева В. И. Влияние иностранного капитала на реальный сектор экономики в ряде стран Центральной и Восточной Европы. *Проблемы прогнозирования*. 2000. №. 3. С. 148

[202] Arakelyan M. Foreign banks and credit dynamics in CESEE / IMF. 2018. WP18/3.

[203] Byrne A., Shubber K. Hungary threatens foreign companies in tax dispute. *Financial Times.* 19 July 2015. URL: https://www.ft.com/content/b86018ca-2c7d-11e5-acfb-cbd2e1c81cca

сталися й у Чехії (1995 р.), Естонії (1998 р.), Латвії (1996 р.), Угорщині (1993 р.), Румунії (1998 р.) і в решті країн ЦСЄ. Схема перебігу таких криз була доволі типовою. На фоні суттєвого пожвавлення економічного зростання та припливу іноземного капіталу зростало споживання імпортної продукції, а також фінансування (у т.ч. і за підтримки іноземного капіталу) споживчих або іпотечних кредитів у іноземній валюті. Потім – девальвація і масові дефолти позичальників, банкрутства банків[204]. Особливий попит на іпотечні кредити були зумовлені відносно низьким рівнем забезпеченості населення міст країн ЦСЄ житлом[205].

Після цього тривалий час у країнах ЦСЄ спостерігалися лише обережні виважені кроки до фінансової відкритості або їх не було взагалі. Так, Польща залишила більшість обмежень на рух МПК навіть в умовах вступу до ЄС. Більше того, для порятунку власної промисловості Чехія та Польща запровадили протекційні заходи й у сфері торгівлі. Чехія і Польща поновили фінансову лібералізацію ближче до середини 2000 р., але рівень фінансової відкритості Польщі залишається на відносно низькому рівні й досі.

Цьому посприяла друга кредитна криза, що спіткала низку країн ЦСЄ у 2015 р. В цей період на фоні розгортання політики кількісного пом'якшення у США та ЄС, прискорився приплив МПК в країни, що розвиваються, зокрема і ЦСЄ. Як і раніше популярності набуло споживче кредитування в іноземній валюті. На цей разу у швейцарському франку. Особливо активно обсяги таких кредитів зростали у Румунії, Угорщині та Польщі. 15 січня 2015 року Національний банк Швейцарії скасував встановлений з 2011 року максимум у 1,2 швейцарського франка за євро, що у перший же день призвело до ревальвації швейцарського франку на 39%.[206] До валют Угорщини, Хорватії, Румунії, Чехії та Польщі, позичальники цих країн

---

[204] Suoza L. Financial Liberalization and Business Cycles: The Experience of Future EU Member States in the Baltics and Central Eastern Europe / IfW. 2004. 38 p. P. 7. URL: https://econpapers.repec.org/paper/wpawuwpif/0403009.htm

[205] Бублик Є.О. Соціальні ефекти іпотечного ринку України у посткризовий період. *Український соціум*. 2011. №. 3. С. 89–98. С. 91.

[206] Брус С., Бублик Є. Політика кількісного пом'якшення в США та ЄС: особливості, ризики, перспективи. *Економіка України*. 2016. № 2. С. 76–95.

постраждали найбільше, курс швейцарського франку подорожчав в середньому у 1,5-1,8 рази.

Курс франку в цих країнах почав зростати ще у 2014 році, але через рік, борг позичальників раптово збільшився на третину. Рівень дефолту в цих країнах сягнув близько 50%. Слід зазначити, що вказані країни так і не змогли повністю вирішити проблему своїх боржників. Польща, Чехія, Угорщина спробували узгодити через ЄЦБ законопроект про реструктуризацію валютних кредитів по курсу на момент укладання договору на паритетних основах позичальників з банками. Але ЄЦБ не погодив таку ініціативу. В Угорщині справу було вирішено через Верховний суд та рішення Уряду. Кредитні угоди було реструктуризовані за пільговиму курсом. Але сталося це у 2014 р., ще до основної хвилі дефолтів в інших країнах ЦСЄ. Приблизно так само діяв парламент Хорватії. Угорські та Хорватські банкіри протестували, але рішення залишилось в силі.

Наслідком такої несподіваної кризи та наступного протистояння стало більш прагматичне відношення урядів Польщі, Угорщини, Чехії до іноземних банків. Зокрема, у травні 2019 року в Чехії з'явились законодавчі пропозиції обкласти чеські підрозділи чотирьох великих міжнародних банків (Erste Bank, UniCredit, Société Générale та KBC) додатковим податком в інтересах фінансування нового чеського національний фонд розвитку[207]. Таким чином планується зібрати суму близько 260 млн дол США.

Повільно рухались до лібералізації уряди Румунії (тривалий час країна залишалась однією з найбільш закритих), Словаччини, Словенії (остання проводила найбільш виважену політику фінансової лібералізації). Лише на рубежі 2000-х років, коли запрацювали угоди про асоціацію з ЄС, у цих країнах відновився рух до фінансової відкритості. Водночас підхід Балтії та Болгарії можна охарактеризувати як вибухову лібералізацію: рішуче скасувавши всі суттєві обмеження на рух МПК, навіть в умовах банківських криз вони не робили спроб їх відновити.

Попри зазначену динаміку нормативної фінансової відкритості, реальна фінансова відкритість зазначених країн виявилась дещо відмінною (див. рис. 3.1).

Як видно з рис. 3.1., реальна фінансова відкритість «де-факто» країн ЦСЄ помітно відрізняється від нормативної «де-юре». Хоча номінально піки

[207] Shotter J. International banks to boost Czech fund's coffers. *Financial Times*. 20 May 2019. URL: https://www.ft.com/content/80c69d82-7b0f-11e9-81d2-f785092ab560

і збігаються, динаміка фінансової лібералізації явно не синхронна із динамікою реального руху МПК. На першому етапі – до 2004 р. обсяги МПК зростали помірними темпами, незважаючи на те, що фінансова відкритість «де-юре» в цей же період збільшилася майже втричі. На наступному етапі, попри помірне подальше підвищення відкритості, волатильність МПК у країнах ЦСЄ зросла в чотири рази і потім, за короткий термін, впала до попереднього рівня, знову ж через неадекватно запроваджені обмеження. Після активної фази кризи волатильність МПК у цьому регіоні залишалася доволі високою.

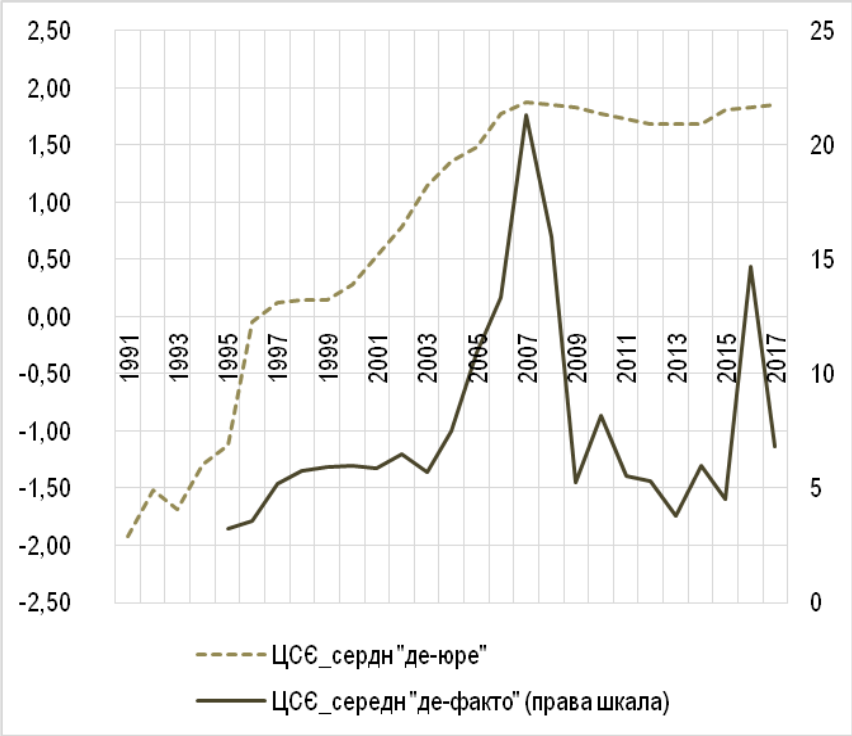


Рис. 3.1. Порівняння динаміки індексів фінансової відкритості країн ЦСЄ «де-юре» та «де-факто»

Джерело: показник «де-юре» складений на підставі даних: Chinn-Ito Index. 2017. Чінн-Іто[208], «де-факто» розрахований автором на підставі даних WorldBank[209] враховано двосторонні потоки (приплив і відплив) ПІІ, ПІ, міжбанківських позик.

Підтверджує наведені вище висновки і порівняння руху країн ЦСЄ до фінансової відкритості та приплив у них різних видів іноземних інвестицій (див. рис. 3.2).

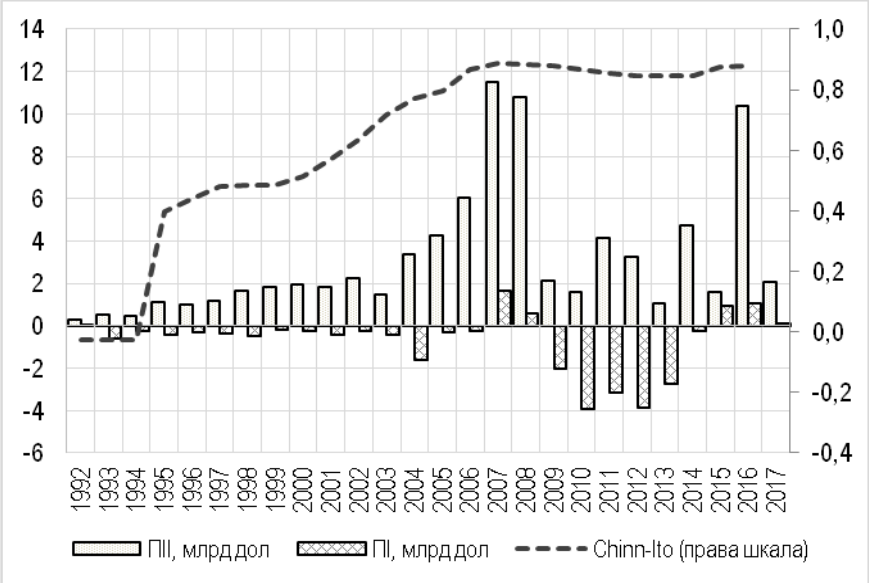


Рис. 3.2. Динаміка ПІІ та ПІ у країнах ЦСЄ в умовах підвищення фінансової відкритості

Джерело: складено автором на підставі даних[210].

Аналізуючи наведені на рис. 3.1 дані, можна побачити обмежену залежність динаміки реальних потоків капіталу від параметрів фінансової відкритості. Попри те, що фінансова відкритість країн ЦСЄ помітно зростала з середини 1990-х років, приріст іноземних інвестицій у регіон

[208] Chinn-Ito Index. 2017. URL: http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm
[209] Capital & financial account. URL: https://databank.worldbank.org/reports.aspx

[210] Розраховано на підставі даних: Data World Bank, Capital & financial account. URL: https://databank.worldbank.org/reports.aspx.

рflишався стабільним до 2004 р. Цікаво проаналізувати і реальний вплив МПК на фінансування економічного розвитку в цьому регіоні (див. рис. 3.3).

Помітне зростання ВВП у регіоні розпочався лише з 2002 р., коли приплив інвестицій із-за кордону почав вщухати, а портфельні інвестиції навіть демонстрували від'ємну динаміку. Після помітної активізації економічного зростання, з 2003 р. приріст ПІІ в регіон зростав стрімкими темпами, але ще до фактичного початку глобальної кризи в ЄС він скоротився. Така кореляція потоків іноземних інвестицій та ВВП у регіоні ЦСЄ підтверджує раніше зроблений висновок, що іноземні інвестиції прямо не впливають на економічне зростання країни-реципієнта, проте активізуються за позитивної динаміки економічного зростання і скорочуються за наявності негативних очікувань.

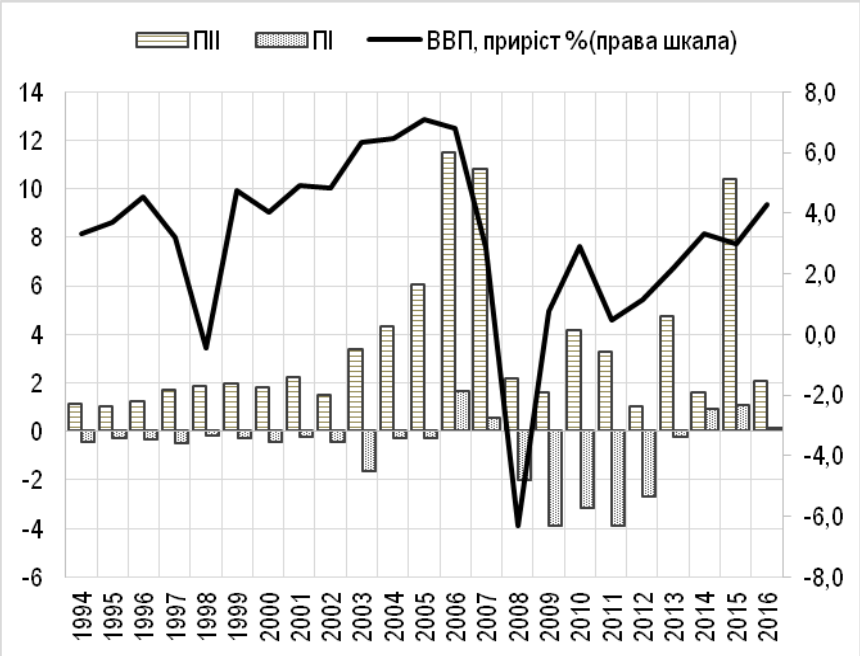


Рис. 3.3. Порівняння динаміки економічного зростання регіону ЦСЄ з потоками ПІІ та ПІ, *млрд дол США*

Джерело: складено автором за[211].

[211] Розраховано на підставі даних: Data World Bank. Capital & financial account. URL: https://databank.worldbank.org/reports.aspx.

У таких умовах економічне зростання у країні насамперед забезпечується внутрішніми заощадженнями та інвестиціями. Існують дослідження, що показали, що приплив ПІІ має щільний кореляційний зв'язок із внутрішніми інвестиціями. Зокрема, на кожен долар ПІІ внутрішня економіка транзитивних країн упродовж 1995–2005 рр. відповідала 0,74 дол. США внутрішніх інвестицій[212]. Такі дослідження доволі часто доповнюють висновком, що ПІІ стимулюють внутрішні інвестиції, проте переконливих доказів цього все ще не наведено. Логічніше зробити висновок, що в умовах економічного піднесення внутрішні інвестиції та ПІІ зростають приблизно однаковими темпами.

В умовах прискорення припливу іноземного капіталу ПІІ та внутрішні заощадження відіграють роль субститутів, оскільки асортимент інвестиційних проєктів у країні обмежений і розширюється лише на етапі економічного зростання. При цьому внутрішні інвестиції мають ряд переваг перед зовнішніми: вони прямо не збільшують валютний ризик і не погіршують МІП. Також вони можуть бути менш спекулятивними, більш довгостроковими і спрямовуватись у менш прибуткові, проте більш стратегічно важливі проєкти. Зрештою, використання внутрішніх інвестицій стимулює внутрішній платоспроможний попит.

З огляду на це стратегія орієнтації на використання для фінансування економічного розвитку насамперед внутрішніх заощаджень, а не зовнішніх інвестицій має свої переваги. Потенційна перевага іноземних інвестицій полягає у трансмісії сучасних технологій та найкращих практик управління, що на практиці реалізується досить обмежено.

Незважаючи на відокремленість країн, що не увійшли до ЄС, перебіг процесів фінансової лібералізації в них має низку спільних рис, зумовлених дією регіонального фактора. Стосовно пострадянських країн дія регіонального фактора проявляється через наявність попередніх економічних зав’язків, культурно-географічну близькість, паралельність процесу трансформації економічних систем, інтеграційний вектор та еквівалентні конкурентні можливості. Особливо помітно дія зазначених обставин визначала подібність розвитку процесу фінансової відкритості на першому етапі – до початку 2000-х років.

---

[212] Mileva E. The impact of capital flows on domestic investment *in* transition economies. *ECB.* Febr. *2008.* WP #871. URL: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp871.pdf

У цей період розвиток фінансового регулювання країн регіону характеризувався прискореною лібералізацією, що за своїми темпами навіть випереджала країни ЦСЄ. Відбувались зняття обмежень на приплив капіталу, що активно заходив у країни на хвилі масової приватизації. Особливо активно приплив капіталу спостерігався у країнах, багатих на природні ресурси, у видобувні галузі. З цих причин динаміка реальної фінансової відкритості країн регіону характеризувалася доволі синхронними сплесками та спадами, які визначалися переважно глобальними та регіональними трендами руху МПК, а не змінами у видах національної політики. Причому в окремі періоди (2006–2008 рр.) реальна фінансова відкритість України навіть перевищувала відкритість країн ЦСЄ. Останнє суперечить теоретичним викладкам та реальному процесу лібералізації у процесі євроінтеграції країн ЦСЄ.

Спочатку домінуючим каналом формування фінансової відкритості пострадянських країн став приплив великих обсягів іноземних інвестицій на тлі процесів приватизації та наявності прибуткових підприємств видобувної галузі. В умовах припливу великих обсягів іноземних інвестицій, значна частка видобувної галузі, наприклад, у Казахстані та РФ, опинилась в іноземній власності. Провідником іноземної експансії при цьому також виступали ПІІ.

Для країн із транзитивними економічними системами чинниками приваблення ПІІ в першу чергу виступають природні ресурси: корисні копалини та людські ресурси, а для країн, що розвиваються, – найбільш розвинені сектори економіки з обмеженим потенціалом конкуренції: енергетика, фінансовий сектор. Відповідно, секторами, що притягують найбільше ПІІ, в таких економіках виступають: видобуток ресурсів, АГП, енергетика, торгівля, фінансовий сектор. Зрозуміло, що для транзитивних економік, за відсутності в них розвинених ринків (торгівлі, фінансових, туризму) ПІІ концентруються виключно у первинному секторі економіки із переважанням видобувних галузей та сільського господарства[213].

При цьому вступає в дію обмежувальний чинник «ресурсного прокляття», що в умовах фінансової відкритості набуває іншого прояву: під загрозою скорочення припливу ПІІ, держава обмежена у можливостях встановлення ренти і накопичення фінансових ресурсів для економічної

[213] Poelhekke S., Ploeg van der R. Do Natural Resources Attract FDI? Evidence from Non-Stationary Sector Level Data. *De Nederlandsche Bank Working Paper.* 2010. No. 266. 43 p.

перебудови[214]. Саме таким шляхом пройшли у 1990-х роках Казахстан та РФ, а іще раніше – Аргентина та Бразилія. Іншим випадком щодо цього слід вважати приклади Китаю та Індії: первинна акумуляція ПІІ у цих країнах відбувалась уже в більш складні сектори економіки[215].

На тлі реформування економічних систем та певного економічного пожвавлення другим основним напрямом іноземних інвестицій стало фінансування державних запозичень. Як і в країнах ЦСЄ, тренд на лібералізацію національних фінансових систем у пострадянських країнах уповільнився наприкінці 1990-х років. До цього призвела криза державних запозичень.

На другому етапі поведінка фінансових регуляторів пострадянських країн уже істотно відрізнялася від ЦСЄ. В країнах ЦСЄ у першій половині 2000-х років активізувався вплив інтеграційного фактора, що зумовив прискорення фінансової лібералізації. Водночас частина країн, зокрема Білорусь та Казахстан, у прагненні відновити контроль над стратегічними галузями економіки став помітним тренд до скорочення фінансової відкритості. Був запроваджений цілий ряд обмежень на портфельні інвестиції, валютні операції та іноземне боргове фінансування.

Проте перед ГФК, на фоні зростання глобальних обсягів МПК, з 2002 р. у пострадянських країнах помітна спроба поновити рух до фінансової відкритості. Попри доволі обмежені заходи фінансової лібералізації, рух МПК у регіоні збільшився в рази і призвів до трансмісії зовнішніх шоків на внутрішні ринки (див. рис. 3.4.).

---

[214] Zidouemba1 P., Elitcha K. Foreign Direct Investment and Total Factor Productivity: Is There Any Resource Curse? *Modern Economy*. 2018. Vol.9. №3.

[215] Amann E., Virmani S. Foreign direct investment and reverse technology spillovers: The effect on total factor productivity. *OECD Journal: Economic Studies*. 2015. Vol. 2014. URL: https://pure.hud.ac.uk/en/publications/foreign-direct-investment-and-reverse-technology-spillovers-the-e

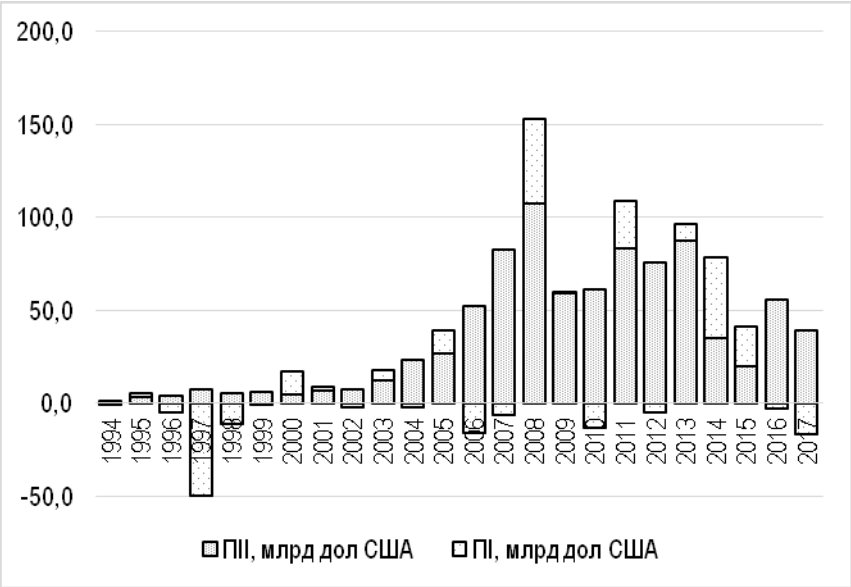


Рис. 3.4. Динаміка запасів ПІІ та ПІ в пострадянських країнах

Джерело: складено автором на підставі даних[216].

Після цього у багатьох пострадянських країнах були запроваджені нові обмеження на рух капіталу і відносний рівень фінансової відкритості за «де-юре» показниками в регіоні знизився до рівня початку другого етапу лібералізації 2000 р. В умовах посткризової стагнації з 2012 р. країни намагалися відновити приплив ПІІ, поступово знімаючи обмеження на рух МПК. Як наслідок, у 2016 р., середній показник нормативної фінансової відкритості по регіону тепер відповідає передкризовому рівню.

Разом із тим волатильність МПК у цьому регіоні після кризи хоча і скоротилася за обсягами, залишається доволі високою за динамікою. При цьому реальна фінансова відкритість помітно відрізняється від нормативної. Так, після початку кризи запроваджені у багатьох країнах обмеження не завадили відпливу капіталу. Скорочення впроваджених обмежень не мало прямого впливу і на відновлення припливу ПІІ. Лише після відновлення економічного зростання у 2016 р. капітал почав повертатись. Цьому також сприяло відновлення кон'юнктури на ринках сировинних товарів,.

[216] Розраховано на підставі даних: Data World Bank. Capital & financial account. URL: https://databank.worldbank.org/reports.aspx

Посиленню регіонального фактора в країнах ЦСЄ сприяє подібність культурних традицій, що визначає специфіку їх мотивації, переваги в інформаційному забезпеченні та комунікації порівняно із інвесторами з інших регіонів. У свою чергу, інвестори з пострадянського блоку краще орієнтуються, наприклад, в особливостях ведення бізнесу в Україні, ніж на інших міжнародних ринках[217].

Фінансовими центрами Східноєвропейського регіону, окрім офшорних юрисдикцій Кіпру та Нідерландів, виступають також країни Балтії. Це зумовило певну специфіку проведення фінансової лібералізації в Литві, Латвії та Естонії. Вищого рівня фінансової відкритості вони досягнули одними з перших, що сприяло припливу у ці країни значних обсягів МПК уже на початку 2000-х років. Це зумовило фінансування внутрішніх кредитів переважно за рахунок зовнішніх запозичень. Так, станом на 2003 р. у Латвії відношення кредитів до ВВП становило 111,6%, в Естонії – 50,5% (у 2005 р. зросло до 66,2%). Меншим це відношення було в 2003 р. у Литві – 38,7%, проте зросло до 51,7% у 2006 р.[218].

Подібність та взаємопов'язаність економік одного регіону обумовлює доцільність налагодження між ними економічної взаємодії. Особливо актуальним такий висновок можна вважати для трансформаційних економік – з огляду на посилений вплив на них міжнародних фінансів[219]. Узгодження політики трансформаційних економік у сфері зовнішньоекономічних та фінансових відносин, створення регіональної системи запобігання фінансовим кризам стануть важливими кроком для поглиблення фінансової інтеграції між ними та продуктивного підвищення фінансової відкритості з нарощенням потенціалу їх політики із запобігання впливу притаманних їй ризиків. Додатковим аргументом для створення регіональної системи заходів, спрямованих проти негативного впливу фінансових систем сусідніх країн, можуть слугувати особливості поширення негативних наслідків фінансових криз.

---

[217] Переверзєва А.В. Оцінка сучасного стану залучення іноземних інвестицій в економіку України. *Вісник Запорізького національного університету. Економічні науки*. 2016. № 1. С. 79.

[218] Статистичні дані Data World Bank. Capital & financial account. URL: https://databank.worldbank.org/reports.aspx.

[219] Сніжко О. Фінансовий розвиток трансформаційних економік. *Структурно-функціональний аналіз*: монографія. Київ: Київський університет, 2009. С. 528.

Таким чином, характері руху транзитивних економік Центрально-Східної Європи до фінансової відкритості відзначається помітним впливом регіонально-інтеграційного чинника, сформованого паралельним процесом трансформації економічних систем, наявністю попередніх економічних зав'язків, культурно-географічною близькістю, що забезпечує переваги отримання інформації та комунікації, спільним інтеграційним вектором, еквівалентними конкурентними можливостями, а також набутою у процесі трансформації моделлю залежного капіталізму. Із цих причин динаміка реальної фінансової відкритості країн ЦСЄ характеризувалася доволі синхронними сплесками та спадами, які визначались переважно глобальними та регіональними трендами руху МПК, а не змінами у видах національної політики. Подібність та взаємопов'язаність економік одного регіону обумовлює необхідність налагодження між ними економічної взаємодії. Особливо актуальним такий висновок можна вважати для трансформаційних економік, з огляду на посилений вплив на них міжнародних фінансів.

Аналіз перебігу процесу руху до фінансової відкритості у країнах ЦСЄ дозволяє зробити ряд висновків, які характеризують проблеми, здобутки та уроки цього процесу. Активізація процесу фінансової відкритості в цих країнах мала два помітні етапи. Перший етап припав на початок 1990-х років і був зумовлений переходом від закритих планово-адміністративних економік до ринкових та супроводжувався процесом масової приватизації. На цьому етапі переважно відбувалася внутрішня загальноекономічна лібералізація, що торкнулась і лібералізації фінансових систем.

На другому етапі – кінець 1990-х – перша половина 2000-х років – драйверами фінансової лібералізації регіону ЦСЄ виступили інтеграційний фактор та зростання обсягів МПК. Саме перспектива входу до об'єднання ЄС зумовила одномоментний, прискорений рух до фінансової відкритості, а також її певний позитивний вплив для більшості країн Східної Європи, що набули членства в ЄС протягом 2000-х років. Бажання повторити шлях цих країн Східної Європи, а також активізація руху потоків капіталу на тлі процесу їх інтеграції зумовили рух до фінансової відкритості й інших країн регіону: України, Молдови, Грузії, Вірменії, Туреччини, Сербії, які за рівнем реальної фінансової відкритості інколи навіть випереджали центрально-європейські транзитивні країни.

Проте напередодні цього етапу країни регіону зазнали помітного скорочення економіки. Реальний сектор їх економік уже не міг абсорбувати

значну частину МПК. Відтак зростаючі потоки капіталу в цих країнах локалізувалися переважно у фінансовому секторі та сфері послуг. Це позначилось на виникненні цінових «бульбашок» на ринках нерухомості, фінансових ринках та розростанні МСБ у сфері послуг, що сприяло зниженню безробіття, але не сформувало надійного фундаменту економічного зростання. За відсутності в них розвинених ринків (торгівлі, фінансових, туризму) ПІІ концентруються виключно у первинному секторі економіки із переважанням видобувних галузей та сільського господарства.

3.2. Зовнішнє фінансування кредитного буму в Україні

Рух України до фінансової відкритості супроводжувався подібними до інших країн ЦСЄ регіону процесами. Позитивний вплив МПК у відповідь на спроби фінансової лібералізації виявився обмеженим, проте повною мірою проявились негативні закономірності їх алокації в умовах відсутності політики контролю, недорозвиненого в інституціональному сенсі фінансового сектора та деіндустріалізації економіки. Яскравим проявом негативного впливу неконтрольованої фінансової відкритості України став кредитний бум 2005–2008 рр., значною мірою підігрітий зовнішнім фінансуванням.

Протягом першої половини 1990-х років МПК в Україну, на відміну від інших трансформаційних країн, просувалися доволі обережно. Незважаючи на загалом синхронні з сусідніми країнами процеси фінансової лібералізації у процесі трансформації економіки, лібералізацію зовнішньої торговельної діяльності та валютних операцій, наявність великої кількості нормативно-правових актів та постанов, що регулювали відповідну діяльність, зумовили рівень фінансової відкритості України, нижчий за середній рівень фінансової відкритості країн ЦСЄ (див. рис: 3.5).

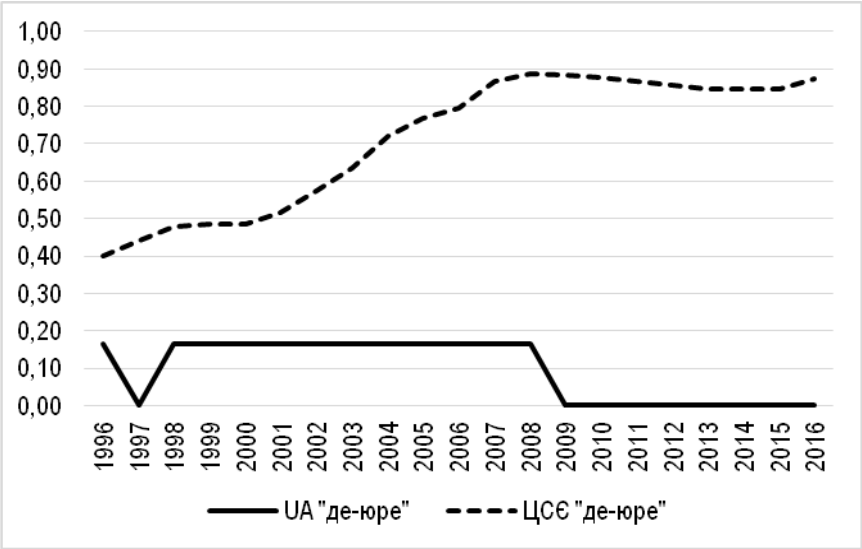


Рис. 3.5. Динаміка фінансової відкритості «де-юре» країн ЦСЄ (що входять до ЄС) та України

Джерело: складено автором на підставі даних[220].

Нормативна оцінка рівня фінансової відкритості «де-юре» в Україні тривалий час залишалася доволі сталою. Добре помітні спроби відновити рух до фінансової відкритості після подолання наслідків зовнішнього шоку 1998 р. та запровадження нових обмежень (у т.ч. заборони валютного кредитування) після розгортання світової фінансової кризи 2008 р. Цікаво відзначити, що доступні звіти щодо індексів фінансової відкритості Chinn-Ito поки що не відображають останні ініціативи НБУ стосовно радикальної лібералізації валютного регулювання[221]. Не помітно на графіку нормативної фінансової відкритості і зняття обмежень на кредитування в іноземних валютах, яке було запроваджено постановою Правління НБУ від 12.02.2003 р. № 55 і активізувало рух іноземного капіталу в Україну доступними шляхами через ринок міжбанківських позик. Це також потрібно відзначити як наочний прояв недоліку методики оцінки фінансової відкритості «де-юре».

---

[220] Розраховано на підставі даних: Chinn-Ito -2017. / Chinn-Ito Index. 2017. URL: http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm

[221] Бублик Є. Особливості проведення лібералізації валютного регулювання в Україні. *Наукові праці НДФІ*. 2018. № 2. С. 37–40.

Попри помітно нижчий рівень фінансової відкритості, рух МПК не обминув і Україну. Досвід України свідчить, що інституційна неспроможність держави забезпечити дотримання бізнесом встановлених нормативних обмежень призводить до ситуації, коли фактичний рівень фінансової відкритості сягає показників більш конкурентоспроможних та забезпечених фінансовою підтримкою ЄС країн ЦСЄ. Це дає підстави для «теоретичних» спекуляцій про недієвість державних обмежень та аргументів на користь підвищення відкритості. Хоча мова має йти про посилення інституційної спроможності держави переконати всіх учасників ринку в перевагах їх неухильного дотримання. Порівняння фінансової відкритості за потоками ПІІ, ПІ та міжбанківських кредитів України та країн ЦСЄ наведено на рис: 3.6.

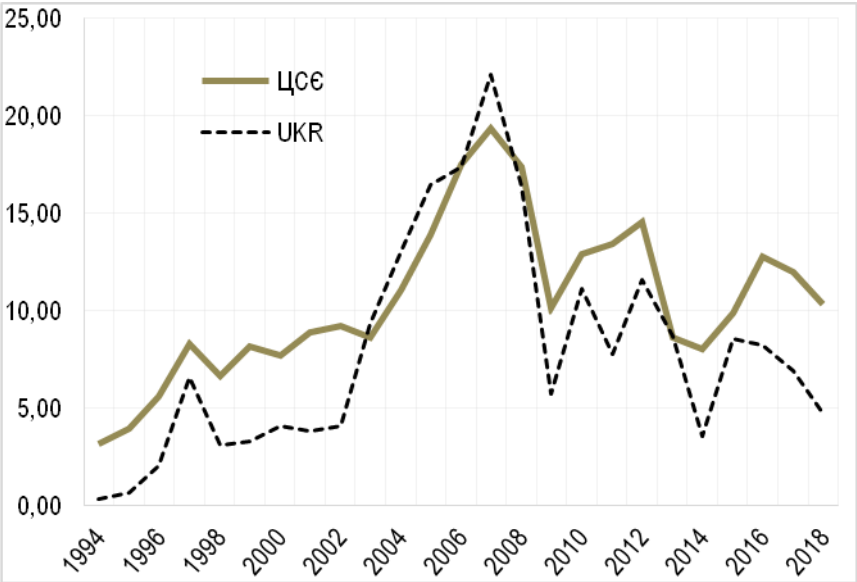


Рис. 3.6. Динаміка фінансової відкритості «де-факто» країн ЦСЄ та України

Джерело: складено автором на підставі даних[222].

Графік на рис. 3.6 наочно підтверджує, що низький рівень нормативної фінансової відкритості в Україні особливо не завадив руху МПК через

[222] Розраховано на підставі даних потоків ПІ, ПІІ та транскордонних банківських кредитів, представлених в Data World Bank: Capital & financial account. (URL: https://databank.worldbank.org/reports.aspx). Вихідні дані наведено в Додатку Е.

її юрисдикцію. На етапі активізації економічного зростання та дохідності фінансових інструментів темп зростання фінансової відкритості у виразі реальних потоків капіталу активізувався, незважаючи на сталі обмеження. Втім і рух іноземних інвестицій як в Україну, так і з неї, наявними обмеженнями особливо не стримувався.

Так, приплив ПІІ в Україну почав зростати у 2005 р., після активізації розвитку економіки, зміцнення фінансового сектора та підвищення рівня довіри на її ринках. До цього періоду було завершено основний етап приватизації. Накопичення в його ході початкового вітчизняного капіталу посилило тенденцію до його вивозу. Відтак негативним сальдо характеризувався в цей період і баланс портфельних інвестицій. Разом із тим тоді банківська система України накопичила достатній запас міцності, втричі знизила рівень проблемних кредитів. Частка іноземного фінансування залишалася незначною.

У таких умовах після прискорення економічного зростання на початку 2000-х років відбулася помітна зміна тренду: ПІІ в Україну почали зростати значними темпами. Реципієнтами ПІІ стали добувні та переробні галузі, енергетика та машинобудування. Водночас, з 2003–2004 рр. швидкі темпи розвитку банківського ринку, зростаючий попит на кредити зумовили локалізацію помітної частини іноземних інвестицій у фінансовому секторі України. У повній відповідності із неокласичною теорією цьому сприяли і значно вищі за світові відсоткові ставки на вітчизняному фінансовому ринку. Темпи приросту ПІІ та ПІ в Україні в період 2003–2007 рр. у 2–4 рази випереджали темпи зростання ВВП. Відставали від їх припливу і темпи розвитку основних галузей реального сектора. А от рух капіталу з України переважно відбувався у вигляді ПІ (див. табл. 3.1).

Незважаючи на відновлення економічного зростання України у 2000 р., позитивних зрушень в інвестиційній сфері в цей період не відбулося. Причому слід відзначити, що до кризи 1998 р. іноземні інвестори користувалися перевагами пільгового курсу та режиму оподаткування. Загалом за період з 1992 р. до 2000 р. включно в Україну було залучено лише 3,9 млрд дол. США іноземних інвестицій, що можна порівняти з обсягом іноземних інвестицій, які Польща залучала в середньому за рік. Проте помітної ролі у стимулюванні інвестиційної активності в Україні вони не відіграли. Іноземні інвестиції

залучались переважно у процесі приватизації державної власності, через що відбувалось заміщення вітчизняного капіталу іноземним[223].

Таблиця 3.1

Динаміка міжнародної інвестиційної позиції України (пасиви), *млрд. дол. США*

Роки	ПІІ в Україну	ПІ в Україну	Кредити банків
2002	5,9	3,3	0,6
2003	7,6	4,0	1,1
2004	9,6	6,4	1,4
2005	17,3	9,0	3,1
2006	23,1	12,9	8,9
2007	38,1	18,7	20,5
2008	47,0	17,1	27,0
2009	52,0	15,6	20,6
2010	58,0	20,0	19,4
2011	66,3	21,8	16,8
2012	75,0	26,7	14,1
2013	78,9	35,9	13,3
2014	50,2	32,0	12,0
2015	43,4	28,8	7,7
2016	42,6	28,8	5,2
2017	43,9	30,6	2,3
2018	45,1	32,7	1,7

Джерело: складено за даними міжнародної інвестиційної позиції та НБУ[224].

Це явище було характерним для більшості постсоціалістичних країн. Як було показано у попередньому підрозділі, у багатьох країнах ЦСЄ (Угорщині, Чехії, Естонії та ін.) пік припливу іноземних інвестицій спостерігався саме в ході приватизації. Після її завершення відбулося уповільнення припливу іноземних інвестицій, оскільки ці країни вичерпали привабливі для іноземних інвесторів активи. Отже, іноземних інвесторів приваблювали в цих країнах головним чином активи, створені раніше. Вкладати ж гроші у створення нового капіталу, навіть у найбільш перспективних країнах ЦСЄ, вони не поспішали.

---

[223] Іноземні інвестиції та національний капітал: парадигма взаємодії: збірник наукових статей. Серія «Безпека економічних трансформацій». URL: http://old.niss.gov.ua

[224] Міжнародна інвестиційна позиція / НБУ. URL: https://old.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=19257913

Перехід вітчизняного банківського ринку до екзогенної моделі розвитку відбувся у 2005–2006 рр. На думку Т. Карчевої, у цей період розвиток вітчизняного кредитного ринку можна було охарактеризувати, як спекулятивне або «Понці-фінансування» як позичальників, так і кредиторів, і призвело до цього переважання іноземного фінансування, що, до того ж, мало проциклічний характер[225]. Із цим доводиться погодитись, додавши, що проциклічність проявлялась у межах як національного, так і регіонального фінансових ринків.

За цих умов локалізація припливу іноземного капіталу тяжіла до кредитного ринку, який отримував високі прибутки від інвестицій у іпотечні та споживчі кредити[226]. Розподіл ПІІ на користь фінансового сектора України становив близько чверті загального обсягу.

Заохочення платоспроможного попиту на нерухомість стимулювало будівельну галузь. Значна частка ПІІ також була спрямована у будівництво та спорудження житлової і комерційної нерухомості. У секторі фінансових корпорацій іноземний капітал ішов переважно на кредитування фізичних осіб, проте зростало і кредитування бізнесу

Ці обставини зумовили розгортання в Україні кредитного буму. Під кредитним бумом, відповідно до методики МВФ, мається на увазі перевищення темпів зростання кредитування над темпами зростання реального ВВП[227]. В Україні кредитний бум спостерігався з 2005 р.[228]. А загалом протягом п'яти років – з 2004 р. по 2008 р. – кредитний портфель банків збільшився з 73,4 до 565,9 млрд грн (до початку наступної девальвації). Щорічно цей портфель зростав на 20–40% і до початку кризи 2008 р. перевищив 60% ВВП[229]. І, хоча, кредитні ринки отримали потужну підтримку і з боку заощаджень приватного сектора, які також помітно

[225] Карчева Г. Основні проблеми розвитку банківської системи України в посткризовий період та шляхи їх вирішення. *Вісник НБУ*. 2010. № 8. С. 26–32. С. 27.
[226] Бублик Є.О., Корнєєв В.В. Іпотечний ринок України: проблеми та перспективи посткризового відновлення. *Економіка і прогнозування*. 2011. № 4. С. 76–86. С. 78
[227] Advancing Structural Reforms. *World Economic Outlook* / IMF. 2004. URL: https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2004/01/
[228] Зимовець В., Шелудько Н. Макроекономічні аспекти активізації банківського кредитування в Україні. *Вісник НБУ*. 2006. № 11. С. 54–60. С. 54.
[229] Статистичні дані НБУ.

зростали в умовах економічного піднесення, проте приплив іноземного капіталу відіграв провідну роль у фінансуванні кредитного буму[230].

Результати обрахунку розриву реального показника Credit-to-GDP з лінією тренду свідчать, що у період 2000–2005 рр. кредитна експансія банків загалом відповідала тенденціям економічного зростання, забезпечуючи йому належну кредитну підтримку, тоді як у 2006–2008 рр. банківське кредитування в Україні вже надавалось у надмірних обсягах і основна частина кредитів спрямовувалася на споживче кредитування домогосподарств, які помітним чином витіснили інші сектори економіки з перерозподілу ВНД[231]. У цей період значні темпи приросту кредитів домогосподарствам уже не стільки підтримували економічну активність в реальному секторі, скільки переважно продукували цінову «бульбашку» на ринку нерухомості. Цей же період характеризувався найбільш активним припливом іноземних інвестицій, які значною мірою і профінансували розгортання кредитного буму на ринку споживчого кредитування України, що підживило формування «бульбашки» на ринку нерухомості. Вона луснула у другій половині 2008 р., на тлі раптової зупинки та відпливу іноземного капіталу з фінансових ринків України.

При цьому, за винятком відносно продуктивного періоду надходження іноземних інвестицій у реальний сектор промисловості на початку 2000-х років, на етапі розгортання кредитного буму ринок споживчого кредитування витіснив кредитування підприємств і загальний вплив активізації припливу іноземного капіталу на внутрішній ринок досить обмежено вплинув на інституційний розвиток фінансового сектора України, але разом із тим посилив його дисбаланси в частині валютної строкової та сегментної структури. Підтвердженням обмеженої ролі іноземних інвестицій у фінансуванні розбудови економіки України слугує аналіз динаміки частки іноземних коштів у джерелах фінансування капітальних інвестицій (див. рис. 3.7).

Як можна побачити, частка іноземного капіталу в капітальних інвестиціях у період 2005–2008 рр. мала певну тенденцію до збільшення. У цей період до структури МПК в Україну входили інвестиції, що фінансували створення основних засобів. Хоча переважно це були кошти для фінансування створення

---

[230] Вахненко Т. Кредитний бум в Україні в системі координат світових фінансів. *Економіст*. 2008. URL: http://ua-ekonomist.com/2372-kreditniy-bum-v-ukrayin-v-sistem-koordinat-svtovih-fnansv-2008.html

[231] Крючкова І. Дисбаланси доходів і витрат в інституційних секторах економіки України. *Економіка та прогнозування*. 2014. № 3. С. 20–31. С. 22–23.

філіалів іноземних виробництв, такі проєкти певним чином підвищували промисловий потенціал економіки. Разом із тим ці виробництва переважно були орієнтовані на задоволення внутрішніх споживчих потреб, а не на створення засобів виробництва і тому, скорочення споживання, викликане наступними кризовими подіями, зумовило тривалу економічну стагнацію.

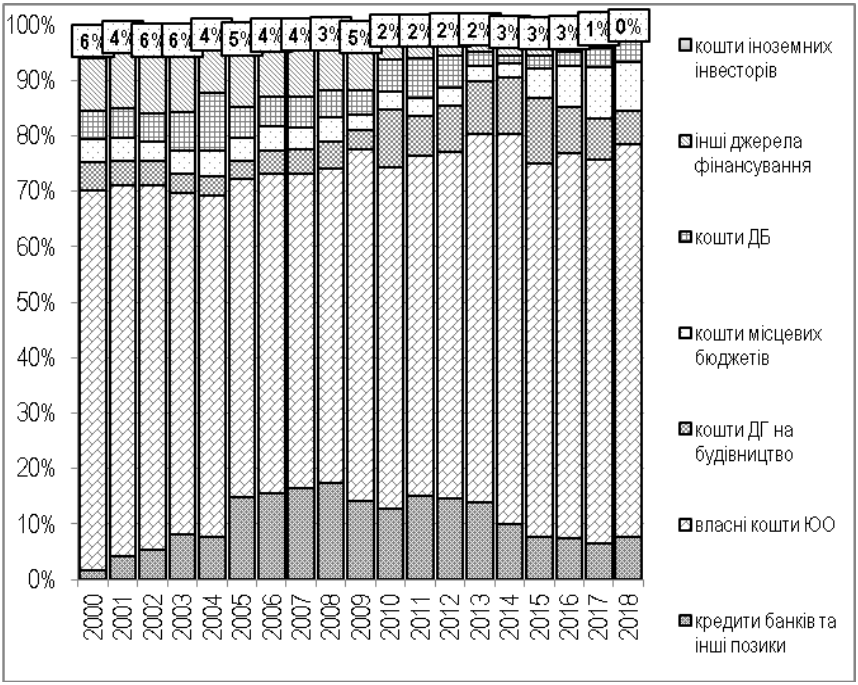


Рис. 3.7. Динаміка структури джерел капітальних інвестицій в Україні у 2000–2018 рр.

Джерело: складено автором на основі статистичних даних ДССУ.

Ще один чинник впливу іноземних банків на формування системного ризику дозволяє виявити дослідження фахівців ЄЦБ М. Хабіб та Ф. Вендітті. Аналізуючи композицію факторів, що впливають на потоки капіталу в умовах згортання політики пом'якшення ФРС США, вони виявили потужний вплив великих банків на передачу монетарних шоків, що, зокрема, проявляється в тому, що значну частину МПК становлять транскордонні кредити банків та інших фінансових установ, які надходять як у вигляді ПІІ

(здебільшого), так і ПІ[232]. Крім цього, необхідно відзначити, що результатом політики кількісного пом'якшення стало вивільнення МПК в обсягах понад 3 трлн дол. США[233].

Через це слід звернути увагу на помилкову оцінку рівня ризикованості ПІІ та ПІ. В обґрунтуванні політики фінансової лібералізації досить часто можна зустріти тезу про доцільність дерегуляції руху ПІІ раніше, ніж ПІ, з огляду на їхню більш високу стабільність та прямий зв'язок з реальним сектором економіки. Натомість останні дані свідчать, що значні частки ПІІ можуть мати фіктивну природу або забезпечуватись короткостроковим борговим фінансуванням і спрямовуватись у волатильні сегменти ринків. У такому аспекті портфельні інвестиції можуть становити фінансування більш стабільне та безпечне. Логічним висновком буде суб'єктно-об'єктний принцип побудови політики контролю інвестицій (та МПК загалом) на відміну від контролю за видом інструментів.

Станом на початок 2008 р. сума зовнішніх боргових зобов'язань банків України досягла 31 млрд дол. США, порівняно із початком 2007 р. збільшившись на 15,9 млрд дол. США. Ще на 10,2 млрд дол. США зросла зовнішня заборгованість підприємств України[234]. Валовий зовнішній борг України за 2007 р. збільшився на 30 млрд дол. США і сягнув рівня 84,5 млрд дол. США, або 60% ВВП. Величина приросту зовнішнього боргу України за період 2005–2007 рр. становила 54 млрд дол. США. При цьому головними

позичальниками на міжнародних ринках були банки (зростання боргу на 28,3 млрд дол. США за 2005–2007 рр.) та нефінансові підприємства (20,4 млрд дол. США відповідно) [235].

Слід зазначити, що подібний процес спостерігався і в інших транзитивних економіках з національними валютами: приплив дешевого іноземного капіталу фінансував зростання кредитних портфелів національних банків, цінових «бульбашок» на ринках нерухомості в період 2004–2007 рр. як у Казахстані, Грузії – зростання кредитних ринків до 300–

---

[232] Habib M., Venditti F. The global capital flows cycle: structural drivers and transmission channels. *ECB Working Papers*. May 2019. № 2280.. 54 p. P. 25.

[233] Брус С., Бублик Є. Політика кількісного пом'якшення в США та ЄС: особливості, ризики, перспективи. *Економіка України*. 2016. № 2. С. 76–95.

[234] Дані платіжного балансу / НБУ. URL: https://old.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=19208301

[235] Там само.

400%), так і ЦСЄ (особливо у найменш розвинених – Болгарії, Румунії, Албанії, країнах Балтії). В середньому по зазначених країнах ЦСЄ зростання кредитних ринків становило до 200–300% за період. У країнах Балтії – як фінансових центрах акумулювання вивезеного капіталу – до 400%[236].

Цікаво відзначити, що більш розвинені країни ЦСЄ – Угорщина, Чехія, Польща – пережили свою кредитну «бульбашку» іноземного фінансування раніше – на початку 2000-х років. І на етапі розгортання кредитного буму середини 2000-х років уже лунали попередження про їх можливі наслідки[237]. Загалом у зазначений період алокація іноземного капіталу на внутрішніх кредитних ринках напередодні світової фінансової кризи стала загальним трендом для багатьох країн та регіонів світу. Врешті-решт і в США «бульбашка» на ринку сабпрайм-кредитів була значно мірою профінансована іноземним капіталом (зокрема Західної Європи).

Важливим провідником зовнішнього капіталу на внутрішній кредитний ринок стало розширення присутності на українському банківському ринку «дочок» великих іноземних банків. У період з 2002 р. до 2008 р. частка іноземного капіталу в банківській системі України зросла з 10 до 40%, а кількість іноземних банків в Україні збільшилась до 47 (із 175 загалом). Цей фактор, а також розширення можливості вітчизняних банків залучати іноземні кредити на зовнішніх ринках зумовили зростання питомої ваги іноземних зобов'язань у структурі фінансування кредитного портфеля. Якщо на початку кредитного буму – у 2003–2004 рр. портфель зовнішніх запозичень комерційних банків складав близько 1 млрд дол США, то до кінця 2009 р. він зріс до 27 млрд дол США.[238]

Слід відзначити й обмежений вплив припливу іноземного капіталу на концентрацію банківського ринку України, визначену за індексом Герфіндаля – Гіршмана. У період активного входження на ринок іноземних банків вона залишалася стабільною й суттєво виросла в умовах кризи

---

[236] Статистичні дані Data World Bank. Capital & financial account. URL: https://databank.worldbank.org/reports.aspx.

[237] Duenwald C., Gueorguiev N., Schaechter A. Too Much of a Good Thing? Credit Booms in Transition Economies: The Cases of Bulgaria, Romania and Ukraine. *IMF Working Paper*. 2005. №128. P. 18.

[238] Дані МІП / НБУ. URL: https://old.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=19257913

2014 р. (див. Додаток Д). Останньому активно посприяв процес «очищення» банківської системи 2015–2016 рр.[239].

Статистичні дані заперечують помітний вплив реальної фінансової відкритості України на покращення конкуренції в її банківському секторі, а, отже, і вирівнювання інформаційної асиметрії. Швидше навпаки, входження іноземного капіталу в банківський сектор України відбувалося переважно шляхом придбання прибуткових банків, що займали вже помітну ринкову частку, і таким чином рівень концентрації ринку фіксувався завдяки конкурентним перевагам іноземних установ.

Реалізація системного ризику, зумовленого розривом валютної та строкової структури кредитного портфеля та ресурсної бази, нерозвинене інституціональне середовище (зокрема, відсутність інструментів хеджування фінансових ризиків та недосконала система захисту прав кредиторів та позичальників), відбулася під впливом 50% девальвації національної валюти. Саму девальвацію зумовило скорочення надходжень валютної виручки експортерів та помітного відпливу ПІ на тлі негативних прогнозів економічного зростання та очевидного перегріву фінансових ринків. Крім цього, одним із найважливіших драйверів кризи стало скорочення зовнішніх запозичень до додатних значень цього показника (зовнішнього кредитування) на рівні 0,5 млрд грн у 2009 р. Це ж саме явище, але в значно більших масштабах спостерігалось і у 2015 р.: зовнішні запозичення становили «плюс» 27,8 млрд грн. Тобто в зазначені кризові роки українська економіка здійснювала чисте зовнішнє кредитування.

Після того, як було досягнуто економічної стабілізації після кризи 2008 р., рух МПК в Україні досить швидко відновився, незважаючи на запроваджені обмеження на валютному ринку (заборона валютного кредитування, вимога продажу експортної валютної виручки). На міжкризовому етапі рух МПК в Україні характеризувався двома протилежними тенденціями: стабільне надходження ПІІ. Обсяги ПІІ були хоч і менші за докризові, проте помітними – на рівні 6–8 млрд дол США щорічно. Їх надходження посприяло пожвавленню фінансування підприємств. Помітно прискорився розвиток фінансової інфраструктури, зокрема в частині обслуговування безготівкових платежів, що сприяло

[239] Бублик Є., Шкляр А. Тенденції та наслідки концентрації в банківському секторі економіки України. *Збірник наукових праць Національного університету Державної податкової служби України*. 2016. № 1. С. 7–17. С. 8.

певному відновленню довіри до банківської системи[240], відновлення банківської діяльності також переважало у сегменті кредитування юридичних осіб. Таке переорієнтування МПК у сегмент НФК слід вважати позитивним наслідком наявності значних обмежень на валютне кредитування фізичних осіб. Протилежною тенденцією став перманентний відплив значних обсягів портфельних інвестицій та кредитування імпортерів, яке посилювало потребу в іноземних інвестиціях та погіршувало платіжний баланс.

У спробі дати відповідь на найбільш важливе питання: яку роль відіграла фінансова відкритість України та обсяги МПК в її економічному зростанні протягом періодів, що характеризувались мінливим впливом світових трендів руху МПК, потрібно порівняти темпи підвищення рівня реальної фінансової відкритості та приросту ВВП (див. рис. 3.8).

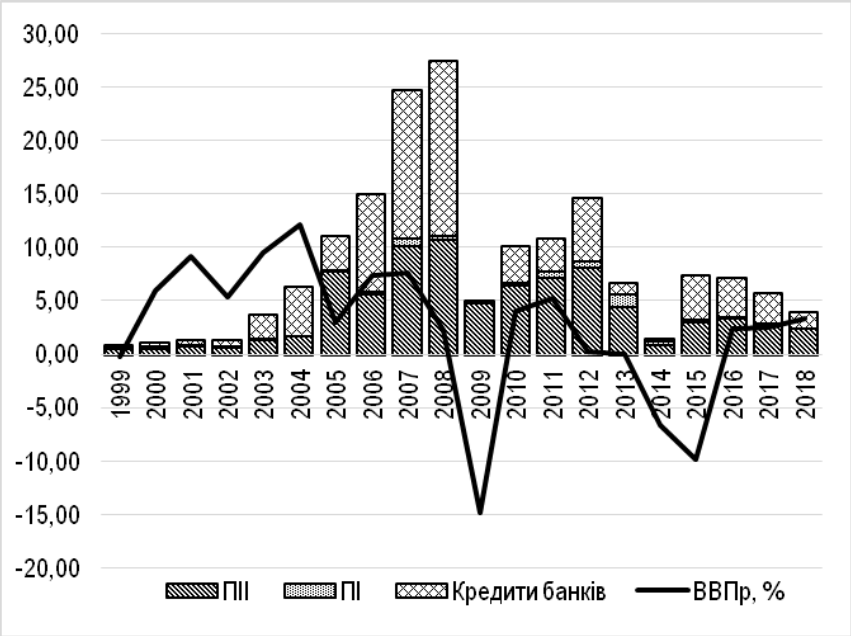


Рис. 3.8. Приплив іноземного капіталу та приріст ВВП в Україні у 1999–2018 рр.

Джерело: статистичні дані Data World Bank. Capital & financial account. URL: https://databank.worldbank.org/reports.aspx.

[240] Бублик Є.О. Обмеження готівкових розрахунків в Україні: проблеми та перспективи. *Економіка і прогнозування*. 2013. № 2. С. 32–42. С. 40.

Найбільш продуктивний період економічного зростання 2000–2004 рр. характеризувався помірним рухом МПК у межах України. Двосторонні потоки прямих та портфельних інвестицій становили близько 5% ВВП. Хоча радикальний захід фінансової лібералізації – дозвіл на кредитування в іноземній валюті відбувся ще у 2003 р. Стрімке зростання фактичної ФВ України, що почалось у 2005 р., втілилось у збільшенні ресурсів фінансового сектора, якими було простимульовано споживання. Тоді як зростаючі обсяги іноземного капіталу досить обмежено позначились на стимулюванні фундаментальних факторів виробництва, зокрема на темпах валового нагромадження основного капіталу (див. рис. 3.9).

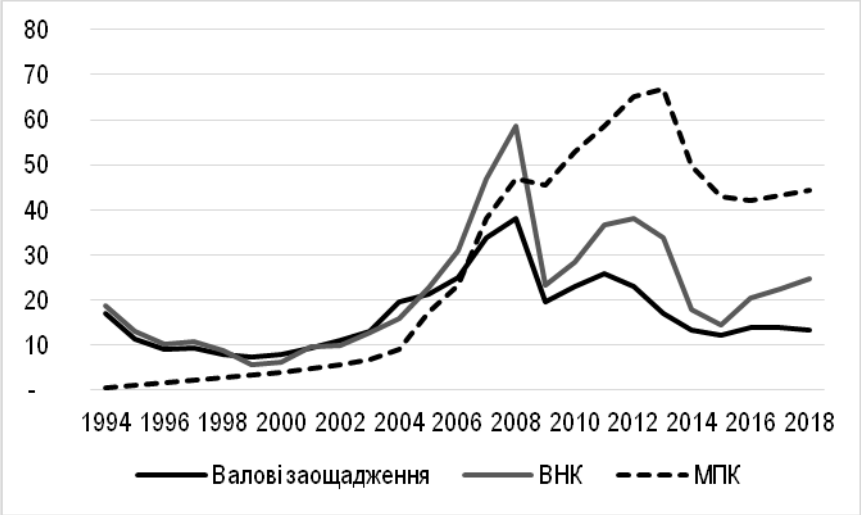


Рис. 3.9. Динаміка обсягів ПІІ, валових заощаджень та валового нагромадження основного капіталу в Україні у 1994–2018 рр.,
млрд. дол. США

Джерело: статистичні дані Data World Bank. URL: https://databank.worldbank.org /reports.aspx.

Добре видно, що зміна показників обсягів заощаджень, нагромадження та МПК в Україні має синхронні тенденції. Попри це, динаміка ВНК змінювалась непропорційно по відношенню до обсягів МПК, оскільки більша частина іноземного капіталу спрямовувалась на поточне споживання, значною мірою підтримуючи імпорт. Якщо у 2007 р. обсяги МПК в Україні зросли порівняно із 2001 р. більше, ніж у 18 разів, то ВНК – менше ніж у

5 разів, а норма ВНК за цей же період збільшилась лише на 36%. Тобто замість формування продуктивного капіталу, приплив іноземного капіталу, переважно у вигляді зовнішніх запозичень на суму 517 млрд грн, у період до 2008 р. був використаний на поточне споживання[241]. Звичайно це мало доволі обмежений вплив на зростання загальної факторної продуктивності економіки.

Разом із тим цікаво відзначити, що економетричний аналіз без урахування цих додаткових обставин дає можливість стверджувати про вагомий позитивний вплив фінансової відкритості на економічне зростання України. Так, модель кореляційної регресії, побудована за період 1994–2018 рр. за даними обсягів МПК та ВНК в Україні показує прямий зв'язок між МПК та ВНК з коефіцієнтом 0,74. Проблема полягає в тому, що рух МПК в умовах нерегульованої фінансової відкритості не змінює тенденцій розвитку національних ринків, а лише поглиблює їх. Тому на етапі економічного піднесення фінансова відкритість дійсно посилювала тенденцію до нагромадження ВНК і, таким чином, економічне зростання, але у найменш продуктивних напрямах інвестування. Такий висновок слугує додатковим аргументом на користь запровадження політики контролю МПК та регулювання рівня фінансової відкритості національної економіки.

Динаміка фінансової відкритості України позначає період раптового припливу іноземного капіталу як зміну етапів її економічного розвитку. Радикальне зростання фінансової відкритості у 2005 р. можна відзначити як «рубікон» після якого економіка України так і не повернулась у русло ендогенного зростання. Характерним в цьому плані є не тільки падіння темпів економічного зростання, але й скорочення обсягів внутрішніх заощаджень в економіці (див. рис. 3.10).

[241] Зимовець В. Державна фінансова політика економічного розвитку / НАН України, Ін-т економіки та прогнозування. Київ, 2010. 355 с. С. 285.

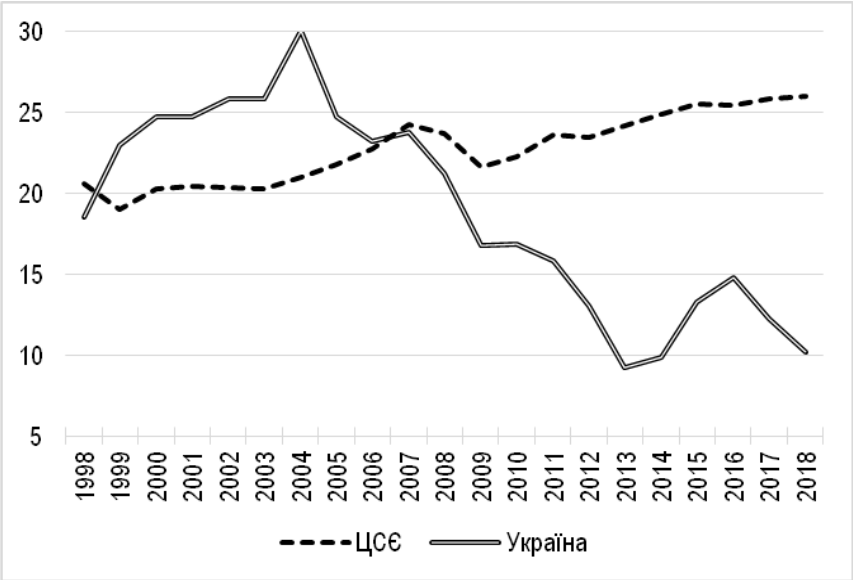


Рис. 3.10. Порівняння динаміки валових заощаджень в країнах ЦСЄ та Україні у 1994–2018 рр., % ВВП

Джерело: статистичні дані Data World Bank. URL: https://databank.worldbank.org/reports.aspx

Третьою вагомою ознакою, що відзначає зміну характеру економічного розвитку України у 2005 р. виступає перехід до від'ємного сальдо поточного рахунку платіжного балансу. Як було зазначено, та частка іноземних інвестицій, що спрямовувалась у сектор НФК, також мала обмежений вплив на розвиток національної економіки. Такі інвестиції значною мірою забезпечували фінансово-кредитну підтримку імпортерів та місцевих ріелтерів продукції іноземних виробників. Таким чином приплив капіталу в міжкризовий період значною мірою фінансував дефіцит поточного рахунку платіжного балансу, який загострився після початку кредитної експансії на вітчизняному фінансовому ринку (див. рис. 3.11).

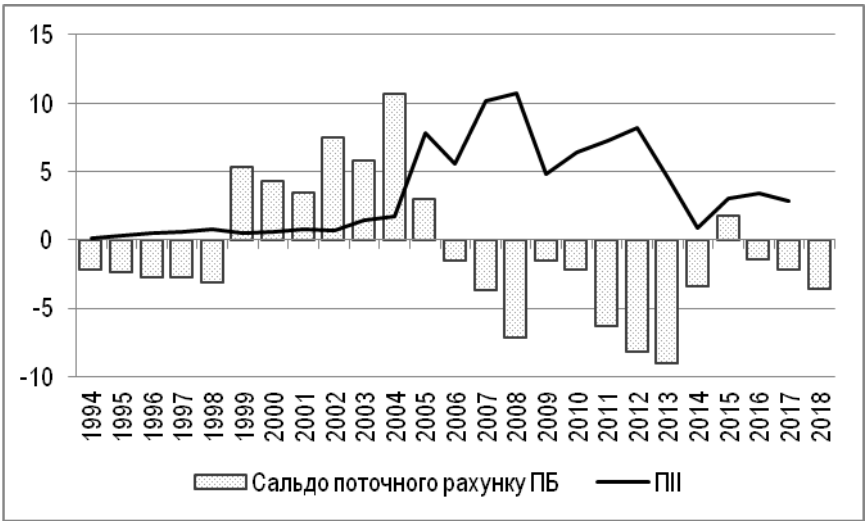


Рис. 3.11. Сальдо поточного рахунку платіжного балансу України та приплив ПІІ, *% ВВП*

Джерело: статистика платіжного балансу України (за даними НБУ).

Як уже зазначалося, важливим аргументом теорії про корисність моделі розвитку через фінансову відкритість для транзитивних економік виступає теза щодо продуктивного впливу іноземного капталу на підвищення інституційної та функціональної спроможності фінансового сектора. За результатами аналізу кількісних параметрів розвитку фінансового сектора України у зв'язку із підвищенням фінансової відкритості економіки ця теза знаходить обмежене підтвердження. Зокрема, як було показано у пп. 2.2, одним із найважливіших критеріїв оцінки функціональної та інституційної спроможності фінсектора в напрямі забезпечення економічного зростання слід визнати його ефективність у трансформації залучених зовнішніх запозичень в інвестиційний капітал.

Аналізуючи коефіцієнт інтенсивності залучення заощаджень (ІЗЗ) через фінансовий сектор, його доцільно порівняти з показником фактичної відкритості економіки. Відповідним чином отримані результати представлені в графічному вигляді (див. рис. 3.12.).

Рис. 3.12. Коефіцієнт ефективності фінансового сектора України у нагромадженні фінансових ресурсів та фактичної фінансової відкритості економіки

Джерело: побудовано на підставі статистичних даних ДССУ.

Стрімке зростання рівня фінансової відкритості України у період 2004–2008 рр. забезпечило швидше кількісне поглиблення, ніж якісний розвиток фінансового сектора в частині підвищення його інституційної спроможності. Вже у 2003 р., в умовах загального пожвавлення економіки України, сформувався тривалий тренд активного приросту валових заощаджень та обсягів джерел формування внутрішніх ресурсів. Цей процес супроводжувався кількісним збільшенням обсягів ресурсів інститутів вітчизняного фінансового ринку, що в свою чергу відповідним чином відобразилось і через прискорення темпів зростання показника інтенсивності залучення заощаджень через фінансовий сектор.

У цей період і до початку кризи 2008 р. приплив іноземного капіталу у формі інвестицій, запозичень, купівлі іноземними фінансовими установами українських банків та компаній, справив помітний вплив на кількісне зростання фінансового сектора. Збільшились загальні обсяги кредитів в економіку, зміцнився інститут довіри, знизились відсоткові ставки. Водночас обмежена інституційна спроможність фінансового сектора продуктивно абсорбувати зростаючі МПК, призвела до початку його структурно-функціональної деформації. Вже з 2007 р. коефіцієнт інтенсивності

залучення заощаджень почав зменшуватись, кредитний портфель переважно зростав за рахунок більш простих та прибуткових споживчих кредитів. Посилилась і концентрація банківського ринку. Темпи зростання банківських кредитів в капітальних інвестиціях лишались на рівні 3-4% ВВП в джерелах інвестування домінували власні кошти підприємств.

За статистичними дослідженнями серед країн з розвиненими, стабільно функціонуючими фінансовими ринками середнім можна вважати коефіцієнт інтенсивності залучення заощаджень через фінансовий сектор (коефіцієнт інтенсивності) на рівні 0,2[242]. Для країн з ринками, що розвиваються, коефіцієнт інтенсивності, особливо в умовах наявності кредитного буму, може суттєво перевищувати це середнє значення. Що і спостерігалось в Україні під час кредитного буму 2003–2008 рр., коли коефіцієнт інтенсивності зріс майже втричі, до 0,6 (або до 60% валових заощаджень розміщувались через фінансовий сектор). Приблизно на такому рівні він залишався на початку кризи у 2008 р.

Беручи до уваги значні темпи приросту протягом 2005–-2008 рр. обсягів внутрішнього кредиту (у 10 разів до пікового значення 338,4 млрд грн) та заощаджень у фінансовому секторі (приріст скоригованих валових заощаджень у 4,5 рази до 264,9 млрд грн), можна відзначити помітне підвищення ролі фінансових посередників у нагромаджені у цей період в економіці фінансових ресурсів. При цьому у 2007–2008 рр. значну частку серед джерел нагромадження становили зовнішні запозичення (25,4%), які, втім, здебільшого також залучались через фінансовий сектор. Але згодом, у 2009–2010 рр., незважаючи на зростання макроекономічних показників та певну стабілізацію ситуації в банківському секторі, кредитування фізичних осіб не відновилось, а банки переорієнтувались на отримання прибутку від короткострокових операцій[243].

Разом із тим, обмежений розвиток інституціонального середовища та структурно-функціональної спроможності фінансового сектора України проявився під впливом двох фінансово-економічних криз у 2008 р. та 2014–2015 рр. Їх вагомим наслідком в Україні слід визнати відплив капіталу з фінансового сектора та переведення його в іноземну валюту. Причиною цього процесу стала інституційна слабкість фінансового сектора, що не

---

[242] Зимовець В. Державна фінансова політика економічного розвитку / НАН України; Ін-т екон. та прогнозув. Київ, 2010. С. 319.

[243] Брус С.І., Бублик Є.О. Ринок банківських послуг населенню: криза довіри, її наслідки і перспективи подолання. *Український соціум*. 2012. № 2. С. 51–66. С. 60.

могла убезпечити збереження акумульованих заощаджень від ризиків інфляції та девальвації, а фінансові установи від масового банкрутства.

Після двох потужних криз відносні обсяги прямих іноземних інвестицій в Україні скоротились до найнижчого по регіону рівня. У 2016 р. обсяг ПІІ України за методологією МВФ становив 27,5 млрд дол. США. Це приблизно 650 дол. США на одну особу. Для порівняння: у Молдові – 740 дол. США, Білорусі – 1960, Грузії – 4430, Польщі – 4930, Естонії – 14760 дол. США[244]. У період 2013–2016 рр. обсяг ПІІ знизився майже на 60%, з 67,3 млрд дол. США до 27,5 млрд дол. США. Переважно це було зумовлено зменшенням вартості наявних інвестицій у доларовому еквіваленті через девальвацію. Близько половини суми зменшення обсягу ПІІ відображає знецінення гривні. Інша половина пояснюється збитками компаній, особливо у фінансовому секторі, де велика частина капіталу була списана на покриття збитків.

З 2016 р. чистий приплив ПІІ був додатним, але обмеженим.

Таким чином, результати аналізу процесу формування фінансової відкритості та тенденції припливу капіталу в Україну напередодні світової фінансової кризи цілком вписуються у наведені вище теоретичні узагальнення щодо характерних особливостей розвитку трансформаційних економік. Зумовлене стабілізацією фінансового сектора, накопиченням заощаджень, відновленням промислового розвитку пожвавлення економіки України викликало приплив зростаючих обсягів МПК, у т.ч. ПІІ. Хоча значна частина цього капіталу була залучена і виробниками, здебільшого великими представниками найбільш прибуткових підприємств, за обмежених можливостей абсорбувати ці потоки в реальному секторі та високого рівня відсоткових ставок вони локалізувались у фінансовому секторі та профінансували цінові «бульбашки» на ринку нерухомості та фінансових активів.

На поточному етапі, обмеження припливу іноземного капіталу зумовило усунення низки проявів макроекономічних дисбалансів: помітна тенденція на врівноваження заощаджень та інвестицій, зниження рівня валютизації. Вирівнювання поточного рахунку платіжного балансу та пожвавлення промислового виробництва у 2016 р. зумовили можливості прискорення

[244] Saha D., Kravchuk V., Kirchner R. The economic impact of FDI on Ukraine / German Advisory Group Institute for Economic Research and Policy Consulting. PS/01/2018. URL: http://www.ier.com.ua/files/publications/Policy_papers/German_advisory_group/2018/Full_PS_01_2018_en.pdf

економічного відновлення у т.ч. за підтримки монетарного стимулювання. В той же час, зруйнований фінансовий сектор обмежує перспективи більш продуктивної алокації нового припливу МПК на нерегульованих умовах. На даний момент вже помітні ознаки розгортання нового буму у сегменті короткострокових споживчих кредитів та прискорення зростання цін на нерухомість. Ці моменти посилюють аргументацію на користь проведення політики регулювання фінансової відкритості.

3.3. «Втеча» та експорт капіталу: феномен транзитивних економік

Характерною проблемою підвищення нормативного рівня фінансової відкритості транзитивних економік, тобто зняття обмежень на рух капіталу, є тенденція до втрати капіталу. Як уже зазначалося, прагнення економічних суб'єктів до можливості безперешкодного виводу капіталів з внутрішніх ринків виступає одним із вагомих мотивів руху до фінансової відкритості економік з недорозвиненим інституціональним середовищем. Відплив капіталу з транзитивних економік відбувається у вигляді легальних інвестицій та нелегального трансферу за кордон у рамках специфічних схем кредитування і розрахунків з контрагентами.

Головним мотивом нелегального трансферу виступає бажання зареєструвати капітал у низькоризиковій юрисдикції, бажано з пільговим оподаткуванням. Причина, що провокує такий мотив, подвійна: з одного боку, слабке інституціональне середовище країни походження капіталу, яке підвищує ризик його втрати або знецінення у кризових випадках. З іншого боку – це фактор накопичення капіталу незаконним шляхом в умовах трансформації правової системи, що унеможливлює його легалізацію в країні походження без трансферу через іншу юрисдикцію. Учасниками шокового виведення капіталу є також іноземні інвестори, що надають перевагу інструментам спекулятивного характеру.

Натомість відплив капіталу з об'єктивних причин та в інтересах його інвестування за кордон забезпечують національні підприємства. До головних чинників, що зумовлюють виведення капіталу з країн із транзитивними економіками, слід віднести притаманні їм макрочинники: нестабільну політичну та економічну ситуацію, конфіскаційний характер

оподаткування, нестійкість банківського ринку, неналежний захист права власності та інтересів інвесторів[245].

Зважаючи на узагальнені чинники, можна виокремити три основні тенденції відпливу капіталу з країн із транзитивними економіками:

– негативна (шоковий) – «втеча» капіталу з економіки на низхідному етапі економічного циклу;

– об'єктивна – перманентний відплив капіталу для нівелювання титульного ризику в умовах недорозвиненого інституціонального середовища;

– продуктивна – експорт капіталу на етапі економічного зростання з метою розширення ринків збуту та фінансування попиту на експортні товари.

Термінологія, пов'язана із явищем відпливу капіталу не є усталеною, але існує реальна потреба розрізняти різні форми відпливу капіталу для правильної детермінації природи явища, а це вимагає їх формалізації[246]. Не вдаючись до простого перерахування, відштовхуючись від змістовної природи явища та мотивів суб'єктів господарювання, зробимо спробу ідентифікувати найбільш важливі та характерні форми відпливу капіталу з внутрішнього ринку на зовнішні. При цьому слід розрізняти такі характерні форму відпливу капіталу: виведення, «втеча» капіталу та його експорт.

Відповідно, під вивозом слід розуміти переведення капіталу, накопиченого на внутрішніх ринках країни, у зарубіжну юрисдикцію для нівелювання титульного ризику, легалізації. «Втеча» капіталу – раптові, ситуативні операції щодо виводу капіталу з потенційно ризикованих ринків. Ці форми виводу капіталу можуть відбуватись як легальними, так і нелегальними шляхами. Водночас легальну форму вивозу капіталу у вигляді інвестиції резидентів за кордон у процесі звичайної економічної діяльності слід розглядати як експорт капіталу.

Така формалізація особливостей відпливу капіталу базується на узагальненні економічних мотивів, які зумовлюють активність суб'єктів господарювання з виводу капіталу за кордон, а саме:

– страхування титульного ризику;

– продуктивне розміщення капіталу на ринках з більшою дохідністю;

– оптимізація оподаткування;

---

[245] Loungani P., Mauro P. Capital Flight from Russia. *IMF Policy Discussion Paper*. 2000. № 00/6.

[246] Бернштам Б.Е. "Бегство капитала" в условиях глобализации и его влияние на развитие национальных экономических систем: автореф. диссертации кандидата экономических наук: 08.00.01. Москва, 2013. 19 с. С. 9.

– легалізація капіталу, отриманого незаконним шляхом.

Частину потоків капіталу з країни можна визначити як реверсні. В цьому випадку йдеться про повернення іноземних інвестицій та погашення зовнішніх кредитів. Багаторічний досвід розвитку трансформаційних економік та ринків, що розвиваються, показує, що процес вивозу капіталу практично неможливо заборонити на перманентній або тривалій основі. Частково його можна ускладнити, але в такому випадку капітал продовжить витікати через існуючі прогалини в законодавстві або через створення специфічних торгово-економічних схем. Небезпечно також уводити раптові, необґрунтовані обмеження з невизначеним терміном або умовами чи занадто радикальні тривалі обмеження на реверс капіталу, оскільки це підриває інвестиційний рейтинг країни. Водночас «втеча» капіталу може бути зумовлена і ситуативними факторами[247]. Впровадження короткострокових обмежень на рух капіталу здатне суттєво обмежити дію саме таких факторів.

Ряд дослідників пропонує розуміти під «втечею» капіталу повний обсяг капіталу резидентів, який вони вивозять усупереч економічним інтересам країни для страхування титульного ризику або легалізації[248]. З таким визначенням складно погодитись, з огляду на те, що суттєву частку вивезеного таким чином капіталу його власники повертають невдовзі в країну походження під виглядом іноземних інвестицій. Тобто для економіки він не втрачається.

Підтвердженням цього слугує, зокрема, той факт, що досить стала частина іноземних інвестицій надходить в Україну з невеликого переліку офшорних юрисдикцій: Кіпру, Белізу та Британських Віргінських Островів, загальним обсягом до 40%. Фактично ці інвестиції формує капітал українського походження[249]. Подібний феномен спостерігається і в інших трансформаційних економіках.

---

[247] Бублик Є., Шаповал Ю. Можливі наслідки виходу російського капіталу з ринків України. *Інтернаука*. 2017. №4.

[248] Measuring the Non-Observed Economy. A Handbook. OECD, 2002. 233 с. URL: https://www.oecd.org/sdd/na/1963116.pdf, Райзберг Б.А., Лозовский Л.Ш., Стародубцева Е. Б. Бегство капитала. *Современный экономический словарь*. 5-ое изд., перераб. и доп. Москва: Инфра-М, 2007. 495 с.; Charles P. Kindleberger. International Capital Movements. Cambridge: University Press, 1987.

[249] Переверзєва А. В. Оцінка сучасного стану залучення іноземних інвестицій в економіку України. *Вісник Запорізького національного університету. Економічні науки*. 2016. № 1. С. 74–81. С. 78.

Тому власне під «втечею» доцільно розуміти тільки частину МПК з національного на іноземні ринки, які відбуваються під впливом негативних ринкових очікувань. Такий капітал виводиться з економіки однієї країни і спрямовується в інші, більш перспективні економіки і якщо повертається, то лише після відновлення економічного зростання. Деякі дослідники, наприклад Л. Фітуні, визначають такий капітал, як «паралегальний»[250].

Така форма втечі капіталу є найбільш небезпечною для національної економіки, оскільки чинить прямий вплив на реалізацію системного ризику фінансової нестабільності. Закономірно супутнім посилюючим фактором при цьому виступають негативні ринкові очікування, сформовані на етапі уповільнення економічного зростання. В цих умовах вилучення будь-яких форм капіталу з ринків посилюватиме економічну стагнацію. Навіть скорочення короткострокових позик та портфельних інвестицій провокуватиме зростання відсоткових ставок на внутрішніх ринках і, тим самим, гальмування ділової активності.

Експорт капіталу у вигляді прямих, а в деяких випадках і портфельних, інвестицій за кордон національними виробниками є найбільш продуктивною формою відпливу капіталу за кордон. Він об'єктивно є необхідним для економічного зростання, якщо такі інвестиції спрямовані на розширення ринків збуту, розвиток підприємств, вихід на новий рівень конкуренції, опанування передових технологій, оптимізацію структури та витрат тощо. Експортований виробниками капітал повертається у вигляді нових ланцюгів доданої вартості та попиту на внутрішні товари.

В історичному контексті можна звернути увагу на особливості здійснення торгівлі Великою Британією у період її найбільшого розквіту – середини XIX ст.: «Експорт капіталу (Великої Британії) успішно переміщувався
у товарну форму, причому, швидше за все, у переважаючому масштабі – в форму британських товарів. Непомірні обсяги експорту на континенти в роки війни, в Південну Америку у 1808–8110 рр. та 1820–1825 рр., у США у 1830-х роках в Індію та Китай у 1840-х роках, неможливо відокремити від позик, що надавались у ці періоди. Однаковою мірою і наступний

[250] Фітуні Л.Л. Паралегальний і тіньовий відплив капіталу з країн, що розвиваються, в умовах фінансової глобалізації: автореф. дис. д-ра екон. наук. Москва, 2001. с.

спад, звичайно ж, не можна розглядати окремо від призупинення видачі позик»[251].

Наочним сучасним прикладом експорту капіталу, що виступає початковим етапом ринкової експансії є, зокрема, діяльність китайської корпорації «Sinosure» (Корпорація експортного та кредитного страхування Китаю), яка у квітні 2019 р. видала НАК «Нафтогаз» гарантійну квоту на 1 млрд дол. США, щоб фінансово забезпечити придбання китайського обладнання для «Укргазвидобування» та для інших цілей. Зрозуміло, що головна причина такої інвестиції – забезпечити кредитну підтримку китайських товаровиробників[252].

Прерогатива експорту капіталу як провідника торговельної експансії належить економікам, що активно розвиваються. Потужні економіки, що втрачають драйвери розвитку, можуть пасувати перед молодими економіками, що мають більш швидкі темпи зростання і, отже, приріст капіталу, проте і вони роблять все, щоб зберегти досягнуті позиції, навіть не маючи чіткої перспективи прибутку на короткостроковому горизонті. Це добре стало помітно у посткризовому періоді після ГФК. У той час, як деякі великі банки Європи та США скорочували свої зовнішні позиції, банки інших провідних країн, намагалися розширити свої позиції за кордоном, хоча перспективи цієї експансії на той момент залишались невизначеними. Половина активів найбільших чотирьох банків Канади перебувають поза її кордонами, переважно у США. Розширюють свою діяльність за кордоном і банки Японії. «Велика четвірка» китайських банків швидко нарощує закордонне кредитування, забезпечуючи переважно фінансування зовнішніх ПІІ китайських компаній[253].

Таким чином, відплив капіталу може набувати як шкідливої, так і продуктивної форми. Частину його – експорт – є сенс навіть підтримувати, шкідливу частину потрібно намагатись мінімізувати. Для трансформаційних економік з ринками, що розвиваються, та недоформованим

---

[251] Gayer A., Rostow W., Schwarz A. The Growth and Fluctuation of the British Economy, 1790-1850. Oxford, At the Clarendon Press, 1953. 2 vol. xxxvi p. 1028 p. P. 842.
Цит. за: Валлерстайн И. Мир-система Модерна. Т 4: Триумф центристского либерализма, 1789-1914 / пер. с англ., литер., редакт., комм. Н. Проценко. Москва: Русский фонд содействия образованию и науке, 2016. 496 с. С. 36.

[252] Шаров О. Проблеми ЕКАноміки. *Дзеркало тижня. Україна*. 2019. № 25. URL: https://dt.ua/macrolevel/problemi-ekanomiki-315715_.html

[253] Lund S., Harley P. Global finance resets. *Finance & development*. December 2017. Vol. 54. № 4. URL: https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2017/12/lund.htm

інституціональним середовищем, відплив капіталу виступає вагомою проблемою. Експорт капіталу в таких країнах досить обмежений, інші форми вивозу – перманентно великі за обсягом, а найбільш шкідливі форми – раптової втечі капіталу – можуть чинити руйнівний вплив, з огляду на їх відносні обсяги.

Обсяги відпливу капіталу з країн, що розвиваються, стрімко почав зростати із початком розмов про нормалізацію монетарної політики в США. Після початку ГФК МПК рухались переважно від розвинених країн, які знижували відсоткові ставки, до країн, що розвиваються. Відтак, на тлі позитивних очікувань підвищення ставок ФРС у 2015 р. чистий відплив капіталу з країн, що розвиваються, перевищив 500 млрд дол. США, що становило понад чверть обсягів, які надійшли після початку ГФК[254]. Основним джерелом скорочення присутності капіталу в країнах, що розвиваються, виступив банківський кредитний канал. Такий раптовий відплив капіталу у великих обсягах закладає чинники системного ризику через скорочення міжнародних резервів, ослаблення валют, падіння вартості цінних паперах та інших активів, кризу ліквідності, підвищення вартості боргу тощо.

Складність боротьби з нелегальним виводом та втечею капіталу полягає в тому, що він може відбуватись у цілком легальних адаптивних формах у рамках чинного законодавства. Варіація таких схем доволі різноманітна, але вони мають низку принципових елементів, що можна відслідкувати. Зокрема, такі схеми передбачають виконання товарно-розрахункових операцій між підприємствами в країні з використанням банківських позик та участю підприємства, що реально не функціонує і згодом банкрутує, та операціями із купівлі-продажу фінансових інструментів компанією з іноземним капіталом.

Добре помітно, що легальність цієї схеми обмежується рамками кожної окремої операції, тоді як при виявленні зв'язку між такими операціями наочно проявляється прихований реальний зміст схеми з нелегального трансферу капіталу. Додатковими ідентифікаторами нелегальної операції виступають наявність пов'язаних з банком осіб та офшорна юрисдикція компанії з іноземним капіталом та операції зі сміттєвими цінними паперами. Тож схему таких операцій не можна назвати такою, які складно помітити.

[254] World Economic Situation and Prospects 2016. UNN Report. URL: http://www.un.org/en/development/desa/policy/wesp/wesp_current/2016wesp_full_en.pdf

Складність може виникнути на етапі судового розгляду та доведення задуму. Але для побудови системи моніторингу нелегальних МПК у національній економіці, це вже не є принциповим. Головним є те, що із розвитком комп'ютерних систем обчислення великих баз даних моніторинг таких операцій у рамках політики обмеження офшорних трансакцій – як на регіональному, так і на світовому рівнях – швидше за все посилюватиметься.

Узагальнення світового досвіду боротьби з нелегальними схемами вивозу капіталу дозволяє виокремити притаманні ним ознаки:

– участь в операції підприємства національної юрисдикції, що не здійснює реальної економічної діяльності, не виконує взяті зобов'язання та функціонує короткий термін часу;

– висока частка суми передплати (близько 50% і більше) за фіктивною торговельною операцією, що не повертається у випадку невиконання торговельної операції;

– відсутні претензії, позови за невиконаними контрактами;

– використання специфічного фінансового інструменту, цінних паперів маловідомих компаній, що не мають широкого обігу;

– участь в операціях компанії з іноземними інвестиціями, походженням з офшорної юрисдикції або країни – фінансового хабу.

Перераховані ознаки свідчать про цілком реальну можливість ускладнити регулюючим органам здійснення таких операцій, підвищивши ризики і трансакційні витрати на їх проведення і певним чином обмежити їх обсяги. Хоча основним напрямом обмеження відпливу капіталу з національних ринків слід вважати усунення фундаментальних економічних причин та мотивів цього процесу в рамках системного підходу розвитку економіки та побудови політики контролю МПК, потрібно також удосконалювати і методи запобігання вивозу капіталу на мікрорівні – перевірки підприємств та пруденційного нагляду на фінансових ринках. Досвід таких країн, як Іспанія, Малайзія, Таїланд, у сфері боротьби з нелегальним вивозом капіталу показує, що такий контроль в певних межах може бути ефективним[255].

В експертному та науковому середовищі поширена думка, що «втеча» капіталу, під якою, як правило, розуміють вивіз капіталу загалом, порушує

[255] Ariyoshi A., Habermeier, K., Laurens B., Okter-Robe I., Canales-Kriljenko J. I. & Kirilenko A. Capital controls: country experiences with their use and liberalization. *IMF Occasional Paper*. 2000. No. 190.

фінансово-кредитний резерв економіки, зумовлює матеріальні збитки та підриває національну безпеку, а також впливає на стабільність національної грошової одиниці[256]. Останній ризик в умовах вивозу капіталу є найбільш реальним.

Малоефективними виявляються заходи, втілені під виглядом політики амністії капіталів, отриманих, для прикладу, злочинним шляхом і виведених за кордон. По-перше, відсутність передумов для її дієвості відображає певна абсурдність такого постулювання такої політики. Виведений за кордон капітал уже є легалізованим і юридичні чинники його повернення правоохоронними органами малоймовірні. По-друге, як підтвердити повноту повернення капіталу і чи можна амністувати капітал, здобутого шляхом вчинення тяжких злочинів. По-третє, відсутні надійні інструменти повернення амністованого капіталу зі збереженням анонімності.

Водночас причини вивозу значної частини капіталу мають і цілком об'єктивну природу. З одного боку, це високі ризики та мала ефективність недорозвиненої інституційної структури (як у розрізі сегментів, так і установ) фінансового сектора. В таких умовах застрахувати накопичений капітал від знецінення або втрати титулу на нього – об'єктивна потреба й обмеження на його вивіз підвищуватимуть сприйняття ризикованості внутрішнього середовища. Боротьба повинна вестись із вивозом капіталу, отриманого незаконним шляхом, але це питання не зовсім зі сфери регулювання потоків капіталу, а швидше із правоохоронної.

З іншого боку, об'єктивною причиною вивозу легального капіталу, окрім страхування, виступає неможливість його продуктивної алокації в умовах економічної стагнації та обмеженого розвитку фінансових ринків. За умови обмеження його вивозу, такий капітал так чи інакше буде переведений у валюту або вкладений у нерухомість. Проте він не матиме продуктивного впливу на економіку без наявності принаймні кредитної активності банків і, швидше за все, обертатиметься у тіньовій сфері національної економіки.

Водночас в умовах активізації економічного зростання та появи попиту на кредитні ресурси мотиви вивозу капіталу компенсуються високою дохідністю його вкладення на внутрішньому ринку країн, що розвиваються. Це також сприяє і реінвестуванню вже вивезеного капіталу. Саме тому прямо обмежувати вивіз легального капіталу безперспективно – з ним

[256] Бернштам Б.Е. "Бегство капитала" в условиях глобализации и его влияние на развитие национальных экономических систем. С. 15.

потрібно боротися шляхом розвитку інституційної структури внутрішніх фінансових ринків та реалізацією програм економічного зростання.

Хоча вивіз капіталу в інші юрисдикції для страхування від втрати характерний і для розвинених країн, для країн, що розвиваються[257], обсяги вивезеного капіталу становлять вагому частину внутрішнього ресурсу і, з огляду на це, слугують специфічним феноменом, що помітним чином визначає умови економічного розвитку трансформаційних економік. При цьому країни, що розвиваються, за обсягами вивозу капіталу інколи випереджають і розвинені країни.

Так, за даними Global Financial Integrity, розрахованими на зіставленні потенційних та реальних обсягів міжнародної торгівлі країн світу, лідером у відповідному рейтингу є Китай, з якого щорічно в середньому виводиться понад 100 млрд дол США, а на другому місці – РФ. За цими ж даними, з 2004 р. з України, в рамках торговельно-розрахункових схем, у середньому вивозилося близько 11,5 млрд дол. США щороку. На етапах зростання політичної або економічної невпевненості ці суми помітно зростали. Зокрема, у 2008 р. обсяг вивезеного капіталу, порівняно із попередніми роками зріс утричі – до 16,9 млрд дол США. У 2012 р. – до 21 млрд дол. США. Натомість за такими ж схемами у країну в ці періоди заводилось удвічі-втричі менше капіталу за обсягами[258].

Існує ціла низка методів оцінки обсягів «втечі» капіталу з країни за даними платіжного балансу: сальдо приросту закордонних активів, зовнішні активи та заборгованість банків, дані про перекази за кордон. Більш простий підхід аналізу відпливу капіталу з країни полягає у дослідженні платіжних балансів за статтею «Чисті помилки та упущення», яка визначається за методологією МВФ. У теорії стаття «Помилки та упущення» нівелює розбіжність у форматі первинних даних, на підставі яких складається платіжний баланс. Відтак наявність стійких вагомих відхилень даних при зведенні платіжного балансу свідчить про наявність не статистичної, а фактичної розбіжності між нормативною та реальною вартістю міжнародних торгових операцій, що швидше за все і втілює нелегальні операції з капіталом.

---

[257] Григорьев Л., Косарев Л. Проблема бегства капитала. *Экономический журнал ВШЭ*. 2000. № 4. С. 454–474.

[258] Spanjers J., Salomon M, Illicit Financial Flows to and from Developing Countries: 2005-2014. URL: https://www.gfintegrity.org/report/illicit-financial-flows-to-and-from-developing-countries-2005-2014/

Таким чином, із певними допущеннями стаття «Чисті помилки та упущення» може використовуватись для оцінки нелегальних потоків капіталу. Хоча за абсолютними даними обсяги неврахованих потоків капіталу за «Чисті помилки та упущення» суттєво менші, порівняно зі звітом Global Financial Integrity, на нашу думку, вони загалом вірно відображають відносну динаміку. Середні значення відпливу капіталу по країнах ЦСЄ та України за такою методикою відображено на рис. 3.13.

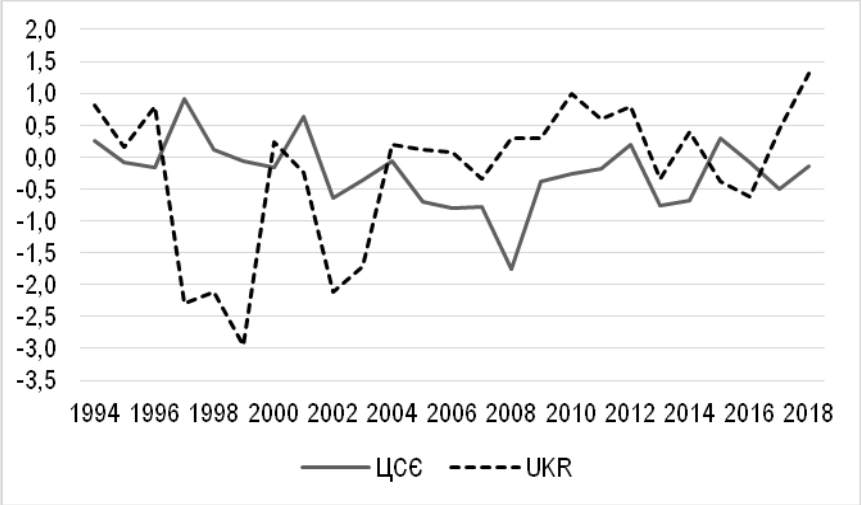


Рис. 3.13. Динаміка неврахованого відпливу *(від'ємні значення)* **та припливу** (*додатні*) **капіталу в країни ЦСЄ та України у 1994–2018 рр.,** *% ВВП*

Джерело: розраховано за даними[259].

Як показує аналіз динаміки та структури МПК трансформаційних країн ЦСЄ, відплив капіталу на початковому етапі їх трансформації відбувався схожим чином і набув особливо помітних обсягів після активного періоду приватизації державної власності. Такий вивіз капіталу, безумовно, слід вважати негативним явищем, попри те, що, ймовірно, він був частково компенсований припливом іноземного капіталу під проєкти приватизації.

Як видно з рис. 3.12., обидві групи країн характеризуються переважанням відпливу капіталу протягом усього періоду, за винятком обмеженого проміжку часу напередодні кризи, коли в усіх країнах регіону, як і загалом по світу, активізувався рух МПК від розвинених країн на ринки

[259] Статистичні дані Світового банку. URL: https://databank.worldbank.org/

країн, що розвиваються. Слід зазначити, що капітал найбільш потужних економік регіону: Угорщини, Польщі чинить суттєвий вплив на характер руху МПК інших країн у регіоні.

Взявши до уваги регіональний фактор, представлені дані дають підстави зробити висновок про такі особливості руху МПК у межах регіону. До початку 2000-х років відбувався переважно вивіз капіталу із пострадянських країн у східноєвропейські країни, де він отримував страхування титульного ризику та легалізувався. Це загалом підтверджується активною співпрацею підприємств пострадянських країн із країнами Австрії, Угорщини, Прибалтики.

З початку 2000-х років в умовах економічного буму в пострадянських країнах, помітним є перерозподіл МПК із країн ЦСЄ у їх напрямі. Однією з наочних форм цього став прихід в Україну дочірніх підрозділів східноєвропейських банків («Райфайзен», «ОТП», «Кредобанк» ін.). Після початку глобальної фінансової кризи відбувся раптовий розворот потоків капіталу. Згодом помітна певна синхронізація відпливу капіталу із країн як пострадянських, так і ЦСЄ, що відповідає світовому тренду посткризового перетікання капіталу з ринків країн, що розвиваються, у бік розвинених економік.

Останні тенденції виглядають доволі цікаво – капітал з 2016 р. активніше повертається на ринки пострадянських країн. Проте, швидше за все, дається взнаки ефект низької бази, масштабні МПК РФ під впливом санкцій та окремі проєкти приватизації, що згадувались раніше. Ще одним фактором перетікання капіталу в напрямі від ЦСЄ до пострадянських країн, ймовірно, можуть бути наслідком трудової міграції. Динаміка тіньових потоків капіталу в Україні, базуючись на статті «Помилки й упущення» платіжного балансу ,представлена на рис. 3.14.

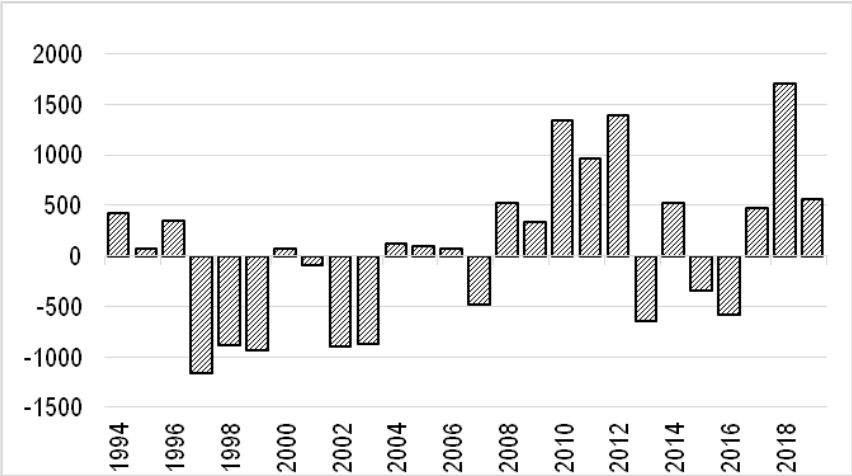


Рис. 3.14. Динаміка неврахованого відпливу (*від'ємні значення*) **та припливу** (*додатні*) **капіталу в Україні у 1994–2019 рр.,** *млн дол. США*
Джерело: розраховано за даними[260].

Цей графік досить наочно відображає динаміку тіньових МПК з України у період до 2014 р. Найбільш характерними є періоди початку та середини 2000-х років. У ці періоди активне економічне піднесення сприяло нагромадженню капіталу в країні. Разом із тим, за відсутності розвиненого інституціонального середовища, нагромаджений капітал регулярно виводився за кордон для легалізації в іноземних юрисдикціях. При цьому в умовах посилення регулювання в напрямі обмеження МПК капітал продовжував надходити в країну (скоріше повертатись) за тіньовими схемами. Це добре видно у періоди 2008–2012 рр. та 2016–2017 рр. Етап розгортання фінансово-політичної кризи у 2014 р. навряд чи є репрезентативним, оскільки в умовах масового банкрутства банків до запровадження обмежень на рух МПК, його вивід відбувався у масових масштабах, але у цілком легальних формах іноземних позик.

Характерною особливістю процесу втечі українського капіталу за кордон стало використання фінансових установ квазіофшорних юрисдикцій. Зокрема, через приватний австрійський банк середнього розміру, який спеціалізувався головним чином на управлінні активами та фондовому

[260] Статистичні дані Світового банку. URL: https://databank.worldbank.org/

менеджменті, – Anglo Austrian AAB Bank AG[261] протягом 2015–2016 рр. З цього банку, за даними ФГВФО, було незаконно виведено понад 400 млн євро. При цьому потрібно зазначити, що належне функціонування механізмів фінмоніторингу дають змогу якщо не запобігти, то хоча б частково відшкодувати такі шкідливі операції, – так і це зловживання з часом було викрито, тож у листопаді 2019 р. ЄЦБ відкликав ліцензію цього банку після ідентифікації економічно необґрунтованих операцій[262]. Саме тому одним з необхідних інструментів боротьби з перманентним відпливом та раптовою втечею капіталу з малих відкритих економік є налагоджені механізми моніторингу та контролю за рухом МПК.

З аналізу характеру руху нелегальних МПК в Україні можна зробити два вагомі висновки. По-перше, рух МПК, усупереч заборонам, може відбуватись в обох напрямах, у т.ч. і на внутрішні ринки. По-друге, приплив капіталу із зовнішнього ринку нелегальним шляхом може відбуватись у великих обсягах і здатен чинити вагомий вплив на чинники фінансової стабільності. При аналізі чинників системного ризику, його також потрібно враховувати на висхідних етапах економічних циклів. Загалом характер нелегальних МПК в Україні ще раз підтверджує переважно регіональне поширення МПК у транзитивних економіках, що не демонструють помітних темпів розвитку.

Якщо згадати про джерела надходження в Україну іноземних інвестицій, стає зрозуміло, що частина виведеного капіталу повертається згодом легальними каналами у вигляді ПІІ. З огляду на регіональну структуру припливу ПІІ в Україну, 60% обсягу яких становлять країни-офшори або квазіофшорні юрисдикції: Нідерланди, Кіпр, Австрія, Німеччина, Швейцарія, левова частка таких «іноземних» інвестицій насправді є поверненням національного капіталу. Це пояснює обмежений вплив припливу ПІІ на трансфер технологій та управлінських практик. Реальним наслідком таких інвестицій можна вважати здебільшого кредитну підтримку розширення обсягів споживання і хеджування титульного ризику власників підприємств, а також встановлення віддаленого контролю за потенційними конкурентами.

---

[261] До 2019 р. функціонував під назвою Meinl Bank.

[262] ЦБ забрав ліцензію у "дивного" австрійського банку, через відмивання українських грошей. *Економічна правда*. 20.11.2019. URL: https://www.epravda.com.ua/news/2019/11/20/653945/

Сучасним прикладом такого повернення вітчизняного капіталу, виведеного з банківської системи на початку фінансово-політичної кризи 2014–2015 р., слід вважати масове придбання ОВДП України «нерезидентами» у 2019 р., яке на 01.01.2020 р. становило 132 млрд грн[263]. Малоймовірно, що інвесторами в українські ОВДП на цьому етапі виступають справжні нерезиденти. У такому випадку продаж ОВДП іноземним інвесторам українського походження слід вважати певною платою за повернення національного капіталу, ціна якої дорівнює відсотковим ставкам за проданими цінними паперами.

Слід також звернути увагу на ще один канал втрати капіталу трансформаційними економіками: надмірне накопичення зовнішньої заборгованості (зокрема державної), що з часом продукує вагоме джерело перманентного відпливу капіталу у вигляді її обслуговування. Замкнене коло боргового навантаження, коли нові кредити беруться для обслуговування старих, погіршує інвестиційний клімат у частині сприйняття ризиків трансформаційної економіки і провокують нові відпливи як іноземного капіталу, так і нелегальну втечу капіталу національних компаній. А використання бюджетних надходжень для обслуговування зовнішньої заборгованості знижує рівень заощаджень в економіці та інвестиційну функцію державних фінансів. Досить наочним прикладом цього є ситуація, що спостерігається в Україні, де ставка обслуговування зовнішнього боргу є одна з найвищих у світі[264].

Узагальнюючи світовий досвід боротьби з непродуктивним вивозом капіталу можна виокремити такі необхідні елементи організації практики його запобіганню:

– розвиток інституціонального середовища фінансового сектора;
– удосконалення системи корпоративного управління;
– удосконалення системи валютного регулювання;
– ідентифікація операцій, що формують статтю «Помилки та упущення» платіжного балансу;
– обмеження фінансових операцій з офшорними юрисдикціями;
– запровадження державної політики моніторингу та контролю за МПК;

---

263 Первинний ринок ОВДП / НБУ. URL: https://bank.gov.ua/markets/primary-ovdp-chart

264 Богдан І. Фіскальна дисфункція. *Дзеркало тижня. Україна*. 2019. № 45. URL: https://dt.ua/macrolevel/fiskalna-disfunkciya-330611_.html

– стимулювання повернення національного капіталу шляхом операцій на відкритому ринку.

Вирішення проблеми непродуктивного та нелегального відпливу капіталу лежить у площині поєднання адміністративно-регуляторних та ринкових заходів у рамках комплексної державної політики. Як зазначалось вище, прямі обмеження на відплив капіталу можуть бути ефективними лише на короткостроковій основі. Для обмеження відпливу капіталу на перманентній або довгостроковій основі потрібно боротись з його глибинними факторами та причинами, доповнюючи їх заходами моніторингу та контролю МПК. Насамперед це стосується розвитку інституціонального середовища фінансового сектора країни включно з інститутом захисту права власності, інструментами хеджування юридичних та ринкових ризиків, механізмами фінансового моніторингу.

Розвинене інституціональне середовище фінансових ринків та ринкових інститутів загалом (у т.ч. захисту права власності) відіграє найбільш помітну роль в обмеженні відпливу капіталу в його непродуктивних формах. Транзитивна економіка зі слабким захистом права власності та недорозвиненою ринковою структурою, як правило, стикається з втечею капіталу та поверненням його у вигляді припливу ПІІ, що створює враження фінансової відкритості економіки. Але чистий потік буде мінімальним, що відображає швидше фінансову закритість такої економіки. Більше того, згідно з певними дослідженнями, навіть країна з великим економічним потенціалом та високою загальною факторною продуктивністю і браком капіталу зазнаватиме втечі капіталу при ознаках слабкого захисту права власності в її юрисдикції[265].

Особливі складнощі становить боротьба з напівлегальним вивозом капіталу, коли у рамках легальних схем проводяться фінансові операції, реальним змістом яких є вивід капіталу за кордон. Наприклад, кредитування дочірньої або пов'язаної компанії за кордоном або фінансові розрахунки через непрацююче підприємство та операції зі сміттєвими цінними паперами через офшорні компанії. В міжнародному законодавстві такі операції підпадають під особливий моніторинг, оскільки містять ознаки злочину.

---

[265] Ju J., Wei S. A Solution to Two Paradoxes of International Capital Flows / IMF. 2006. URL: https://www.imf.org/~/media/Websites/IMF/imported-full-text-pdf/external/pubs/ft/wp/2006/_wp06178.ashx

Одним із перспективних напрямів боротьби з цим явищем може стати розвиток інституту корпоративного управління. Важливим елементом запобігання напівлегальним схемам МПК через споріднені структури є розділення менеджменту та власника підприємства. Подібні операції містять ризик викриття органами фінансового моніторингу, що тягне юридичну відповідальність менеджменту компанії. У випадку, коли менеджмент та власник капіталу споріднені, вони мають економічну мотивацію ризикувати. Якщо менеджмент відносно незалежний від власника, мотивація для ризику знижується. Цьому сприяє також покращення системи аудиту та корпоративної звітності.

Виключно важливим елементом запобігання втечі та нелегальному вивозу капіталу є розвиток системи валютного регулювання, оскільки всі операції з виводу капіталу за кордон проходять через етап валютно-обмінної операції. Саме тому наявність ефективного системи валютного регулювання є необхідною умовою запобігання нелегальним МПК із країни – як у формі втечі, так і перманентного вивозу капіталу, отриманого нелегальним шляхом.

Ще одним важливим елементом слід вважати удосконалення системи статистичної обробки даних платіжного балансу. Стаття балансу «Чисті помилки і упущення» містить джерело даних про нелегальні міжнародні фінансові операції. В поточних умовах розвитку інформаційно-обчислювальної техніки, запровадження систем обробки великих баз даних та цифровізації звітності, відкривається перспектива виявлення джерел викривлень підсумку платіжного балансу з точністю до підприємства, а згодом – і до операції.

Загалом, у транзитивних країнах з недоформованим ринковим середовищем негативні тенденції МПК формує феномен втечі капіталу, що має два основні прояви. Перший – перманентний вивіз капіталу, зумовленого слабким розвитком інституціонального середовища фінансового сектора та значною часткою капіталу, отриманого нелегальним шляхом. Другий – втеча капіталу при зміні економічного тренду в країні. При цьому, якщо вивезений капітал тяжіє до повернення, то останній феномен – раптової кон'юнктурної втечі капіталу, що здебільшого відбувається ще на етапі негативних ринкових очікувань, – є найбільшим проявом накопичення системного ризику внаслідок проциклічної волатильності, притаманної МПК.

Відтак, особливості реалізації процесу фінансової лібералізації в Україні мали типовий для транзитивних економік прояв у вигляді припливу портфельних інвестицій на етапі приватизації та перманентного виводу національного капіталу в інтересах страхування титульного ризику в іноземній юрисдикції і відрізнялись затримкою етапу екзогенізації фінансового сектора до початку буму споживчого кредитування, підтриманого значною мірою припливом іноземного капіталу у 2005 р.

Водночас, процес екзогенізації транзитивних економік мав прямий вплив на формування чинників системної фінансової нестабільності через активізацію нерегульованих потоків міжнародного капіталу та відповідного поглиблення залежності фінансових систем від зовнішнього фінансування та кон'юнктури світових ринків. Значний плив нерегульовані МПК в країнах ЦСЄ мали і на деформацію структурно-функціональних параметрів фінансового сектора, строково-валютної структури фінансових ресурсів, формування цінових бульбашок на ринках фінансових активів і нерухомості, посилення дисбалансу внутрішніх інвестицій та заощаджень, кредитної підтримки споживчого попиту на імпортні товари.

ТРАНСФОРМАЦІЯ ПОЛІТИКИ ФІНАНСОВОЇ ВІДКРИТОСТІ НА ПОСТКРИЗОВОМУ ЕТАПІ

Неоднозначний вплив фінансової відкритості на економічне зростання і, водночас, наочний зв'язок нерегульованих МПК із формуванням системного ризику фінансової нестабільності в малих транзитивних економіках із 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 у малих транзитивних економіках після 30 років дерегуляції цієї сфери є доволі складним і йому повинно передувати розв'язання таких принципових завдань: 1) визначення потенційних можливостей використання заходів регулювання МПК у межах існуючої глобалізаційної парадигми та політики наддержавних інституцій, від якої економічно та політично залежать зазначені економіки; 2) узагальнення світового досвіду в цій сфері та виокремлення наявних найкращих практик раціоналізації фінансової відкритості; 3) узгодження заходів контрою за МПК з актуальним інструментарієм монетарної політики. Розв'язання цих принципових завдань відкриває шлях для розроблення концептуального підходу із розбудови політики контролю та регулювання фінансової відкритості економіки з метою сприянню руху продуктивного капіталу та обмеженню волатильних спекулятивних потоків.

4.1. Обмеження на рух потоків капіталу: можливості та суперечності інституційної парадигми та нормативно-практичного регулювання

Як було показано вище, завдання фінансової лібералізації із розгортанням ГФК зменшило свою актуальність для транзитивних економік. Відходять від неї й розвинені країни, що досягли високого рівня фінансової відкритості, реалізуючи власні економічні переваги через експорт капіталу. Вагома відмінність у процесі раціоналізації оптимального рівня фінансової відкритості для двох типів економіки: розвинених і таких, що розвиваються, у т.ч. транзитивних, полягає у значно більшій самостійності перших щодо

корекції економічної політики. Водночас малі транзитивні економіки розвивають свою економічну політику в узгодженні з міжнародними інституціями та інтеграційними об'єднаннями, від яких вони надто залежать фінансово.

Потрібно зазначити, що в рамках цього дослідження під інституціями маються на увазі організації, що розробляють та встановлюють певні правила реалізації економічних відносин у фінансовій сфері, у т.ч. законодавчі органи та міжнародні фінансові установи, які формально або неформально впливають на правила реалізації економічних відносин на міжнародному рівні. Стосовно різноманітних фінансових установ, що виступають учасниками економічних відносин, використовується термін «інститути». Відомо, що різні галузі науки можуть по-різному трактувати це поняття і часто відносять інститути до найбільш загальних та первинних правил на рівні традицій[266], проте у галузі фінансів термін «інститут» можуть вживати і стосовно фінансових посередників[267]. Зазначене співвідношення використання цих понять у цій роботі не суперечить науковій практиці й використовується для спрощення сприйняття та уникнення плутанини.

Наразі заходи з обмеження торговельної та фінансової відкритості застосовують усі групи країн – як розвинені, так і з ринками, що розвиваються. Здебільшого ці заходи мають ситуативний та фрагментарний характер, а не є складовим елементом комплексної економічної політики. Для транзитивних економік реалізація обмежуючих заходів ускладнена тим, що їх запровадження змушує країни порушувати взяті зобов'язання щодо вільної торгівлі та руху капіталу. Причина цього – транзитивні країни укладали угоди інтеграції на хвилі неоліберального консенсусу[268]. Оскільки дискусію щодо регулювання МПК на міжнародному рівні порушено, але не завершено, тренд на фінансову відкритість усе ще закріплено у формальних вимогах більшості угод економічного співпраці, зокрема ЄС, СОТ, ОЕСР, а також міжнародних фінансових інститутів розвитку – МВФ, СБ, БР тощо.

---

[266] Норт Д. Інституції, інституційна зміна та функціонування економіки / пер. з англ. І. Дзюби. Київ: Основи, 2000. 198 с. С. 10.

[267] Варналій З. Фінансові інститути та їх значення у розвитку сучасного фінансового ринку України. *Економіка і регіон*. 2016. № 4 (59). С. 15–21. С. 17.

[268] Кораблін С. О. Вашингтонський консенсус: тоді та тепер. Економіка України. 2017. №. 11. С. 17-32.

Побічним трендом глобалізації стало збільшення ролі саме наддержавних інститутів та міждержавних регіональних об'єднань, які набувають ролі провідників міжнародної інтеграції економічних відносин. Політика малих транзитивних економік з об'єктивних причин значною мірою підпадає під їх залежність. Тому детермінація та виявлення змін інституційних поглядів таких міжнародних організацій відіграє важливу роль з точки зору відповідності їм заходів національної політики економічного розвитку.

Мабуть вперше на високому рівні питання щодо доцільності мати обмеження на рух іноземного капіталу постало під час азійської кризи. У той час П. Кругман, не заперечуючи перспектив лібералізації, у листі до прем'єр-міністра Малайзії сформулював рекомендації щодо їх можливої ефективності, якщо вони не стають на заваді економічного розвитку. Для цього, на його думку, подібні обмеження повинні якнайменше зачіпати звичайний бізнес, допомагати реформ, а не виступати їх замінником, і – головне – мати тимчасовий, а не постійний характер, так би мовити дати можливість економіці передихнути у найбуремніший період екзогенного шоку[269].

Таким чином, одразу після ГФК ідея використання обмежень на рух капіталу позиціонувалась не як повноцінний елемент макроекономічної політики, а, радше, як тільки тимчасовий засіб. Можна сказати, що і наразі методичні рекомендації щодо регулювання МПК тільки розробляються, а чинне нормативно-правове забезпечення цього процесу швидше стоїть йому на заваді. Слід зазначити, що рекомендації МВФ щодо післявоєнного перехідного періоду, згідно з параграфом XIV Статуту, дозволяли країнам-учасникам залишити обмеження на транскордонні розрахунки. Проте на практиці таку можливість було проігноровано і МВФ наполіг на забезпеченні вільного руху капіталу для країн – реципієнтів його допомоги.

Разом із тим МВФ виявився більш гнучким щодо оцінки перспектив політики регулювання МПК. Імовірно цьому сприяв якісний рівень дискусії науковців та фахівців, який підтримувала ця організація, публікуючи у своїх виданнях доволі різноманітні результати наукових досліджень. Завдяки цьому вже у 2006 р на сторінках цих видань можна було прочитати

[269] Krugman P. An open letter to Prime Minister Mahathir. 1998. URL: http://web.mit.edu/krugman/www/mahathir.html

висновки про те, що фінансова відкритість та вільний рух МПК досить обмежено корелює з економічним розвитком країни[270].

Можна сказати, що тектонічний зсув в інституційних поглядах стосовно необхідності та перспектив запровадження обмежень на рух капіталу стався у 18 лютого 2010 р. У цей день голова центробанку Бразилії повідомив, що оголошені ФРС США плани знизити ставку за внутрішніми позиками та надати імпульс слабкій економіці призведе до зростання волатильності на світових ринках і ускладнить зусилля його країни щодо обмеження зміцнення національної валюти Бразилії[271]. Це передбачало необхідність запровадження обмежень на рух МПК.

Саме у цей же день уряд Південної Кореї, реагуючи на це повідомлення зі США, висловив попередження про те, що він готовий ужити заходів, спрямованих на обмеження припливу коштів. Із початку 2000-х років Південна Корея в принципі вже неодноразово вдавалася до обмежень, але цього разу необхідність заходів було обґрунтовано доцільністю відходу від уявлення про неефективність або витратність політики контролю і розглядом питання про введення заходів щодо підвищення макроекономічної обачності на більш системному рівні[272].

На додаток, у цей же самий день було оприлюднено доповідь, підготовлену групою економістів МВФ, де йшлось 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 зі швидко зростаючим припливом капіталу[273]. А з 2012 р. офіційна позиція МВФ уже стверджувала про наявність політики контролю за рухом капіталу як необхідної умови фінансової стабільності, що повинна запобігати накопиченню ризиків та реалізації

---

[270] Kose M., Prasad E., Rogoff K., Wei S. Financial globalization: a reappraisal. *IMF Working Papers*. 2009. WP/06/189(1). P. 1–94.

[271] 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.

[272] Kawai M., Lamberte M., Takagi S. Managing capital flows: lessons from the recent experiences of emerging Asian economies. *Regulating global capital flows for long-run development*. 2012. 35 p.

[273] Moghadam R. Recent Experiences in Managing Capital Inflows – Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework / International Monetary Fund. February 2011. URL: http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/021411a.pdf

екзогенних шоків[274], пояснюючи це тим, що «раптове збільшення припливу капіталу може здійснювати дестабілізуючий вплив, насамперед унаслідок сприянню виникненню кредитних бумів і фінансовій нестабільності»[275].

З цього часу на запит IMFC та G-20 у рамках постійно діючої програми покращення функціонування міжнародної валютної системи Фонд почав працювати над політикою фінансової лібералізації із використанням заходів управління потоками капіталу[276]. В наступні роки, особливо під впливом розгортання торговельних суперечок між США та КНР, подібна риторика від МВФ посилилась і поширилася на зворотний рух МПК. Виступ голови МВФ К. Лагард на щорічній зустрічі МВФ та Світового банку в жовтні 2018 р. у Індонезії був доволі радикальним. Вона закликала країни використати всі інструменти задля запобігання відпливу капіталу, неминучого в умовах торговельних суперечок та пожорсткішання монетарної політики західних центробанків[277]. Таким чином МВФ закликає як розвинені країни, що виступають постачальниками капіталу, так і країни, що розвиваються, задуматися про зміни до регуляторної та фіскальної політики, що дозволили би стримати короткострокові потоки на боргових ринках та стимулювали б довгострокові інвестиції у капітал[278].

Інші міжнародні фінансові інституції таку позицію МВФ офіційно підтримують. Наприклад, у спільній доповіді «Примушуючи глобальну фінансову систему працювати для всіх», що була підготовлена МВФ, Світовим банком та регіональними банками розвитку і представлена міністрам фінансів та головам центробанків G-20 у жовтні 2018 р.,

---

[274] Blanchard O., Hagan S., Towari S., Vinals J. The liberalization and management of capital flows: an institutional view / IMF. November, 2012. URL: https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/111412.pdf

[275] IMF Survey: Evolution Not Revolution: Rethinking Policy at the IMF / *IMF*. June 2016. URL: https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/53/sopol060216a

[276] Bird M. The Hottest Idea in Finance: Capital Controls Are Good. *The Wall Street Journal*. Feb.4, 2016. URL: https://www.wsj.com/articles/the-hottest-idea-in-finance-capital-controls-are-good-1454581800

[277] IMF's Lagarde urges countries to control 'inevitable' capital outflows amid trade, rate risks. *Business News*. October 11, 2018. URL: https://www.reuters.com/article/us-imf-worldbank-lagarde-capital-outflow/imfs-lagarde-urges-countries-to-control-inevitable-capital-outflows-amid-trade-rate-risks-idUSKCN1ML0HG

[278] Bird M. The Hottest Idea in Finance: Capital Controls Are Good. *The Wall Street Journal*. Feb. 4., 2016. URL: https://www.wsj.com/articles/the-hottest-idea-in-finance-capital-controls-are-good-1454581800

зазначено, 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»[279]. Для цього країни повинні насамперед зосередитися на розвитку стійких інклюзивних внутрішніх фінансових ринків, а досягнення фінансової відкритості відсунути на другий план – як більш довгострокову ціль.

Окрім загальних висновків та рекомендацій щодо використання заходів та обмежень на рух МПК, фахівцями МВФ було запропоновано й низку методичних рекомендації щодо їх запровадження. Їхнім вагомим внеском стала класифікація основних форм обмежень та формалізація передумов їх запровадження. Основними різновидами обмежень при цьому визнано ті, що на постійній основі обмежують рух капіталу, і ті, що мають дискретний характер, вмикаючись або вимикаючись за наявності потреби. Перші за методою МВФ, згодом визнаною й науковцями, отримали назву «стіна» (walls), а інші – «ворота» (gates)[280]. Зважаючи на ряд сучасних досліджень, обмеження типу «стіна» та «ворота» можна порівняти із адміністративними та ринковими типами обмежень.

Розвиваючи зазначену методу класифікації обмежень із використанням досвіду трансформаційних економік, можна додати, що в рамках зазначених «стіни» та «воріт», можуть існувати три основні варіанти обмежень: адміністративні (жорсткі законодавчі або нормативні обмеження за видами діяльності, власності, країни походження та ін.); програмні (обмеження, що обумовлені певними вимогами для нівелювання галузевого, регіонального та інших ризиків або потребами підтримки розвитку за відповідними напрямами); та кількісні (як правило, обмеження у вигляді кількісних нормативів на використання певних видів фінансових інструментів та кількісні показники валютних операцій). З урахуванням зазначеного доповнення класифікація видів обмежень може мати такий вигляд (див. табл. 4.1.).

Такий підхід, із виокремленням програмного характеру обмежень на рух капіталу, на нашу думку, дозволяє змогу розвинути необхідність

---

[279] Making the global financial system work for all. Report of the G20 eminent persons group on global financial governance. October 2018. URL: https://www.globalfinancialgovernance.org/assets/pdf/G20EPG-Full%20Report.pdf

[280] Klein W. Capital Controls: Gates versus Walls. *Brookings Papers on Economic Activity*. 2012. Vol. 2012(1). P. 317–367.

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.

Узагальнюючи думку фахівців МВФ, запровадження обмежень на рух капіталу в рамках відповідної політики можуть бути обґрунтовані тим, що приплив значних обсягів капіталу може призвести до:

– зміцнення обмінного курсу національної валюти, тобто зниження конкурентоспроможності експортерів;

– перегріву економіки; кредитних бумів виникненню цінових «бульбашок» на активи; дисбалансу між продуктивністю та обсягами виробництва та обсягом споживчих витрат, тобто стимулювати дефіцит рахунку поточних операцій.

Таблиця 4.1.

Класифікація видів обмеження на рух МПК

Характер обмежень	Відповідальність	Приклад
Адміністративний	Уряд (міністерства)	Адміністративні заборони або обмеження на види діяльності, участь нерезидентів
	Центральний банк	Адміністративні заборони або обмеження на види фінансових операцій, вимоги до обміну експортної виручки
	Законодавчий орган	Санкції або заборона на економічні відносини з певними країнами
Програмний	Уряд (міністерства)	Податкове регулювання, ліцензування, вимоги до квот на участь, інвестиції або реінвестування прибутку і дивідендів, модифікація таргетів та монетарної політики
	Центральний банк	Вимоги щодо наявності додаткових застав, гарантій, квотування контрагентів
Ринковий	Уряд (міністерства)	Оподаткування доходів від операцій з

		валютою та іноземним капіталом
	Центральний банк	Встановлення вимог до резервів за певними кредитними операціями, валютні інтервенції

Джерело: складено автором.

Такий підхід слід доповнити і негативним впливом іще вагоміших ризиків, які провокують у національних фінансових системах раптові розвороти та зупинки руху МПК у результаті екзогенних шоків. Зазначені фактори є доведеними. Апелювання до їх впливу із посиланням на висновки та рекомендації такої потужної інституції, як МВФ, дає підстави транзитивним економікам розробити і запровадити національну систему контролю та регулювання руху МПК, попри сучасні вимоги інших міжнародних організації та інтеграційних об'єднань. Відтак такий підхід слід вважати актуальним і для України.

Водночас рекомендації МВФ щодо доцільності переходу від «стін» до адаптивних обмежень типу «ворота» загалом викликають питання. Принаймні вони 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. Слід зазначити, що для країн, що розвиваються, використання «стін» ускладнене тим, що вони негативно позначаються на інвестиційних рейтингах країни в частині фінансової відкритості, тоді як розвинені країни створили імідж «фінансово відкритих країн», але, поряд із тим, зберігають «стіни» і не менш активно використовують цілу низку тимчасових регуляторних обмежень типу «ворота».

Загалом перспективним напрямом становлення національної системи регулювання МПК слід визнати зміну пріоритетів від наявності перманентних обмежень до перманентного контролю та моніторингу за рухом МПК та валютними операціями в межах власної юрисдикції і, за необхідності, проактивного реагування на них заходами контролю. Це дасть змогу раціонально регулювати фінансову відкритість економіки, підвищуючи її у певні моменти задля реалізації переваг інтеграції у розвинені структури та організації і, водночас, оперативно реагувати на небезпечні прояви негативного впливу руху МПК. Наявність дієвої системи моніторингу та контролю за сферою руху МПК також підвищить якість

аналізу економічних процесів у країні та, відповідно ,адекватність макроекономічної політики.

Особливу увагу потрібно звернути на постулювання МВФ необхідності використовувати заходи для обмеження раптової втечі капіталу із малих відкритих економік. Погоджуючись із тим, що сплески відпливу можуть викликати шоки у фінансовій системі та спад у реальному секторі, МВФ акцентує, що вони можуть бути спричинені як глобальними чинниками та ефектами зараження поза контролем урядів країн, так і внутрішніми подіями. Цікаво відзначити, що в сенсі аналізу ефективності заходів обмеження на відплив капіталу серед трьох країн, на досвід яких посилаються експерти МВФ, є і Україна, що в 2008 р. запровадила суттєві обмеження на відплив капіталу. Проте МВФ не дуже позитивно оцінює український досвід, апелюючи до того, що обмеження запроваджувались в умовах слабкої макроекономічної політики[281].

Таким чином, наразі МВФ упевнено просуває підхід щодо доцільності оперування заходами контролю над МПК у межах інструментарію адекватної макроекономічної політики, наголошуючи при цьому, що первинними є інтереси макроекономічної політики, що комплексно вирішує завдання фінансової стабільності та економічного розвитку. Заходи контролю та регулювання руху МПК у такому випадку повинні сприйматись як підпорядкована політика. Такий підхід слід безумовно вважати виправданим, оскільки найбільш дієві заходи обмеження МПК можуть бути реалізовані в рамках фіскальної та монетарної політики, що вимагає їх узгодження як між собою, так і стосовно політики економічного розвитку.

Водночас, потрібно зважати, що інституційний погляд МВФ не відміняє права й обов'язки учасників МВФ, визначені у Статуті МВФ, відповідних договорах та меморандумах[282]. Тому МВФ усе ще відштовхується від того, що економіки з ідеальними ринками (де присутні інформаційна симетрія, відсутність екстерналій) повинні прагнути до фінансової лібералізації, оскільки це забезпечить продуктивне розміщення фінансових ресурсів. Але ці

[281] Brockmeijer J., Marston D., Ostry J. Liberalizing Capital Flows and Managing Outflows / IMF. 2012. URL: https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/031312.pdf

[282] The OECD's approache to capital flow management measures used with a macroprudential intent. Report to G20 finance ministers. 16-17 April 2015.

переваги залежатимуть від рівня розвитку фінансових інститутів[283]. Наприклад, Китаю МВФ радив би проводити фінансову лібералізацію.

Більш консервативно, порівняно з МВФ, до питання регулювання МПК підходять офіційні інституції ЄС. Пояснюється це здебільшого 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[284].

Відповідно лібералізація руху капіталів у ЄС пройшла тривалий шлях і переривалася дією фінансових, політичних криз та врешті-решт сягнула помітного прогресу. Тому принцип вільного руху капіталу в ЄС дійсно слід сприймати як один із фундаментальних і непохитних стовпів. Водночас об'єктивна необхідність заходів контролю над рухом МПК зумовлює можливість використання їх і в ЄС. Хоча офіційно уряд ЄС і не підтримує їх запровадження, все ж як європейське законодавство, так і практика міжнародних угод з ЄС дозволяє певні вилучення.

Зокрема, ст. 73 ще самого першого Договору містила ряд винятків щодо встановлення режиму вільного руху капіталу. Наприклад: на випадок, якщо рух капіталів викликає порушення у функціонуванні ринку капіталів у якій-небудь із держав-членів, Європейська Комісія, після консультації з Валютним комітетом, дозволить цій державі у сфері руху капіталів вдатися до захисних заходів, умови і деталі яких вона визначить[285].

Загалом, як дослідила В. Селіванова, нормативно-правова база Європейського Союзу передбачає наявність обмежень вільного руху капіталу у випадку, якщо вони зумовлені такими об'єктивними причинами і цілями:

---

[283] Brockmeijer J., Marston D., Ostry J. Liberalizing Capital Flows and Managing Outflows / IMF. 2012. URL: https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/031312.pdf

[284] Стрілець Б.В. Свобода руху капіталу та інвестиційна діяльність у Європейському Союзі. *Часопис Київського університету права*. 2015. № 1. С. 299–304. С. 300.

[285] Treaty establishing the European Economic Community signed at Rome, 25 March 1957. URL: http://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/?uri=CELEX:11957E/TXT

– повної лібералізації руху капіталу, яка призводить до втрати контролю держав-членів за фінансовими потоками, що створює умови для ухилення від оподаткування та легалізації доходів, отриманих злочинним шляхом. Через це рух капіталу має бути обмежений з метою перешкоджання використанню фінансових інструментів у злочинній діяльності та виявлення підозрілих операцій;

– для захисту стратегічних інтересів держав-членів та Європейського Союзу загалом можуть бути введені обмеження за мотивами «спільних інтересів». Відповідність таких обмежень вимогам установчих документів Європейського Союзу визначається й оцінюється Судом Європейських співтовариств. При цьому, оскільки держави-члени мають право самостійно уводити такі обмеження, виникає небезпека неконтрольованого введення таких обмежень і, відповідно, складності щодо їх своєчасної ідентифікації на предмет сумісності із Договором[286].

При цьому існує ціла низка винятків, за якими європейське законодавство передбачає можливість запровадження обмежень на рух капіталу, зокрема:

– винятки загального характеру, передбачені первинним Договором;

— специфічні винятки, передбачені Договором у сфері свободи руху капіталу;

– специфічні винятки, пов'язані зі свободою організації або інституту;

– винятки, обґрунтовані мотивом «спільних інтересів», затверджені в рамках прецедентного права Суду Європейських співтовариств;

– винятків, які передбачені нормативно-правовим регулюванням інших галузей права Європейського Союзу або специфічних директив регулювання окремих видів економічної діяльності[287].

Використання регуляторної політики у сфері руху ПМК у ЄС активізувалось із початком торговельного протистояння США та КНР. На його тлі провідні економіки ЄС також посилили регуляторні заходи проти торговельної експансії КНР. Зокрема, у лютому 2019 р. Європарламент ухвалив нову програму моніторингу інвестицій[288], яка закликає країни-члени спеціально відстежувати інвестиції у низці секторів, включаючи критичні

---

[286] Селиванова В.А. Принцип свободного движения капитала в праве Европейского Союза: сущность и проблемы реализации: автореф дисс.: к.ю.н. по спец.: 12.00.10. Москва, 2007. 38 с. С. 12.

[287] Там само. С. 13.

[288] ЄС: National screening mechanism. URL: https://europa.eu/rapid/press-release_IP-19-2088_en.htm

технології та інфраструктуру. Особливо це стосується інвестицій та фінансових транзакцій підприємств із державною участю або в рамках державних програм. Значною мірою, як було зазначено вище, це позначилось саме на китайських інвестиціях.

Незважаючи на те, що зміни у політиці моніторингу інвестицій ЄС можна визначити як найбільш масштабні за останні два роки в європейських режимах моніторингу ПІІ, така політика все ще переважно лібералізована. Однак перегляд програм моніторингу інвестицій, імовірніше, є лише першим кроком у більш широкому переліку заходів та інструментів політики ЄС у відповідь на зростаючу китайську економічну діяльність в Європі. Вочевидь ЄС рухається в кільватері США, які розпочали подібну політику у відповідь на занепокоєння щодо характеру економічної експансії Китаю. Ймовірно, подальшим кроком ЄС може стати обмеження китайських інвестицій щодо експорту товарів подвійного використання та критичних технологій, захисту інформації тощо.

Таким чином, попри те, що європейські офіційні регулятори, зокрема ЄЦБ, не висловлюють своєї позиції щодо можливостей запровадження обмежень на рух капіталу в країнах – членах або кандидатах ЄС, що, природно, пояснюється тим, що це суперечить ідеології та засадам формування Союзу, нормативно-правове поле ЄС дозволяє запровадження регуляторної політики МПК на національному рівні. Підтверджує таку можливість і наявна практика.

Оскільки принцип вільного руху капіталу не виключає можливості здійснення контролю та моніторингу за рухом капіталу, нормативно-правове забезпечення ЄС не забороняє запровадження контролю за МПК на рівні держав-членів, кандидатів або навіть уряду ЄС для захисту від криз, а також з метою запобігання зловживанням свободою руху капіталу з метою незаконного збагачення та відмивання капіталів, отриманих незаконним шляхом. Відповідно, наглядова функція або контроль над рухом МПК є важливою умовою безпеки ЄС і тому законодавство ЄС визнає, що контроль за рухом МПК повинен зберегтися, незалежно від розвитку економічних відносин і стабільності в ЄС. Більше того, за потреби посилення боротьби з легалізацією доходів, здобутих злочинним шляхом та фінансування тероризму, можуть бути введені нові обмеження на рух капіталу.

Таким чином, перспективи трансформаційних економік у запровадженні політики регулювання фінансової відкритості та руху МПК у межах

регуляторного поля ЄС цілком реальні за умови її побудови на базі адекватної системи контролю, що дає змогу моніторити вплив МПК на формування ризиків фінансової нестабільності та виявлення операцій із відмивання капіталів, здобутих незаконним шляхом. У першому випадку відбувається обмеження негативного впливу припливу волатильних МПК, в другому – задовольняється потреба транзитивної економіки щодо обмеження обсягів втечі капіталу, оскільки, як було показано у попередніх розділах, вона відбувається саме через напівлегальні схеми. Відповідним чином необхідно здійснювати обґрунтування для ЄС запровадження політики контролю МПК у випадку малої транзитивної економіки.

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. Із самого початку вимоги лібералізації інвестиційної діяльності для країн – учасників ОЕСР мали доволі обов'язковий характер. Країни-учасники приєднувались до «Кодексу про лібералізацію руху капіталів» і мали оприлюднювати план зняття обмежень на рух капіталу, а після його реалізації не допускати їх поновлення. Країни-учасники, що запроваджували заходи, які мали дискримінаційний характер стосовно іноземних інвесторів, вносились до переліку застережень для інвесторів стосовно такої країни. Особлива увага зверталася на запровадження нових обмежень. У цьому сенсі вимоги проведення такої лібералізації навіть перевершували вимоги ст. 8 Статуту МВФ, який усе ж засвідчував право країни на контроль за операціями з капіталом.

Разом із тим після азійської кризи та, особливо, ГФК, практика застосування Кодексу про лібералізацію руху капіталів стала більш лояльною стосовно країн, що розвиваються, а необхідність використання обмежень на рух капіталу останнім часом почало розглядатися керівництвом ОЕСР досить серйозно. Наголошується, що Кодекс здебільшого орієнтований на поступове проведення фінансової лібералізації таких країн у мірі їх спроможності, підкреслюючи, що Кодекси дозволяють тимчасово призупиняти лібералізаційні заходи для регулювання потоків капіталу[289].

[289] Keeping Capital Flows Orderly / OECD. 2015. URL: http://oecdinsights.org/2015/12/02/keeping-capital-flows-orderly/

Дійсно, і з самого початку організації ОЕСР стаття 7b Кодексу про лібералізацію руху капіталів передбачала можливість скасування лібералізаційних заходів у випадку, якщо їх запровадження в рамках ст. 2а призводить до серйозного погіршення платіжного балансу або серйозних економічних або фінансових порушень у країні, що є учасником ОЕСР. Зазначалося, що скасування лібералізаційних заходів має тимчасовий характер і має бути визначено у часі[290]. Але однозначних часових вимог щодо можливості запровадження тимчасових обмежень Кодекс не містить[291].

Хоча у 2008 р. було ухвалено «Керівництво користувача щодо Кодексів лібералізації операцій із капіталом та лібералізації поточних невидимих операцій», де роз'яснювалося, що у випадку запровадження регуляторних обмежень на рух капіталу країни-учасники повинні негайно повідомляти про це ОЕСР із обґрунтуванням їх необхідності. Також у ньому зазначено, що термін таких обмежень не повинен перевищувати 18 місяців, а ОЕСР має їх погодити, а потім здійснювати постійний моніторинг виправданості запровадження обмежень, прийнятих країною-учасником. Санкцій за запровадження обмежень країнами – учасниками ОЕСР не передбачено, проте не виключена можливості здійснення контрзаходів щодо держави-учасниці, що запровадила обмеження у порушення положень Кодексу. Попри це, на практиці випадків застосування таких контрзаходів не було.

Потрібно також зазначити, що й ООН наполягає на раціоналізації політики залучення іноземних інвестицій на базі не кількісних, а якісних характеристик[292]. Для додаткового обґрунтування необхідності запровадження політики контрою за рухом капіталів у частині інвестиційної політики держави можна використати й сучасну «Рамкову концепцію інвестиційної політики з метою стійкого розвитку» ЮНКТАД (Investment Policy Framework for Sustainable Development), оновлену у 2015 р. У ній державам пропонується проводити національну інвестиційну політику,

---

[290] OECD Codes of Liberalisation of Capital Movements and of Current Invisible Operations. URL: https://www.oecd.org/daf/inv/investment-policy/codes.htm

[291] Коваль А. Прогрессивная либерализация движения капиталов: Кодекс ОЭСР. URL: https://oecd-russia.org/analytics/progressivnaya-liberalizatsiya-dvizheniya-kapitalov-kodeks-oesr.html

[292] CSR and Developing Countries: What scope for government action? *Sustainable Development Innovation Briefs* / United Nations. 2007. Is. 1. URL: https://sustainabledevelopment.un.org

зважаючи на першочерговість завдань забезпечення використання інвестицій у цілях стимулювання стійкого економічного зростання шляхом підвищення міжнародної конкурентоспроможності, розвитку людського капіталу, технологій, інфраструктури тощо.[293] Для досягнення цих цілей потрібно на регулярній основі здійснювати оцінку ефективності регуляторного впливу на потік інвестицій та визначених пріоритетів. Таке формулювання обґрунтовує необхідність запровадження моніторингу за характером інвестиційних потоків, що є необхідним елементом національної політики контролю за рухом МПК.

У реаліях поточного стану економіки, а також монетарного та фіскального регулювання Україна залишається під тиском фінансово-ліберальної парадигми. В умовах активного періоду глобалізації економічних відносин домінуючим підходом стосовно МПК виступала лібералізація щодо їх регулювання. Такий підхід базувався на неокласичній теорії економічного зростання, що домінувала в докризовому періоді. Спираючись на цей підхід, МВФ, Світовий банк, Єврокомісія та інші міжнародні організації наполягали на необхідності лібералізації видів національної політики регулювання потоків капіталу та руху світових економік до фінансової відкритості. Вважалося, що найбільшу користь від фінансової відкритості отримають країни з економіками, що розвиваються.

Відповідно до такого підходу держави Східної Європи, що стали на шлях трансформації своїх економік до ринкових засад, вдалися до політики фінансової лібералізації. Зокрема, декілька спроб лібералізувати фінансовий рахунок та рахунок операцій з капіталом здійснила й Україна. Проте низка валютно-фінансових криз щоразу примушувала повертатися до політики регулювання операцій з валютою та іноземним капіталом.

На хвилі популяризації неоліберального підходу в управлінні економікою в Україні помітна чергова спроба досягти фінансової відкритості економіки. Зокрема, НБУ знову активізував політику фінансової лібералізації з кінцевою метою усунути всі обмеження на рух МПК. У рамках дорожньої карти такої політики було ухвалено Закон України № 2473-VIII від 21.06.2018 р. «Про валюту і валютні операції». Ухвалення цього закону та низки інших нормативно-правових актів є черговим етапом лібералізації валютного ринку, а норми цих документів спрямовані на дерегуляцію інвестицій, спрощення

[293] Investment Policy Framework for Sustainable Development. / UNCTAD. 2015. URL: http://investmentpolicyhub.unctad.org/Upload/Documents/INVESTMENT%20POLICY%20FRAMEWORK%202015%20WEB_VERSION.pdf (дата доступу 12 листопада 2016).

проведення транскордонних операцій із валютними цінностями та розширення переліку доступних валютних операцій[294]. Відповідно, актуальна позиція НБУ полягає у використанні заходів регулювання потоків капіталу виключно на тимчасовій основі як реакція на зовнішні шоки, що зумовлює певну пасивність стосовно їх неодмінного впливу[295]. Наведений у цій роботі досвід засвідчує, що такий підхід не відповідає актуальним тенденціям.

Слід відзначити, що рух до нерегульованої фінансової відкритості в Україні підтримується нормами Угоди про асоціацію з ЄС (далі – Угода).[296] Підписавши Угоду про асоціацію між Україною та ЄС, Україна, з метою інтеграції до європейського простору, зобов'язалася спростити умови торгівлі товарами, послугами, правила ведення бізнесу, гармонізувавши їх із нормами ЄС, а також скасувати існуючи перешкоди для міжнародного руху капіталу[297].

Для України немає жорстких вимог щодо строків повного зняття обмежень на рух капіталу, оскільки вона поки що не є кандидатом на вступ до ЄС. Тим не менш у ст. 144, 145 глави 6 «Угоди» зафіксовано такі зобов'язання:

- не обмежувати і дозволяти будь-які платежі та перекази у вільноконвертованій валюті;
- забезпечити вільний рух капіталу, пов'язаний із наданням кредитів, послуг, портфельними інвестиціями, позиками та кредитами інвесторів;
- не вводити будь-яких нових обмежень на рух капіталу і поточні платежі та не перетворювати існуючі умови на більш обмежувальні.

Ст. 146 глави 6 «Угоди» дозволяє запровадження, у разі крайньої необхідності, захисних заходів на строк не більше 6 місяців.

---

[294] Національний банк затвердив нову систему валютного регулювання та оприлюднив дорожню карту валютної лібералізації. URL: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=85295172&cat_id=55838

[295] Repko M., Kashko O., Piontkivska I. International experience of capital flow liberalization. *Visnyk of the National Bank of Ukraine*. 2016. No. 235. P. 26–42. P. 40.

[296] Угода про Асоціацію між Україною, з Україною з однієї сторони, та Європейським Союзом і його державами-членами, з іншої сторони. URL: https://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/984_011

[297] Імплементація Угоди про асоціацію між Україною та ЄС: рекомендації на основі досвіду країн Східної Європи: наукова доповідь / за ред. акад. НАН України В.М.Гейця; чл.-кор. НАН України А.І.Даниленка, чл.-кор. НААН України, д-ра екон. наук Т.О.Осташко; НАН України, ДУ «Ін-т екон. та прогнозув. НАН України». Київ, 2015. 104 с.

Хоча лібералізація руху капіталу виступає важливою передумовою формування єдиного ринку з ЄС та модернізації вітчизняного фінансового ринку до сучасного світового рівня, разом із тим слід звернути увагу на певні перестороги та суперечності щодо зобов'язань, сформульованих в Угоді, та підходом у взаємовідносинах України з МВФ, на прикладі «Меморандуму про економічну та фінансову політику» з МВФ від 21.07.2015 р.[298].

Відповідно до зміни інституційного погляду МВФ у 2015 р. урядом України та НБУ у Меморандумі була обґрунтована необхідність використання обмежувальних заходів у сфері руху капіталу: «допоки не відбудеться надійна стабілізація фінансових умов, контроль руху капіталу та інші обмежувальні валютні заходи, в основному, залишатимуться». Відповідно на цьому етапі провідну роль відігравав підхід МВФ. Пізніше, на тлі гальмування співпраці з МВФ, НБУ посилив курс на лібералізацію, що, на перший погляд, може бути визначено, як крок до активізації співпраці з ЄС.

Проте наступна суперечність полягає у розбіжності між рекомендацією МВФ дотримуватися плаваючого курсу валюти та вимог ЄС щодо недопущення отримання торгових переваг за рахунок девальвації. Тобто ЄС, на відміну від МВФ, більш лояльно ставиться до режимів керованого курсу валюти. А як один із важливих критеріїв вступу до ЄС визначається вимога підтримання протягом двох років стабільного курсу національної валюти, коливання якої відносно євро не перевищують 15%. У реаліях вітчизняного ринку, при знятті існуючих валютних обмежень, у поточному році досягнути такої стабільності національної валюти навряд чи вдасться .

Наведені вище суперечності демонструють складність виконання Україною взятих на себе зобов'язань у рамках Угоди та адаптації підходу МВФ у рамках Меморандуму, принаймні у заплановані строки. З огляду на те, що зобов'язання у рамках зазначених угод мають не обов'язковий, а рекомендаційний характер та їх виконання для України залежить від її власної волі, важливо визначити реально досяжні позиції за вимогами щодо лібералізації руху капіталу, курсоутворення та використання обмежувальних заходів у кризовому періоді і відповідним чином узгодити взяті на себе зобов'язання перед ЄС та МВФ.

---

[298] Меморандум про економічну і фінансову політику від 21.07.2015. URL: https://www.documentcloud.org/documents/5638678-IMF.html#document/p58

Наразі високий ризик відпливу капіталу за кордон та девальвації національної грошової одиниці вимагає збереження валютних обмежень, запроваджених НБУ, та унеможливлює лібералізацію руху портфельних інвестицій та інвестицій резидентів за кордон. Цей факт повинен бути врахований при складанні плану зняття валютних обмежень і заходів контролю за капіталом для МВФ. Також відповідні перешкоди із проведення повної лібералізації руху капіталу потрібно обговорити – як це передбачено ст. 147 Угоди – із європейською стороною та, за необхідності, обґрунтувати потребу у збереженні певних обмежень щодо руху капіталу на період подолання наслідків поточної кризи.

Попри суттєві зміни у підходах міжнародних інституцій щодо можливостей використання малими економіками заходів регулювання МПК, потрібно відзначити, що обережні поступки наднаціональних інституцій в напрямі схвалення розробки відповідної політики зумовлюють незадовільний стан методологічного та нормативно-правового забезпечення. Так, критично аналізуючи розроблені МВФ підходи та рекомендації, доводиться звернути уваги на наявні в них прогалини, зумовлені саме небажанням відходити від попередньої неоліберальної парадигми.

Перше – це особливості взаємозв'язку МПК та фінансової стабільності у країнах зі слабкими національними валютами та проблемою перманентного відпливу капіталу в транзитивних економіках загалом. Особливість економік зі слабким національними валютами полягає в тому, що планомірний рух МПК у них більшою мірою впливає на коливання РЕОК національної валюти, зміцнюючи її за припливу та послаблюючи за відпливу. У випадках шокових переливів зміна курсу національної валюти набуває великої амплітуди і руйнівних масштабів. Такі коливання посилюються спекулятивним ринковим впливом і в таких умовах стабілізуючий ефект вільноплаваючого курсу, який передбачає теорія, просто не в змозі проявитися.

З іншого боку, в країні, що зберегла національну валюту, валютний ринок виступає вузьким місцем, яке проходять майже всі МПК у країну і назовні. Тож у в країнах із національними грошовими одиницями саме валютне регулювання набуває потенціалу виключно дієвих інструментів впливу на характер МПК у країні. Водночас неоліберальний консенсус усе ще не здатний повноцінно визнати доцільність валютного регулювання. Тому дослідження місця та ролі національного валютного регулювання і

проблема перманентного відпливу капіталу з транзитивних економік залишаються недостатньо розробленими, а це обмежує поле ефективної політики регулювання фінансової відкритості.

Ще однією прогалиною методології запровадження регулювання МПК на цьому етапі слід визнати недосконалу методику оцінки рівня фінансової відкритості країни. Як було показано в інших розділах, наявна методика оцінки нормативної фінансової відкритості досить обмежено відображає існуючі в межах юрисдикції обмеження на рух капіталу. Методика здебільшого дає змогу лише скласти уявлення про тенденції на основі довгострокової динамік, проте не відображає зміни в реальному часі й багато обмежень залишає поза увагою. Розбіжність між нормативною оцінкою та реальним рухом МПК у свою чергу ускладнює оцінку адекватності наявної системи регулювання МПК у країні. Фактично вона представляє інтерес для оцінки інституційної спроможності держави щодо реалізації видів наявної політики у сфері регулювання фінансової відкритості. Високий рівень розбіжності між індикацією трендів фінансової відкритості «де-юре» та «де-факто» засвідчує, що державне регулювання в країні неспроможне опанувати волатильні потоки капіталу. Особливо це стосується випадків, коли нормативний рівень відкритості країни свідчить про її закритість, а реальні потоки капіталу через юрисдикцію перевищують показники офіційно «відкритих» країн.

Таким чином, негативний вплив МПК на фінансову стабільність малих відкритих економік та брак позитивних наслідків зумовили трансформацію підходів міжнародних інституцій у 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 транскордонним рухом капіталів в Україні, не суперечитиме євроінтеграції та 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, що провокують у національних фінансових системах транзитивних економік раптові розвороти та зупинки руху МПК у результаті екзогенних шоків. Зокрема, слід звернути увагу на

особливості взаємозв'язку МПК та фінансової стабільності у країнах зі слабкими національними валютами та проблемою перманентного відпливу капіталу в транзитивних економіках загалом. Валютний ринок транзитивної економіки, що зберегла національну валюту, становить вузьке місце, через яке проходять майже всі види транскордонних МПК. Тож у країнах із національними грошовими одиницями саме валютне регулювання набуває потенціалу виключно дієвих інструментів впливу на характер МПК у країні. Водночас збереження статус-кво неоліберального консенсусу обмежує перспективні напрями модернізації валютного регулювання, тому дослідження місця та ролі національного валютного регулювання і проблема перманентного відпливу капіталу з транзитивних економік залишаються на недостатньо розробленому рівні, а це звужує поле ефективної політики регулювання фінансової відкритості.

4.2. Практика регулювання міжнародних потоків капіталу в умовах кризи

Попри те, що панівна політика, сформована в рамках неоліберального консенсусу на глобальному рівні спонукала до фінансової лібералізації, потреба нівелювання ризиків проциклічної волатильності спекулятивних МПК своєї актуальності не втрачала. Причиною цього стали відомі кризові події, що в період активного руху до фінансової відкритості на хвилі глобалізації спіткали низку різних країн із ринками, що розвиваються. Широкого розголосу отримали епізоди фінансових криз валютного типу, спричинені раптовими припливами та наступними розворотами капіталу в Мексиці (1994 р.), Венесуелі (1994 р.), Аргентині (1995 р.) тощо.

Валютним кризам у цьому регіоні посприяв раптовий приплив великих обсягів капіталу в 1993 р. – близько 60 млрд дол. США і раптовий його відплив у наступні два роки. Згодом фінансово-валютна криза, через раптовий відплив капіталу в обсязі близько 12 млрд дол. США, сталася у Південно-Східній Азії[299]. Цікаво відзначити, що розгортання фінансових криз, пов'язаних із МПК, доволі чітко підкреслює регіональний фактор, що визначає їх рух. Пояснюється це тим, що позитивне та негативне сприйняття інвестиційної привабливості досить часто поширюється на весь

[299] Stiglitz J., Rashid H. Closing Developing Countries' Capital Drain. *Project Syndicat*. 2016. URL: https://www.project-syndicate.org/commentary/developing-countries-capital-outflows-by-joseph-e-stiglitz-and-hamid-rashid-2016-02?barrier=accesspaylog

регіон, що й зумовлює напрям руху МПК у його межах. За визнанням Світового банку, географічна та інституціональна близькість слугують фактором ланцюжкової реакції під час криз[300].

Історично так склалося, що наслідки неконтрольованого припливу в країни великих обсягів капіталу був усвідомлений уже після прояву криз, коли капітал з економіки втікав. Відповідно, серед перших відомих заходів із обмеження на рух капіталу, що відбувалися всупереч «Вашингтонському консенсусу», були обмеження на відплив капіталу. На цьому полі піонерами запровадження системи регулювання потоків капіталу на постійній основі стали країни Латинської Америки, які одні з перших зазнали втрат від волатильності потоків капіталу.

Відповіддю регуляторів цих країн на розгортання фінансових криз під впливом неконтрольованих МПК стали заходи з їх обмеження. Перед тим, як розглянути практику управління МПК у транзитивних економіках ЦСЄ, більш докладну увагу потрібно звернути на досвід низки країн Південної Америки та Азії, оскільки їх практика виявилася доволі комплексною щодо спектра заходів і напрямів МПК та показовою з точки зору позитивного результату. Найбільш характерним є досвід таких країн, як Бразилія (1993–1997), Чилі (1991–1998), Колумбія (1993–1998), Малайзія (1994) та Таїланд (1995–1997). Усі вони застосовували практично повний спектр інструментів контролю МПК для обмеження короткострокових припливів та масової втечі капіталу.

Усі зазначені країни використовували регуляторні заходи щодо припливу МПК з метою збереження автономії грошово-кредитної політики. Стратегічною ціллю стало досягнення макроекономічної рівноваги, а тактичними цілями – зниження інфляції та стабілізація обмінного курсу при мінімальному обмеженні фінансової відкритості. Об’єкт регулювання становив строковий характер МПК: обмежити короткострокові потоки та сприяти довгостроковим. Згодом з’явилася потреба обмежити й загальні обсяги припливу капіталу, оскільки слабкий розвиток фінансових посередників не дозволяв безпечно їх абсорбувати в реальному секторі економіки.

Хоча загалом причини запровадження контролю були схожими, дизайн заходів був дещо відмінним. Переважно всі країни застосовували набір ринкових заходів контролю (головним чином у формі прямого чи непрямого

[300] The World Development Report *1999/*2000*:* Entering the 21st Century / World Bank. 1999. 290 p. P. 68. URL: https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/5982

оподаткування надходжень капіталу, адміністративних заходів із диференціації обмеження відкритої позиції, а також посилення вимог до звітності). У деяких випадках цей контроль доповнювався прямими адміністративними обмеженнями (Бразилія, Чилі та Малайзія).

Найбільш універсальними, судячи з досвіду розглянутих країн, слід визнати податкові інструменти. Зокрема, **Бразилія** як «вхідний» фільтр використала прямий податок на іноземні кредити та валютообмінні операції. Останній може бути використаним і для обмеження внутрішньої втечі капіталу в іноземну валюту. У поєднані із адміністративними заходами ці дії дали певний короткостроковий ефект. На певному етапі він був нівельований поширенням похідних фінансових інструментів, які спочатку не підпадали під оподаткування, але згодом податок було поширено і на них. Особливо слід відзначити динамічне управління ставками цих податків відповідно до внутрішньої та зовнішньої кон'юнктури.

У **Чилі** також поєднали ринкові інструменти (непряме оподаткування надходжень через обов'язкову норму резервування на рахунку в центробанку) з адміністративними (вимога мінімального терміну перебування для ПІІ та ПІ), а також іншими регуляторними заходами, серед яких варто відзначити запровадження мінімальних вимог до рейтингу для запозичень вітчизняних корпорацій за кордоном та посилені вимоги до звітності банків по всіх операціях, що проходять за капітальним рахунком. Норма обов'язкового резервування за зовнішніми позиками (на неторгові операції) згодом була підвищена і диференційована за строками та видами ПІІ, що мають ознаки спекулятивного характеру.

Протягом першої половини 1990-х років, до початку так званої «текілової кризи», уряд Чилі лібералізував запроваджені обмеження, але повністю їх не скасував і, за потреби, посилював.[301]. До кінця 2000-х років, оперуючи диференційованими нормами резервування іноземного капіталу залежно від видів інвестицій, Чилі створило доволі дієву систему якісної фільтрації припливів іноземного капіталу.[302]

Аналогічно і в **Колумбії** норму обов'язкового резервування було уведено стосовно зовнішніх позик із терміном погашення менше 18 місяців (включаючи певні торговельні кредити), але пізніше булл диференційовано через встановлення більш жорстких норм для коротших строків погашення,

---

[301] Nadal De Simeone F., Sos.a P. A Review of Capital Account Restrictions in Chile in the 1990s. *IMF Working Papers.* 1999. No. 99/52. 55 p. P. 15.
[302] Там само. С. 17.

визначення строків резервування депозиту та поширення вимог щодо формування покриття для інших видів транскордонних фінансових транзакцій.

Малайзія більшою мірою спочатку покладалася на доволі жорсткі адміністративні заходи: заборона нерезидентам купівлі цінних паперів, у т.ч. неторгових свопів на фондовому ринку; асиметричні обмеження зовнішньої кредиторської заборгованості за нетиповими операціями банків та резервні вимоги для іноземних банківщодоо фондування в національній валюті. Тоді як **Таїланд** надав перевагу іншим непрямим, орієнтованим на ринок, заходам: асиметричним лімітам щодо відкритої валютної позиції, посиленим вимог до інформації та вимогам резервування для банків-нерезидентів за короткостроковими кредитними операціями[303].

Цікавий приклад реалізації переваг політики регулювання потоків капіталу в умовах кризи свого часу продемонструвала Малайзія. Приклад Малайзії став настільки хрестоматійним, що був описаний у багатьох джерелах. Відзначимо лише декілька моментів, що є цікавими в рамках тематики цієї роботи. По-перше, обмеження були запровадженні всупереч рекомендаціям МВФ, який пізніше все ж визнав їх ефективність. По-друге, заходи мали проголошено тимчасовий, проте доволі радикальний характер. Були запроваджені заборони для підприємців на вивезення валюти та інвестиції за кордон. Портфельні інвестиції, що побували в країні менше року, повертати було заборонено. Через рік обмеження було пом'якшено та трансформовано у податки на виведення коштів. До кінця 2002 р. обмеження вдалось повністю зняти. Таким чином, дієвість заходів визначала рішучість щодо їх запровадження, вибір дієвих інструментів, зокрема, зі сфери валютного регулювання, та обмежений термін дії.

На підставі аналізу малайзійського досвіду Р. Раджан узагальнив цільовий елемент запровадження регулювання МПК для попередження втечі капіталу та наступного досягнення фінансової відкритості таким чином:

– утримання внутрішніх заощаджень;

– збереження внутрішньої бази оподаткування;

– збереження монетарної автономії для забезпечення плаваючого валютного курсу;

---

[303] Ariyoshi A. et al. Capital controls: country experiences with their use and liberalization. Washington, D.C.; International Monetary Fund, 2000. 123 p. P. 23–24.

– встановлення вірної послідовності кроків для досягнення економічної лібералізації;

-– обмеження волатильності короткострокових потоків капіталу та відповідне зменшення ризику валютних коливань та спекулятивних атак.[304]

Цікаво звернути увагу на дві останні рекомендації, де відзначено доцільність встановлення обмежень для наступного переходу до фінансової відкритості й обмеження волатильності короткострокових МПК як засіб забезпечення цього. На нашу думку, цей висновок, сформульований ще у 2000 р., є одним із ключових для усвідомлення послідовності та детермінації зав'язків, які відкривають шлях до фінансової відкритості.

Перші два пункти також є дуже важливими для транзитивних країн, яким притаманний відплив капіталу. Але складність полягає в тому, що досвід Малайзії засвідчує дієвість короткострокових заходів, спрямованих на обмеження раптової втечі капіталу[305]. Транзитивним же економікам притаманний і перманентний відплив, . який обмежити набагато складніше.

Таким чином, як можна побачити, вже на початку 1990-х років країни, що прагнули раціоналізувати свою фінансову відкритість, були змушені вдатися до використання цілого ряду інструментів, які згодом довелося калібрувати та доповнювати. Для цього етапу ще не були характерними ані такі величезні обсяги вільної світової ліквідності, як напередодні ГФК, ані ускладнення фінансових інструментів, що посилили мобільність МПК. Потрібно акцентувати увагу на макроекономічній політиці як на важливій умові ефективності обраних заходів контролю. У розглянутих країнах початковий ефект від заходів контролю був доволі відчутним, але ці заходи не були доповнені успішною макроекономічною політикою. Як наслідок, платіжний баланс залишався дефіцитним і тиснув на курс.

Загалом, аналіз досвіду цих країн свідчить про високий потенціал інструментарію регулювання МПК, але з акцентуванням на необхідності його використання в рамках продуктивної макроекономічної політики та розвитку фінансового сектора. При нерозвиненому інституціональному середовищі фінансового сектора, навіть за наявних обмежень, в умовах

---

[304] Rajan R. Sands in Wheels of International Finance: Revisiting the Debate in Light of the East Asian Mayem. *Institute of Policy Studies Working Paper* / Singapore. 1999. URL: https://econpapers.repec.org/paper/esswpaper/id_3a2686.htm

[305] Tyson J., Beck T. Capital flows and financial sector development in low-income countries. *DEGRP Report*. 2018. URL: https://degrp.odi.org/publication/capital-flows-and-financial-sector-development-in-low-income-countries/

фінансової відкритості економіки фінансові установи беруть на себе завищені ризики.

Досвід із регулювання фінансової відкритості для обмеження відпливу короткострокових потоків капіталу. Паралельно із заходами регулювання структури та обсягів припливу капіталу для низки країн критично важливим виявилося запровадити заходи контролю за МПК та опанування процесу втечі капіталу. Цей досвід є актуальним і для України. Головним мотивом обмеження відпливу капіталу для урядів стало бажання утримати курс національної валюти. Для цього вони запроваджували обмеження щодо короткострокових спекулятивних операцій на фінансових ринках, які порушували стабільність національної валюти та сильно виснажували МВР. Паралельно ці обмеження допомагали тимчасово обмежити вплив несприятливої зовнішньої ринкової кон'юнктури і, таким чином, «купити час» для економічних реформ.

Характерними прикладами запровадження обмежень на відплив капіталу слід вважати Іспанію (1992 р.), Малайзію та Таїланд під час азійської фінансової кризи (1997–1999 рр.). Ці країни встигли провести фінансову лібералізацію та сягнули високого рівня фінансової відкритості. В усіх трьох країнах контроль був спрямований на стримування валютних спекуляцій та стабілізацію валютних ринків і відбувався на тлі різкого скорочення офіційних валютних резервів. Об'єктами контролю переважно ставала діяльність нерезидентів, яким обмежували доступ до фондування у національній валюті, встановлюючи норматив обов'язкового резервування за депозитами у національній валюті, особливо короткостроковими[306].

Так само й **Аргентина** у грудні 2001 р., запобігаючи втечі капіталу, запровадила заборону на вивіз капіталу резидентами та нерезидентами за кордон, транскордонні перекази вимагали отримання дозволу центробанку. Через два роки в Аргентині було знято обмеження на вивіз капіталу, і в 2003 р. країна знову зазнала втрат від його втечі. Були знову введені заборони, які пізніше було модифіковано у нормативи резервування та податки на рух МПК.

Іншими заходами стали: диференціація валютного ринку для нерезидентів[307], обмеження для них по кредитних операціях і репатріації

---

[306] Ariyoshi A. et al. Capital controls: country experiences with their use and liberalization. P.27–28.

[307] При цьому спроба повного закриття внутрішнього валютного ринку для нерезидентів у Таїланді виявилася неефективною.

доходів та дивідендів. Згодом останні були замінені на оподаткування виведеного капіталу з пільгами за відтермінування. Для усунення виявлених схем виводу капіталу та ухилення від оподаткування законодавство було доопрацювано.

Потенціал використання відсоткових ставок для захисту валютного курсу був обмежений у всіх трьох країнах: несприятливі макроекономічні умови та крихкість фінансових систем не дозволяли радикально підвищити відсоткові ставки без ризику погіршення внутрішньої ділової активності та спровокування банкрутства. У цих умовах фіксація курсу через адміністративні обмеження виявилась основним дієвим інструментом, що дозволив уникнути надмірної девальвації, проте не усунув ринкового тиску на валюту. І надалі уряди здійснили контрольовану девальвацію. При цьому у разі Іспанії додаткові складнощі викликала участь у ERM (Exchange Rate Mechanism – режимі валютної політики), що обмежував коридор відсоткових ставок і діапазон коливання валют, оскільки вони підлягали узгодження з іншими членами механізму.

Результати та ефективність політики контролю за відпливом капіталу в цих країнах також складно оцінити однозначно. У Малайзії вони – зрештою – мали найбільшу ефективність. Усе ж у більшості країн це не забезпечило повну стабільність національних валют: відплив капіталу – в менших масштабах,– але зберігався. Більшість заходів контролю виявилися занадто радикальними і незабаром їх довелося скасувати. Існує також думка, що запровадження контролю демотивувало уряди щодо проведення структурних реформ.

Але потрібно звернути увагу і на ряд позитивних моментів. По-перше, після розгортання політики контролю над МПК випадки стрибкоподібного коливань валютного курсу не траплялися. По-друге, вдалось обмежити роль офшорних фінансових ринків. По-третє, удосконалення політики контролю за рухом МПК через заміну прямих заборон та обмежень на непрямі ліміти та податки і норми дозволило створити дієвий елемент макропруденційного регулювання внутрішньої фінансової стабільності від зовнішніх шоків.

Щодо наведеного досвіду можна зробити низку важливих висновків для транзитивних економік:

– запровадження заходів контролю над МПК можливе в рамках міжнародних фінансових інтеграційних об’єднань та за збереження високих рейтингів фінансової відкритості;

– заходи контролю МПК, у т.ч. і відпливу, можуть бути ефективними на короткостроковому етапі;

– заходи контролю повинні бути адаптовані до специфіки внутрішніх фінансових ринків (інститутів, інструментів, поширених фінансових операцій і макроекономічних властивостей) та орієнтовані переважно на ринкові та податкові стимули, а не на адміністративні заборони;

– контроль за МПК потрібно розглядати як засіб тимчасової стабілізації для розгортання програм структурної перебудови та забезпечення відповідної макроекономічної політики;

– важливою умовою ефективної політики контролю за МПК є її належне інформаційне забезпечення із прозорістю заходів та визначеними термінами.

Потрібно відзначити, що запровадження заходів обмеження руху капіталу у світі активізувалося після 2001 р. Якщо в цей рік, згідно зі звітом ЮНКТАД про світові інвестиції, 95% заходів урядів були спрямовані на лібералізацію руху капіталу, а 5% – на обмеження, то далі ці показники зближувалися і у 2010 р. становили 60 та 40% відповідно[308]. За розрахунками Б. Ертена та Дж. Окампо, виконаними на підставі обчислення інтенсивності застосування обмежень за капітальним рахунком у 51 країні, що розвивається, у період 1995–2015 рр., запровадження заходів регулювання МПК після кризи 2008 р. у світі посилилося (див. рис. 4.1.). Але й раніше була помітною тенденція до їх поширення і загалом можна констатувати, що обмеження на рух МПК у світі широко використовувались і на докризовому етапі.

[308] World Investment Report 2018: Investment in new industrial policies / UNCTAD. United Nations, New York. URL: https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2018_en.pdf

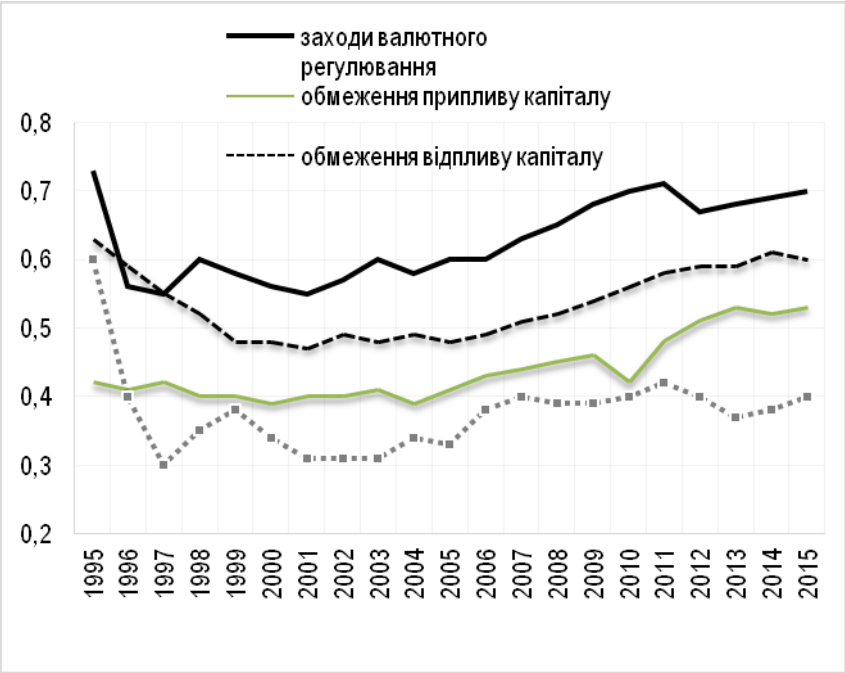


Рис. 4.1. Частота застосування заходів регулювання операцій з капіталом у 1995–2015 рр.

Джерело: складено на підставі[309].

Доволі широкий досвід запровадження обмежень на МПК мають і країни з розвиненими економіками. Загалом із самого початку старту фінансової глобалізації та тренду на фінансову відкритість провідні країни постійно вдавалися до запровадження обмежень та регуляторних заходів у сфері МПК. Особливо часто такі випадки траплялися на початковому етапі руху до фінансової відкритості. Так, у період 1960-х – початку 1970-х років обмежувальні заходи, покликані зупинити втечу капіталу, запроваджували Велика Британія, США, Італія та Швеція. Пізніше, у першій половині 1970-х років, обмеження, уже на приплив надмірних обсягів капіталу, застосовували Австралія, Австрія, Німеччина та Японія. Причому ці країни застосовували обмеження на доволі тривалий термін – п’ять та більше років.

[309] Erten, B., & Ocampo, J. A. Macroeconomic effects of capital account regulations. *IMF Economic Review.* 2017. № *65*(2). P. 193–240.

Із середини 1980-х років випадки запровадження обмежень траплялися не так часто, проте їх суб'єктами ставали доволі розвинені країни. Так, у рамках взаємодії країн – учасниць ОЕСР використання положень ст. 7b Кодексу про лібералізацію операцій з капіталом здійснювала Іспанія. Вона запровадила обмеження на рух іноземних інвестицій з 1982 р. по 1985 р. Після неї це зробила Португалія, причому на ще більш тривалий період – 1987–1997 рр.

Можна стверджувати, що всі розвинені країни час від часу використовують обмеження на рух потоків капіталу. Відносна відкритість рахунків капіталу таких великих економік, як Велика Британія, Канада чи Італія, на поточному проміжку часу є вищою, тоді як Китай, США, Японія та інші країни групи G-20 ширше використовують різні обмеження за рахунком з капіталом. Крім того, наразі США реалізовують додаткові заходи обмежень щодо своїх іноземних інвесторів на ринку інвестиційних цінних паперів. Серед розвинених країн досить широко поширена практика встановлення обмежень у різних наукомістких та високотехнологічних галузях промисловості: вони мотивують це потребами національної безпеки. І разом з тим, навіть в умовах торговельного протистояння США – КНР, вони більш лояльні до своїх національних інвесторів у Китаї. Як наслідок: інвестиції американських підприємств у КНР скорочуються значно повільнішими темпами, ніж китайські в США, й помітно перевищують їх за обсягами (269 млрд дол. США проти 145 млрд дол. США)[310].

Другим фактором, що пригнічує потоки ПІІ на сучасному етапі, виступає хвиля наростаючого протекціонізму, якій дало старт торговельне протистояння США проти КНР. Як наслідок, упродовж 2018–2019 рр. стала більш жорсткою регуляторна політика у сфері залучення іноземного капіталу та, зокрема, ПІІ. За 2018 р. регуляторні органи заблокували угод щодо злиття та поглинання на загальну суму понад 150 млрд дол. США, що удвічі більше, ніж у 2017 р.

При цьому слід зазначити, що, хоча Китай у процесі активного розвитку проводив поступову фінансову лібералізацію, рівень його фінансової відкритості за показниками «де-юре» залишається на відносно низькому рівні, це не заважає йому залучати величезні обсяги іноземних інвестицій у реальний сектор економіки. Крім цього вагома частка ПІІ припадає і на

[310] Two-Way Street: 2019 Update US-China Direct Investment Trends / Rhodium Groupe. URL: https://rhg.com/research/two-way-street-2019-update-us-china-direct-investment-trends

фінансовий сектор та ринок нерухомості КНР. З огляду на це, монетарна влада КНР наразі стоїть на порозі трансформації своєї політики фінансової відкритості, активно вивчаючи іноземний досвід із практики запровадження механізмів контролю та регулювання МПК.

Запроваджує заходи регулювання МПК і ЄС, попри декларування політики вільного руху капіталу. З метою обмеження експансії китайських інвестицій у ЄС, останній посилює контроль за рухом капіталів. Зокрема, елементом такої політики слід визнати ухвалену Європарламентом у лютому 2019 р. нову програму моніторингу інвестицій[311], яка закликає країни-члени спеціально відстежувати інвестиції у низці секторів, включаючи критичні технології та інфраструктуру. Особливо це стосується інвестицій та транзакцій підприємств із державною участю або в рамках державних програм. Значною мірою, як було зазначено вище, це позначилося саме на китайських інвестиціях.

Найбільш масштабним випадком застосування обмежень на європейському просторі після ГФК стало рішення уряду Ісландії, прийняте 2008 р. після краху трьох найбільших банків, про обмеження руху капіталу. Зокрема, було запроваджено заходи щодо обмеження валютобмінних операцій, операцій з облігаціями та іншими цінними паперами (продаж цінних паперів у кронах) та вимога репатріації іноземної валюти, придбаної резидентами.

Ці заходи, спрямовані на підтримку курсу крони, були посилені в 2012 р, щоб виключити можливі лазівки для виведення капіталу і дестабілізації курсу національної валюти. Комітет з інвестицій ОЕСР визнавав ці заходи необхідними для підтримки стабільності економіки Ісландії.[312].

Що стосується **практики запровадження регулювання потоків капіталу транзитивними економіками європейського регіону**, то в них практика регулювання потоків капіталу мала два основні етапи впровадження. Перший етап відбувся ще у 1990-х роках. Наприклад, у період 1994–1996 рр. Казахстан зазнав раптового припливу великих обсягів ПІІ у галузь видобутку нафти. Запроваджені внаслідок цього обмеження на

---

311 ЕС: National screening mechanism. URL: https://europa.eu/rapid/press-release_IP-19-2088_en.htm

312 Коваль А. Прогрессивная либерализация движения капиталов: Кодекс ОЭСР. URL: https://oecd-russia.org/analytics/progressivnaya-liberalizatsiya-dvizheniya-kapitalov-kodeks-oesr.html

приплив капіталу були зумовлені не тільки негативними проявами на фінансових ринках, а й загрозою втрати державних інтересів у цій галузі.

Досвід запровадження регулювання МПК у РФ був пов'язаний з крахом ринку ОВДП під впливом азійської кризи 1998 р.

Для країн ЦСЄ характерною особливістю стало те, що на етапі транзиції від закритих планових економік до ринкових вони не встигли створити власні банківські системи до того, як до них масово зайшли іноземні банки. До кінця 2006 р. у середньому по країнах ЦСЄ іноземним банкам належало до 50% ринку. В Чехії, Словаччині, Угорщині, Литві, Естонії та Болгарії цей показник перевищував 80%.[313]. З одного боку, це підвищило стійкість банківських систем цих країн, навіть в умовах світової кризи. З іншого – забезпечило надмірний приплив іноземного капіталу, що зазвичай був спрямований у сферу споживчого кредитування в іноземних валютах та призвів до низки фінансових криз, які час від часу траплялися і примушували уряди цих країн вдаватись до обмежень на рух капіталу. Переважна більшість обмежень була запроваджена у сфері валютного регулювання. Це ще раз підтверджує важливу роль останнього у контролі за рухом капіталу.

Цікаво також відзначити один з останніх прецедентів запровадження обмежень на рух капіталу в країні, що є фінансовим хабом у європейському регіоні. В березні 2013 р. сталася криза на Кіпрському банківському ринку. Феномен Кіпру в рамках нашої тематики полягає в тому, що це країна з високим рівнем фінансової відкритості, в економіці якої переважає фінансовий сектор, орієнтований на трансфер великих обсягів капіталу. При цьому країна інтегрована в ЄС та тісно співпрацює з МВФ.

Попри це, для подолання наслідків кризи урядом Кіпру було запроваджено низку радикальних обмежень на вивіз капіталу: обмеження на грошові перекази за кордон та часткова конфіскація вкладів нерезидентів. Більше того, уряд запровадив режим валютного контролю, попри те, що країна належить до єврозони. ЄЦБ та МВФ із цими заходами погодився. І, хоча на привабливість Кіпру як фінансового центру це вплинуло негативно, частина запроваджених обмежень на рух МПК у Кіпрі діє досі.

Мало місце впровадження елементів регулювання МПК і в інших країнах ЄС. Наприклад, у 2008 р. в Ісландії реалізувався системний ризик,

---

[313] Hagen J. Siedschlag I. Managing Capital Flows: Experiences from Central and Eastern Europe. *ADB Institute Discussion Paper*. 2008. № 103. URL: https://www.adb.org/sites/default/files/publication/156742/adbi-dp103.pdf

зумовлений попереднім значним припливом іноземного капіталу, який сформував короткострокові банківські пасиви, у розмірі близько 600% ВВП. Після
банкрутства американських кредиторів були позбавлені можливості рефінансувати свої короткострокові зобов'язання і збанкрутіли три найбільші банки Ісландії.

Для обмеження впливу фінансової кризи на економіку уряд Іспанії запровадив обмеження на рух капіталу в будь-якому напрямі та зафіксував курс валюти адміністративними заходами (резерви для ринкових інтервенцій на той час уже вичерпалися). Адміністративними заходами було заборонено інвестування в інвалютні фінансові інструменти та купівля за валюту нерухомості в країні. Обмеження на валютні операції не зачепили лише сферу туризму. І, попри запроваджені обмеження, досвід виходу Ісландії з кризи представляється МВФ як наслідок успішної реалізації його програми, хоча програма наступного відновлення лібералізації, складена урядом Ісландії, тривала понад п'ять років[314].

Іще раз потрібно підкреслити, що проаналізований досвід засвідчує, що використання заходів контролю та регулювання МПК не суперечить руху до фінансової інтеграції та не стає на заваді припливу іноземного капіталу. Країни ЦСЄ є відносно менш відкритими, ніж країни Західної Європи, але залучають вагомі обсяги іноземних інвестицій. Так, Угорщина, входить до ТОР-5 країн за відносними обсягами залучених ПІІ.

Досвід запровадження заходів регулювання потоків капіталу для України обмежується переважно спробами запобігти його втечі. Спроб регулювати його приплив, незважаючи на досвід негативного впливу припливу МПК, в Україні не зафіксовано Заходи з обмеження втечі капіталу в Україні активно використовуються з 1999 р. – як наслідок подолання впливу азійської кризи. Для цього використовуються вже традиційні для нас інструменти: норматив обов'язкового продажу валютної виручки експортерів, заборона зовнішніх кредитних операцій та репатріації дивідендів нерезидентами.

Більш новітньою є спроба обмежити перманентний потік вивезеного капіталу. За певними даними кожен рік з України за допомогою

[314] Saborowski C., Sanya S., Weisfeld H., Yepez J. Effectiveness of Capital Outflow Restrictions. *IMF Working Paper*. 2014. No. 14–18. 33 p.

трансфертного ціноутворення вивозиться до 100 млрд грн[315]. З метою запобігання цього було ухвалено Закон «Про внесення змін до Податкового кодексу України щодо трансфертного ціноутворення» № 2515 від 04.07.2013 р., орієнтований на покращення контролю оподаткування господарських операцій з нерезидентами для запобігання виведенню капіталу через торгівельні схеми із трансфертним ціноутворенням.

Таким чином, практика цілого ряду країн – як розвинених, так і таких, що розвиваються, – підтвердила доречність запроваджених обмежень на рух капіталу. Хоча дискусія навколо їхньої ефективності триває й досі[316]. Зміст заперечень здебільшого полягає у складності формалізації однозначних правил щодо їх запровадження та усунення. Разом із тим здатність заходів регулювання обмежувати амплітуду коливань потоків капіталу, руйнувати їх цикли та сприяти підвищенню фінансової стабільності заперечень не викликає. Інструментарій регулювання потоків капіталу є достатньо різноманітним, і в тому чи іншому вигляді широко використовується різними країнами (див. табл. 4.2.):

Таблиця 4.2.

Окремі приклади перспективних інструментів регулювання груп ризиків, притаманних МПК

Форма накопичення системного ризику за участі МПК	Інструменти та заходи регулювання МПК щодо протидії накопиченню ризиків
Короткострокові іноземні позики	– нормативи строкового безпроцентного резервування на зовнішні позики строком до 1 року;
Валютизація депозитного та кредитного портфелів	– адміністративні заборони; – нормативи резервування для депозитів та кредитів у валюті резидентів та нерезидентів; — оподаткування валютних депозитів
Волатильність портфельних інвестицій	– строкові вимоги до перебування капіталу в країні – відтермінування виводу за кордон отриманих дивідендів
Вивід капіталу з країни	– прямі заборони, процедури дозволів, підтвердження, ліцензування; – обмеження на репатріацію інвестицій та дивідендів; – норма обов'язкового резерву за

[315] Якубовський С.О., Родіонова Т.А. Світовий досвід контролю за рухом іноземного капіталу та шляхи його використання в Україні. *Актуальні проблеми міжнародних відносин*. 2014. Вип. 121 (2). С. 65–73. С. 69.

[316] Mohan R., Kapur M. Liberalization and Regulation of Capital Flows: Lessons for Emerging Market Economies. *ADBI Working Paper*. 2010. № 186. 45 p. P. 16.

	зовнішньокредитними операціями

Джерело: складено автором на підставі[317].

Як висновок, з аналізу світової практики регулювання МПК можна виокремити дві основні групи інструментів:

– **адміністративні** (прямої дії);
– **ринкові** (непрямої дії).

До перших належать адміністративні заходи контролю або прямі заборони, ліміти на обсяги та види транзакцій, процедури підтвердження. Такі заходи переважно орієнтовані на оперативне обмеження потоків капіталу з орієнтацією на кількісні параметри відповідних транскордонних фінансових операцій. Характерною рисою впровадження адміністративного контролю над МПК є те, що останній, як правило, покладається на банківську систему, а найбільш поширеним полем запровадження регуляторних заходів є валютний ринок. Також можуть бути запроваджені диференційовані ставки для різних операцій. Зміст використання подвійного обмінного курсу та відсоткових ставок полягає у диференціації фінансових транзакцій, пов’язаних з реальною економічною діяльністю та спекулятивними операціями на фінансових ринках.

Валютні операції, пов'язані з міжнародною торгівлею, ПІІ та, як правило, ПІ, виключаються з обмежень. По суті, така диференціація намагається підвищити вартість транзакцій для спекулянтів на внутрішньому ринку, необхідних для встановлення чистої короткої позиції в національній валюті, дозволяючи при цьому задовольнити неспекулятивний внутрішній кредитний попит за звичайних ринкових ставок. Такі заходи, за потреби, також сприяють стримуванню надмірного припливу іноземної валюти.

До другої групи відносяться ринкові інструменти: пільгове або репресивне оподаткування, подвійний обмінний курс та інші, орієнтовані на збільшення або зменшення вартості транзакцій. Мета таких заходів – встановлення механізмів регулювання МПК перманентної дії, але динамічного впливу. Залежно від конкретного типу, ринковий контроль може впливати як на ціну, так і на обсяг трансакції.

Пряме оподаткування МПК передбачає стягнення податків або зборів із транскордонних фінансових операцій, обмежуючи їх привабливість, або із доходів, отриманих від володіння резидентами іноземних фінансових

[317] Ariyoshi A. et al. Capital controls: country experiences with their use and liberalization. Washington, D.C. International Monetary Fund, 2000. 123 p. P. 27–28.

активів або утримання нерезидентами внутрішніх фінансових активів, тим самим демотивуючи від таких інвестицій за рахунок зниження норми прибутку або підвищення їх вартості. Доцільно мати диференційовані податкові ставки, щоб відмовити від певних видів транзакцій або подовжити строковість активів.

Тривалий час була популярною ідея запровадження податку на фінансові операції – податку Тобіна. Перспективи цього інструменту також розглядалися і з точки зору його використання для обмеження короткострокових дрібних волатильних потоків іноземного капіталу або масових валютообмінних операцій, що здатні розгойдувати обмінний курс національної валюти. Проте поширення такий інструмент не зазнав із огляду на практичну складність його запровадження в межах окремих видів операцій та юрисдикцій. Його ефективність можна забезпечити, запровадивши на більш глобальному рівні, але існуючий консенсус стає цьому на заваді. Диференційований податок на ризикові операції з іноземним капіталом в межах окремої юрисдикції видається більш практичним заходом, і в ряді країн підтвердив свою ефективність.

Непряме оподаткування МПК у вигляді норми обов'язкового резервування або депозиту є одним із найбільш поширених інструментів контролю. Як правило, такі інструменти передбачають, що фінансові установи можуть здійснювати транскордонні операції на власний розсуд, але при цьому зобов’язані депонувати під нульову ставки в центральному банку суму національної чи іноземної валюти, еквівалентну певній частці надходжень або чистій позиції в іноземній валюті. Маніпулюючи нормою обов’язкового резерву, регулятор може обмежити відплив капіталу, зробивши невигідним придбання іноземної валюти або послабити ревальваційний тиск, лібералізувавши операції з валютою, у т.ч. і кредитні. При цьому певні види операцій можуть бути виведені з-під дії інструменту.

Інші адміністративно-ринкові інструменти непрямої дії можуть бути охарактеризовані як цінові, так і кількісні. Вони є більш суб’єктними і передбачають обтяження різних видів операцій чи інвесторів, включаючи нормування чистої зовнішньої позиції комерційних банків, асиметричні обмеження відкритої позиції, що розрізняють довгі та короткі валютні позиції або між резидентами та нерезидентами та певні вимоги до кредитного рейтингу для позики за кордоном. Це не є прямим адміністративним регуляторним заходом, оскільки поле дії таких інструментів поширюється лише на вимоги щодо звітності за певними

операціями. Тобто більшою мірою відноситься не до заходів регулювання, а до моніторингу та контролю за МПК. Як приклад: особлива звітність за операціями з похідними інструментами, безпоставковими фінансовими операціями з нерезидентами тощо.

Запровадження макропруденційної політики розширило інструментарій регулювання МПК. Макропруденційні інструменти, що набули поширення на нинішньому етапі, можуть використовуватись для контролю фінансової відкритості країни. Зокрема, такі з них, як: вимоги щодо резервування для депозитів та кредитів у іноземних валютах, обмеження строків кредитування нерезидентів, вимоги щодо терміновості та обсягу звітності, обмеження на використання похідних інструментів, При цьому вимоги щодо звітності за конкретним переліком трансакцій відкривають можливості для реалізація політики моніторингу, контролю та регулювання руху капіталу в найбільш ризикованих сферах: операцій з деривативами, операцій, пов'язаних із торгівлею з нерезидентами тощо[318].

Узагальнюючи наведений вище досвід різних країн, відзначимо, що в період активного тренду на лібералізацію переважна кількість країн, які використовували обмеження на рух капіталу, запроваджували їх у відповідь на негативний вплив фінансової кризи, зумовленої наслідками зупинки і розвороту волатильних потоків капіталу, що мали проциклічний характер та, як правило, запускали кризу через валютний ринок. Негативні наслідки для транзитивних економік від припливу значних обсягів капіталу були посилені вимушено проциклічною політикою урядів таких країн, які не обмежували, а, навпаки, стимулювали приплив іноземного капіталу[319].

Країни, які одними з перших зіштовхнулися з таким впливом, здебільшого запроваджували радикальні адміністративні – навіть анти ринкові – обмеження. Такі обмеження не могли діяти на довгостроковій основі і в короткостроковому періоді були усунуті й замінені обмеженнями ринкового характеру, що згодом також пом’якшувались, але загалом залишалися, формуючи національну систему регулювання МПК. У такому випадку посилення заходів регулювання визначало відхилення параметрів МПК від

[318] Kose M., Prasad E., Rogoff K., Wei S. Financial globalization: a reappraisal. *IMF Working Paper*. August 2006. WP/06/189.

[319] Ghosh A., Ostry J., Qureshi M. Policy responses to capital flows in emerging markets: Some new evidence. *Vox Portal*. 2017. URL: https://voxeu.org/article/policy-responses-capital-flows-emerging-markets

прийнятної структури: раптові розвороти, надлишкове фінансування певних сегментів, небажаний вплив на валюту тощо. Відповідно передовим елементом системи регулювання МПК почав виступати контроль за рухом капіталу з потужними заходами моніторингу, що визначали відповідність наявних характеристик руху капіталу прийнятній структурі.

Таким чином, заходи регулювання МПК, у разі необхідності, запроваджують різні країни будь-якого рівня фінансової відкритості та економічного розвитку. Мотивом для використання заходів виступає потреба стабілізувати курс національної валюти, запобігти накопиченню або реалізації чинників системного ризику фінансової нестабільності економіки, викликані як надмірними припливами, так і раптовими відпливами МПК.

Загалом аналіз зарубіжного досвіду свідчить про високий потенціал інструментарію регулювання МПК, але з акцентуванням необхідності його використання в рамках продуктивної макроекономічної політики та розвитку фінансового сектора. За нерозвиненого інституціонального середовища фінансового сектора фінансові установи приймають на себе завищені ризики в умовах фінансової відкритості економіки. Досвід країн Південної Америки, Азії та ЦСЄ є доволі релевантним для країн із транзитивними економіками в частині інституційних умов запровадження заходів регулювання МПК. Аналіз такого досвіду засвідчує принципову можливість використання широкого спектра інструментів із акцентом на ринкові інструменті, запроваджені на перманентній основі із їх поступовим калібруванням в інтересах коригування рівня та структури фінансової відкритості.

Послідовність розвитку практики регулювання МПК у розглянутих країнах свідчить про можливість запровадження адміністративних заходів на першому етапі з короткостроковими цілями тимчасової стабілізації фінансової системи для наступного розгортання програм структурної перебудови економіки та забезпечення відповідної макроекономічної політики. Для малих транзитивних економік адміністративні обмеження на відплив капіталу слід розглядати як необхідний та найбільш дієвий інструмент. У подальшому бажано здійснювати поступовий перехід до ринкових заходів, запроваджених на перманентній основі, з орієнтацією на інструменти моніторингу та контролю за рухом МПК як функціонального елементу національної політики фінансової стабільності.

4.3. Макропруденційний інструментарій управління фінансовою відкритістю

В умовах домінування лібералізаційного тренду в міжнародних фінансових відносинах, запровадження обмежень на рух капіталу в транзитивних економіках, як правило, відбувалося в режимі форс-мажору – як реакція на кризові події, тобто як вимушена тимчасова ініціатива, а не етап раціональної послідовної політики. Тому теорії та методології використання заходів регулювання МПК тривалий час належної уваги не приділялось. Тож, попри усвідомлення необхідності здійснення регулювання, усталені рекомендації щодо перспективних інструментів, їх використання в межах сучасної монетарної політики і, тим більше, їх комплексне представлення до цього часу практично відсутнє.

При цьому офіційні висновки та рекомендації СБ, МВФ та інших МФО підтверджують, що негативні наслідки від запровадження заходів контролю за рухом капіталу є більш прийнятними, ніж негативні наслідки потенційних втрат від волатильних потоків МПК. За досвідом, отриманим країнами з ринками, що розвиваються, під час відповідних фінансових криз, представники їх центробанків дійшли згоди, що заходам управління МПК повинна приділятись увага як у рамках монетарної, так і фіскальної політики[320].

Помітний внесок у розроблення підходів до створення системи управління потоками капіталів зробили фахівці МВФ. І, хоча їх рекомендації не сформувались у вигляді остаточної думки, вони представляють інтерес, оскільки враховують багатий досвід різних країн, у т.ч. транзитивних, та розширюють коло політики, що має приділяти увагу управлінню МПК із наголошенням, що вона повинна підпорядковуватись макроекономічні політиці.

При цьому до основних складових системи регулювання фінансової відкритості слід віднести:

– суб'єкти регулювання та політики, в межах яких реалізуються заходи із обмеження та стимулювання МПК в економіці країни;

[320] Blanchard O., Ostry J., Ghosh A., and Chamon M. «Dealing with Capital Inflows», keynote remarks made at the Central Bank of Chile's conference on «The Role of Central Banks in Modern Times: Twenty-Five Years into the Central Bank of Chile's Independence», 24 October 2014, Santiago, Chile.

– цілі або ризики, що покликані нівелювати обрані заходи та інструменти регулювання МПК;

– напрями у межах яких планується здійснити регулювання потоків капіталу (вплив на структурні параметри МПК в економіці);

– інструменти, запровадження яких забезпечить регулювання структурних параметрів фінансової відкритості економіки в межах обраних політик и, цілей та напрямів.

Як зазначалося вище, підхід фахівців МВФ полягає у поєднанні видів політики бюджетно-податкової та монетарно-фінансової сфери із їх підпорядкуванням інтересам макроекономічної політики. У схематичному вигляді цей підхід можна представити таким чином (див. рис. 4.2).

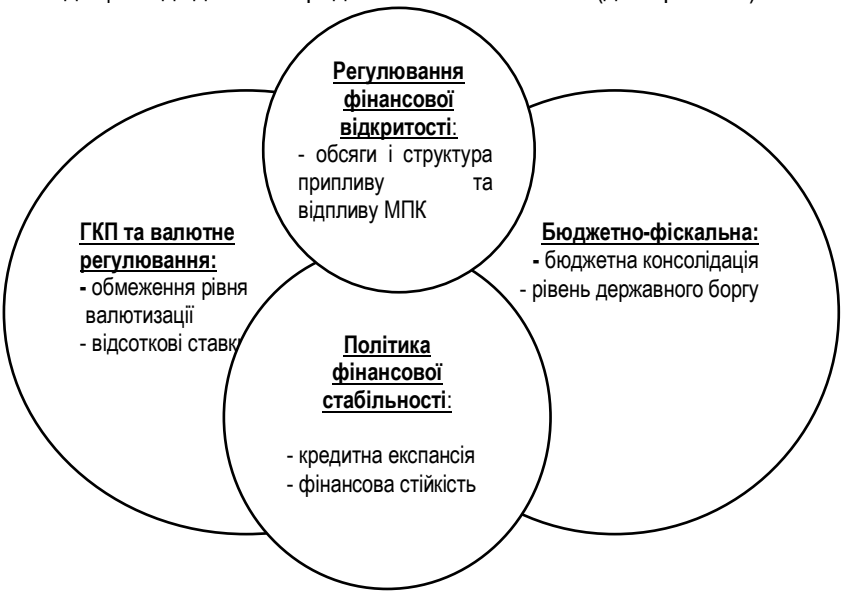


Рис. 4.2. Диспозиція політик фінансово-бюджетної сфери та їх цілей в інтересах регулювання фінансової відкритості

Джерело: узагальнено автором на підставі[321].

Підхід МВФ щодо необхідності поєднання різних сфер економічної політики поділяє й Комітет глобальної фінансової системи[322]. Він розвиває

[321] Tiwary S. Managing Capital Outflows – further operation consideration / IMF. 2015. URL: https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2015/120315.pdf

рекомендації МВФ щодо твердження, що прагнення запобігти негативним наслідкам від потоків капіталу вимагає поєднання відповідальної макроекономічної, боргової, валютної політики, ефективного управління рахунком капіталу, накопичення відповідних рівнів резервів для збільшення подушки безпеки, а також потребує цілеспрямованого використання пруденційного регулювання і розвитку стійких внутрішніх фінансових ринків, які забезпечують оптимальну відповідь на великі й волатильні потоки капіталу в економіках, що розвиваються.[323]

Загалом комплекс політики, що впливає на регулювання потоків капіталу, залежно від суб'єкта регулювання можна узагальнити таким чином
(див. табл. 4.3).

Таблиця 4.3

Види політики, що включають заходи щодо регулювання фінансової відкритості

Суб'єкти та види політики	Цілі та напрями впливу
Центральний банк: – монетарна; – валютно-курсова; – фінансової стабільності (пруденційна); – макропруденційна	– обмеження волатильності фінансових потоків; – обмеження коливань курсу валюти; – режими валютного курсу, що підвищують або обмежують ФВ; – стимулювання внутрішніх заощаджень; – регулювання строковості та волатильності МПК; – інституційний розвиток банківського ринку
Уряд: – бюджетно-фіскальна; – боргова; – інвестиційна; – макропруденційна	– фіскальна рестрикція; – обмеження попиту на іноземний капітал; – контрциклічні заходи; – адміністрування вивозу капіталу; – попит на інвестиції та регулювання їх обігу; – розвиток інституціонального середовища фінансового сектора
Комісія з регулювання	– регулювання строкової та валютної структури

[322] Комітет з питань глобальної фінансової системи – Committee on the Global Financial System (CGFS) – орган, до повноважень якого входить аналіз макроекономічної ситуації, визначення потенційних джерел нестабільності глобального фінансового середовища шляхом регулярного та комплексного моніторингу процесів, які відбуваються на фінансових ринках.

[323] Committee on the Global Financial System (CGFS). Capital Flows and Emerging Market Economies. *CGFS Papers* / Bank for International Settlements. 2009. No. 33. Basel, Switzerland.

фондових ринків: – інвестиційна; – дивідендна; – макропруденційна	ринку; – контрциклічні заходи; – регулювання обсягів інвестиційного капіталу; – інституційний розвиток ринку ЦП

Джерело: складено автором.

Як можна побачити з наведеного узагальнення сучасних підходів, необхідність поєднання цілої низки видів економічної політики (фіскальної, монетарної, інвестиційної та інших, підпорядкованих зазначеним), обґрунтована на рівні рекомендацій міжнародних фінансових інституцій та підтверджена сучасною практикою, вимагає їхнього узгодження з діями низки регуляторів та уряду для досягнення макроекономічних цілей забезпечення фінансової стабільності та стійкого економічного зростання. Відповідно до цієї потреби, помітна протягом останнього десятиліття світова тенденція модернізації політик центральних банків, що виникла як результат критичного аналізу причин та наслідків останньої фінансової кризи, у т.ч. зумовила досить суттєву трансформацію підходів до визначення основних цілей, функцій і, відповідно, інструментів центробанків. Основним проявом цієї тенденції слід вважати виокремлення **макропруденційної політики (МПП)**, як однієї з основної політики всіх фінансових регуляторів і насамперед центрального банку як головного монетарного регулятора та його взаємодії з урядом в напрямі узгодження впливу монетарної та фіскальної політики на макроекономічне середовище.

Найбільш ґрунтовні теоретичні узагальнення та дієві практики реалізації макропруденційної політики активно намагаються імплементувати дедалі більше як розвинених країн, так і країн, що розвиваються. Недостатність політики цінової стабільності епохи докризового періоду наочно проявилась у формуванні численних складових системного ризику, що призвело до розгортання ГФК. Характерно, що і МВФ позиціонує МПП вище за інфляційне таргетування, зазначаючи, що реалізація політики цінової стабільності може негативно впливати на фінансову стабільність[324].

Головна особливість МПП, яка дозволяє говорити про її перспективність щодо підвищення фінансової стабільності, у т.ч. у сфері регулювання фінансової відкритості, полягає у спеціалізації цієї політики на нівелюванні впливу фінансових циклів та екзогенних шоків (тобто головних факторів поточної кризи) на фінансову стійкість банківської системи. В умовах

[324] Vinalis J. Key Aspects of Macroprudential Policy / International Monetary Fund. 2013. URL: https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/061013b.pdf

процесу глобалізації, підвищення мобільності капіталу та посилення фінансових взаємозв'язків шоки такого роду ймовірно залишатимуться основою системного ризику для національних банківських систем (які, в свою чергу, є головними провідниками шоків у реальний сектор економіки).

У рамках реалізації зазначених вище підходів макропруденційної політики, на неї, зокрема, покладають завдання щодо підтримки стійкості всієї фінансової системи (включно із внутрішніми ринками, стан яких може здійснювати раптовий сильний вплив на банківську систему), обмеження ринкових ризиків, обумовлених дією екзогенних факторів, а також згладжування фінансових циклів. Для вирішення цих завдань у т.ч. передбачається використання механізмів оподаткування, регулювання потоків капіталу, цільового кредитування тощо. Зрозуміло, що *вирішити ці завдання в рамках тільки монетарної політики, для реалізації якої останнім часом центробанкам намагалися залишити тільки один інструмент – облікову ставку, неможливо*. Саме це обмеження і покликана подолати макропруденційна політика.

Активне розроблення основних положень та підходів до формулювання і реалізації макропруденційної політики почалася ще у 2009 р. Наразі, крім забезпечення підтримки фінансової стабільності, уникнення цінових «бульбашок», кредитних бумів та згладження фінансових циклів, однією з останніх тенденцій у рамках розроблення макропруденційної політики дедалі частіше постає необхідність орієнтації макропруденційної політики на стимулювання попиту і підтримку економічного зростання на етапах відновлення економіки після кризових шоків. Саме потреба реалізації такої подвійної і, часом, суперечливої цілі й зумовила появу макропруденційного регулювання.

Одним із перших етапів запровадження макропруденційної політики є формування керівного або дорадчого органу, що включатиме представників усіх установ та організацій (як державних, так і представників бізнес-середовища), діяльність яких пов'язана зі сферою завдань макропруденційної політики. Для ефективного регулювання впливу МПК на економіку до реалізації макропруденційної політики повинні долучатись представники центробанку, фондового, страхового ринку, міністерства фінансів, а також, бажано, представники асоціацій великих експортерів та Міністерства економіки – для узгодження планів реалізації політики економічного розвитку країни. Світовий досвід поки що не дозволяє зробити однозначних висновків стосовно характеру дії та складу такого органу,

проте підтверджує важливість закріплення його статусу та повноважень на найвищому рівні з метою формалізації обов'язків та відповідальності.

Для належної ефективності заходів регулювання потоків капіталу в рамках макропруденційної політики, комплекс інструментів з їх реалізації повинен відповідати ряду вимог:

– короткостроковому орієнтиру найбільш рестрикційних адміністративних заходів, оскільки за довгострокового періоду вони втрачатимуть ефективність, унаслідок їх обходу зацікавленими контрагентами;

– заходи повинні бути орієнтовані на реальні загрози зростання системного ризику і не зачіпати операцій, що не несуть таких загроз, оскільки перманентні обмеження стимулюватимуть тіньовий ринок або накопичення структурних деформацій на ринках;

– ринковий інструментарій потрібно розглядати як стратегічний, тоді як адміністративний – як оперативний; відповідно, регулювання перманентних потоків капіталу доцільно здійснювати ринковими інструментами, тоді як волатильних – адміністративними заходами.

Перелік інструментів реалізації макропруденційної політики продовжує розвиватись. Частина з них знайшла своє визнання, зокрема в рекомендаціях Базельського комітету, та досить активно відбувається його імплементація, у т.ч. країнами Східної Європи (як правило це – LTV, DSTI, CCB, ACB for SII, більш обмежено – LTI)[325]. В принципі всі ці інструменти можуть бути використані й для регулювання фінансової відкритості, але згідно з дослідженнями, високу кореляцію з динамікою МПК демонструють стандартні LTV, DSTI та CB за операціями, пов'язаними з іноземною валютою та МПК[326].

Переважна кількість інструментів МПР, що впливають на динаміку та структуру МПК, мають обмежувальний характер. Заходи з обмеження МПК орієнтовані на оптимізацію рівня фінансової відкритості країни, інтегровані в політику МПР, повинні зачіпати всі можливі сфери локалізації та відпливу іноземного капіталу в країні, а саме:

– залучення та вивід ПІІ та ПІ;

– купівлю-продаж нерухомості нерезидентами;

---

[325] Macroprudential frameworks, implementation and relationship with other policies. *BIS Papers.* December 2017. № 94. URL: https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap94.htm

[326] Ghosh A., Ostry J., Qureshi M. Policy responses to capital flows in emerging markets: Some new evidence. *Vox Portal*. 2017. URL: https://voxeu.org/article/policy-responses-capital-flows-emerging-markets

– транскордонні кредитні операції та надання гарантій;
– операції нерезидентів із депозитними рахунками;
–страхування нерезидентів та компаній з іноземною участю;
– валютні операції у будь-якому вигляді;
– фізичне переміщення капіталів.

Але потрібно наголосити, що для країн із транзитивними економіками основна частина заходів макропруденційного регулювання структури потоків капіталу повинна бути зосереджена в рамках монетарної, валютно-курсової та політики фінансової стабільності, що поширюються на банківську систему. В транзитивних економіках, як правило, банківські системи є найбільш розвиненим сегментом фінансових ринків. У межах банківської системи таких країн локалізується переважна частина МПК. Разом із тим вузьким місцем, через яке проходить більша частина операцій з іноземним капіталом, є валютний ринок країни. Відповідно, фокус уваги монетарних заходів макропруденційного регулювання МПК повинен бути зосереджений саме на банківському та валютному ринках.

Є й інші аргументи на користь цього твердження. Зокрема, саме банки активно фінансують короткострокове споживче або довгострокове іпотечне кредитування за допомогою короткострокових зовнішніх позик, що є однією з характерних форм реалізації трансмісії волатильної компоненти економічного циклу. В країнах із транзитивними економіками, як правило, в межах банківського ринку сконцентровано валютний ринок країни, де реалізуються ризики спекулятивних атак на національні валюти. Активними провідниками МПК у транзитивних країнах є численні та великі іноземні банки. І, водночас, саме банки володіють потенціалом продуктивного перерозподілу накопиченого іноземного капіталу в напрямі перспективних галузей економіки. Для України це особливо актуально, оскільки небанківський сектор залишається майже нерозвиненим[327].

За таких умов саме регулятору банківського ринку, який, як правило, також відповідає за монетарну і, зокрема, валютно-курсову політику, і доводиться реалізовувати заходи регулювання фінансової відкритості країни з метою оптимізації структури та динаміки МПК. Складність для регулятора полягає в тому, що надмірна зарегульованість сфери валютних операцій та операцій з капіталом може призвести до їх переорієнтації у

[327] Бублик Є.О. Трансформація кредитного ринку України: нові тенденції та виклики. *Збірник наукових праць Національного університету державної податкової служби України*. 2017. № 2. С. 86–96.

сегмент небанківського ринку фінансових послуг або тіньовий банківський ринок. Заходи з обмеження МПК орієнтовані на оптимізацію рівня фінансової відкритості країни у банківській сфері, інтегровані в політику МПР, можуть мати такий вигляд (див. табл. 4.4).

При цьому, за певних умов, регулювання МПК може здійснюватися засобами монетарної політики, але за поглиблення загроз фінансової нестабільності викликаних сплесками або втечею МПК, мають уводитися заходи політики контролю та регулювання фінансової відкритості в рамках сил та засобів МПП (табл. 4.5).

Таблиця 4.4

Інструменти МПП, що використовуються для регулювання фінансової відкритості у банківській сфері

Інструмент	Вид (опис)	Формалізація	Очікуваний вплив
Відношення вартості кредиту до вартості застави (LTV)	*Ринковий* (підвищує вартість кредитних операцій у сфері МПК для банку)	Динамічний норматив – перевищення встановленого показника призводить до зумовлює формування додаткових резервів	Обмеження трансмісії банками МПК та попиту на валюту
Відношення вартості обслуговування кредиту до доходів позичальника (DSTI)	*Ринковий* (підвищує вартість кредитних операцій у сфері МПК для банку)	Динамічний норматив – перевищення встановленого показника призводить до формування додаткових резервів	Обмеження трансмісії банками МПК та попиту на валюту
Буфер капіталу на кредитування в іноземній валюті	*Ринковий* (формує резерв по кредитних операціях банків у сфері МПК)	Динамічний норматив – установа формує резерв за видом операцій у встановленому розмірі	Обмеження трансмісії банками МПК та попиту на валюту
Норматив резервування короткострокових зовнішніх зобов'язань банків	*Адміністративний* (збільшує резерви банку під фондування короткостроковим іноземним	Динамічний норматив – перевищення визначеного відсотку капіталу – установа формує спеціальний буфер	Обмеження припливу короткострокових спекулятивних МПК і зниження ризику ліквідності

Інструмент	Вид (опис)	Формалізація	Очікуваний вплив
	капіталом)	капіталу	банківської системи
Оподаткування позиції банків по деривативам в іноземних валютах	*Ринковий* (збільшує вартість операцій з деривативами)	Динамічний норматив – оподаткування контрактів з деривативами в іноземних валютах, обсяг яких перевищує встановлені у відсотках від банківського капіталу ліміти	Обмеження залежності банків від короткострокового зовнішнього фінансування та припливу валюти
Збір на необґрунтовані валютні операції банків	*Адміністративний* (збільшення витрат банків за валютобмінними операціями, які не мають юридичного обґрунтування – контрактів ЗЕД)	Динамічна ставка збору, залежить від цілей МПР	Обмеження попиту на іноземну валюту, ускладнення локалізації вільного іноземного капіталу на національних ринках
Норматив резервування за валютним деривативами укладеним з нерезидентами	*Адміністративний* (обов'язковий резерв для валютних свопів та форвардних операцій банків з нерезидентами)	Динамічна норма резервування відповідно до цілей МПР – резерв зараховується в спеціальний буфер капіталу	Підвищення витрат на залучення вільного іноземного капіталу
Норматив резервування за кредитами нерезидентам	*Адміністративний* (збільшує вартість короткострокового кредитування нерезидентів)	Динамічна норма резервування – резерв розміщується на безвідсотковому рахунку в ЦБ	Запобігає нарощуванню системного ризику, пов'язаного з втечею капіталу та скороченням пропозиції іно-земної валюти

Джерело: складено на підставі[328].

Тактика запровадження інструментів МПП у сфері регулювання МПК полягає в тому, щоб інтегрувати у низку фінансових операцій, критичних з точки зору впливу фінансової відкритості на економіку, елемент управління, який відфільтровує або регулює накопичення системного ризику. Перевага зазначених у таблиці інструментів полягає в тому, що вони є узгодженими з нормативним регулюванням та вимогами низки МФО, зокрема МВФ та ОЕСР. На національному рівні їх доцільно доповнити і заходами з інших сфер регулювання: щодо оподаткування придбання нерухомості нерезидентами, нормативу обов'язкового продажу валютної виручки експортерів тощо. Як можна побачити, більшість інструментів прямо чи опосередковано зачіпає сферу валютного регулювання. Це є характерним і для України. Після впровадження Національним банком численних обмежень на операції з валютою та іноземним капіталом в Україні впродовж 2014–2015 рр. суттєво зріс тіньовий валютний ринок. Середньомісячні обсяги операцій на ньому в 2015 р., за окремими розрахунками, становили понад 1,2 млрд дол. США, тоді як на легальному в той же період – менше 200 млн дол. США.[329]

Таблиця 4.5

Узагальнення напрямів впливу інструментів МПП на фінансову стабільність

Інструменти	Принцип дії	Напрям впливу
Інструменти загального впливу: буфер капіталу, адміністративні вимоги, стрес-тести	Підвищення запасу міцності на випадок екзогенних шоків та кредитного буму	Підвищення стійкості фінансового сектора
Секторальні інструменти: CCB, LTV, DSTI, секторальні та валютні адміністративні вимоги	Вирівнювання характеристик джерел фінансування	Обмеження проциклічності

[328] The OECD's approaches to capital flow management measures used with a macro-prudential intent. Report to G20 finance ministers. 16-17 April 2015.

[329] Жолудь О. Тіньовий ринок валюти – виклики для монетарної політики України. *Політика монетарного розширення на підтримку зростання і розвитку /* за ред.. В. Юрчишина. Київ: Заповіт, 2016. 116 с. С. 69.

Інструменти регулювання ліквідності: NSFR, LCR, резервні вимоги за валютними активами	Зниження ризиків розриву: ліквідності, строковості, валюти	Обмеження проциклічності
Структурні інструменти: адміністративні обмеження щодо ринкової частки та міжбанківських операцій	Зниження взаємопов'язаності та ризику зараження	Обмеження проциклічності

Джерело: складено автором на основі[330].

Перелік адміністративних заходів обмеження волатильності МПК та втечі капіталу доволі численний. Ефективність таких заходів може бути доволі високою, особливо на короткострокових етапах. Натомість більше суперечок викликає спроможність регулювання МПК засобами монетарної політики. Річ у тім, що традиційне використання інструментів монетарного регулювання може мати абсолютно протилежний вплив на економічну динаміку в умовах високого рівня фінансової відкритості економіки країни (рис. 4.3).

[330] The OECD's approaches to capital flow management measures used with a macro-prudential intent. Report to G20 finance ministers. 16-17 April 2015; Increasing Resilience to Large and Volatile Capital Flows –The Role of Macroprudential Policies / IMF. 2017. URL: https://www.imf.org/~/media/Files/Publications/PP/2017/pp060217-increasing-resilience-to-large-and-volatile-capital-flows.ashx

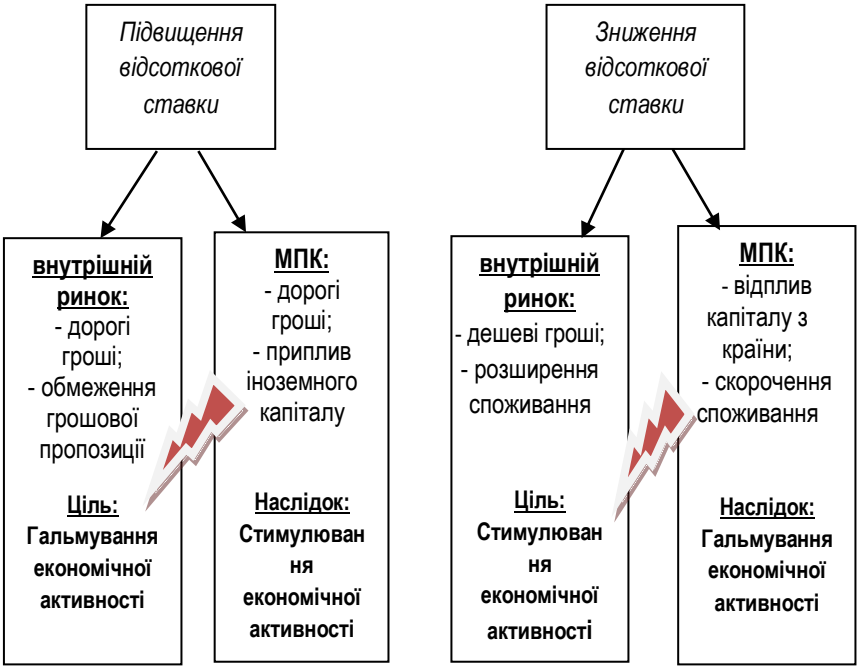


Рис. 4.3. Конфлікт монетарного регулювання в умовах фінансової відкритості

Джерело: складено автором.

Для країн, що розвиваються, у випадках раптового відпливу капіталу перша реакція – підняти відсоткові ставки. Але світовий досвід не підтверджує дієвість у таких випадках цього інструменту. Більш того, оскільки цей захід шкідливий для зростання економіки (обмеження попиту та підвищення вартості обслуговування зовнішнього боргу), підвищення ставок слід оцінити як контрпродуктивний захід.

Суперечливий вплив наслідків монетарного регулювання в умовах високого рівня фінансової відкритості проявляються також через складно прогнозовану динаміку валютного курсу, інфляції, зовнішнього боргу та відповідних ринкових очікувань, що можуть провокувати волатильність МПК. З огляду на це, фінансова відкритість зумовлює необхідність узгодження монетарного регулювання з видами іншої політики, зокрема, фіскальною, інвестиційною та підпорядкування цілям та заходам макропруденційної політики, оскільки саме остання відкриває перспективи запобігання суперечливому впливу наслідків.

Складність узгодження монетарної політики з політикою контролю МПК, навіть у рамках МПП, зумовлена також тим, що не існує універсальних теорій та рекомендацій щодо архітектури та механізму їх взаємодії. Специфіка кожної економіки формує вагомі відмінності в поведінці ринкових учасників у різних країнах, навіть за схожих макроекономічних обставин[331]. З одного боку, величезна різноманітність інструментів макропруденційного регулювання дає можливість поступово відкалібрувати політику до конкретних цілей. Але період калібрування матиме негативний вплив невизначеності від постійної зміни правил у таких умовах, для формування конкретної реакції регулятори повинні зосередитись також на структурній та поведінковій політиці[332].

Серед переліку основних понять, безпосередньо пов'язаних із монетарною політикою та рухом МПК, у часи поточного періоду глобалізації була сформульована так звана «трилема неможливості», або, як її ще також називають, «неможлива трійця» – теоретичний постулат, що походить з робіт Р. Манделла[333] та Дж. М. Флемінга,[334] які незалежно, але практично одночасно (1962–1963 рр.) узагальнили проблеми балансування цілей монетарної політики в умовах відкритої економіки. У поточному вигляді, з акцентом на монетарну політику «неможлива трійця» була стилізована науковцями трохи пізніше і посіла вагоме місце в парадигмі фінансової лібералізації.

Постулат «трилеми» обґрунтовує, що в монетарній політиці неможливо одночасно досягти стабільного валютного курсу, незалежної монетарної політики та вільного руху капіталу (фінансової відкритості). Вибір між цими цілями вимагатиме або фіксації курсу, що теоретично позбавить монетарної незалежності, або запровадження обмежень на рух капіталу, що

---

331 Ghosh A., Ostry J., Quresh M. Managing the Tide: How Do Emerging Markets Respond to Capital Flows? *IMF Working Papers.* 2017. No.17/69

332 Canuto O., Ghosh S. Editors Dealing with the Challenges of Macro Financial Linkages in Emerging Markets / World Bank Study. Washington, DC: World Bank, 2013. 280 p. P. 143.

333 Mundell Robert A. Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates. *Canadian Journal of Economic and Political Science*. 1963. Vol. 29. No. 4. P. 475–485. Reprinted in International Economics. New York: Macmillan, 1968.

334 Fleming J. Marcus. Domestic financial policies under fixed and floating exchange rates. *IMF Staff Papers*. 1962. Vol. 9. P. 369–79. DOI:10.2307/3866091. Reprinted in International Finance / Cooper Richard N. New York: Penguin Books, 1969.

унеможливить фінансову інтеграцію, або відмови від контролю валютного курсу, що зумовить його ймовірне коливання (див. рис.4.4).

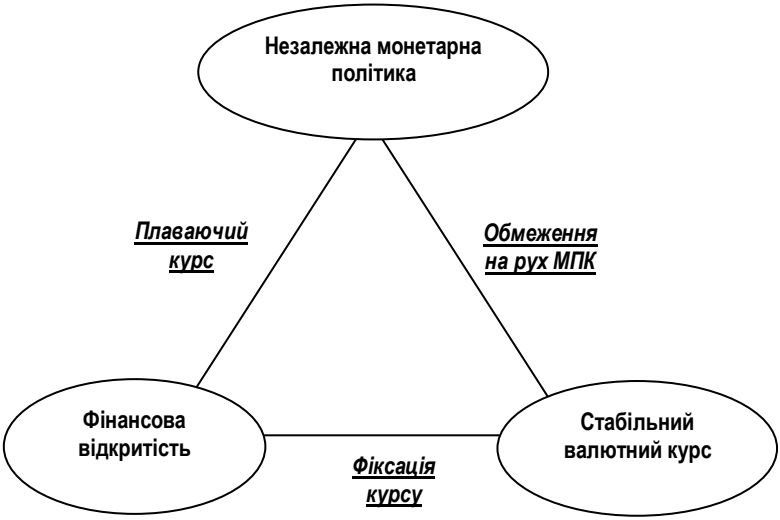


Рис.4.4. «Неможлива трійця» – трилема Манделла–Флемінга

Джерело: складено автором на підставі.[335]

З цієї теореми, як правило, робиться висновок, що регулятор може досягти лише двох із цих цілей. Це теоретичне узагальнення є логічним, але висновки, що, як правило, роблять із цього постулату, є підстави оскаржити. Перш за все, потрібно відзначити, що ця трилема сформульована виключно в гіпотетичному ключі й узагальнює ідеальний випадок абсолютно незмінного валютного курсу, повної свободи руху капіталу та абстрактно незалежної монетарної політики. Саме така постановка неодноразово зазнавала критики. Зокрема, М. Обстфельд, Дж. Шамбаух та А. Тейлор зазначили, що довести теорему на практиці досить важко, оскільки практично неможливо виміряти незалежність монетарної політики, свободу руху капіталу або зустріти вільний плаваючий курс не тільки «де-юре», а й «де-факто»[336].

---

[335] Aizenman J. The Impossible Trinity (aka The Policy Trilemma). *Department Working Paper.* March 2011. URL: https://economics.ucsc.edu/research/downloads/quadrilemma-aizenman-11.pdf

[336] Obstfeld M., Shambaugh J.C., Taylor A.M. The Trilemma in history: tradeoffs among exchange rates, monetary policies, and capital mobility. *NBER Working Paper*. 2004. № 10396. URL: https://www.nber.org/papers/w10396

Дійсно, попри вдале теоретичне обґрунтування, практичне втілення теореми неможливості нереальне і, насправді, непотрібне. По-перше, логічно сформулювати раціональну послідовність досягнення зазначених цілей (незалежна монетарна політика – стабільний валютний курс – фінансова відкритість), а не прагнути їх одночасно. По-друге, зазначені цілі непотрібно розглядати в їх екстремальних проявах, тоді проблема перетворюється на завдання пошуку балансу в системі «фінансова інтеграція – фінансова стабільність». І, нарешті, трилема існує тільки в рамках радикального підходу до фінансової відкритості як до кінцевої мети та абсолютної відсутності обмежень. Якщо підходити до фінансової відкритості як до динамічного параметра макроекономічного регулювання (власне, як до валютного курсу або відсоткової ставки), то трилема залишається, але феномен неможливості зникає.

Підтвердженням тому, що центробанки не прагнуть до досягнення трьох або двох обраних шляхів, а балансують свої інтереси в полі трикутнику «трилеми», слугують і емпіричні дослідження[337]. На відміну від поширеної за часів неоліберального консенсусу думки про вільно плаваючий курс як інструмент саморегулювання і за його умов є потреба в заходах контролю за МПК. Так, дослідження Е. Фарі та І. Вернінга цікаве тим, що воно проводилося стосовно малої відкритої економіки та підтвердило тезу про те, що для фінансової системи такої країни заходи контролю за МПК є бажаними навіть в умовах вільноплаваючого обмінного курсу, оскільки допомагають проводити контрциклічну політику та згладжувати сплески потоків капіталу[338].

У цьому ж руслі слід розглядати і аргументи, що випливають з результатів дослідження Г. Бекаерта та А. Меля[339] щодо ролі вільноплаваючого валютного курсу в межах трилеми. Вони взагалі заперечують одну з її гіпотез, стверджуючи, що країни, де діє фіксований режим валютного курсу, можуть досягти високого ступеня монетарної незалежності, тоді як країни з плаваючими режимами валютного курсу за

---

[337] Aizenman J., Ito H. The «Impossible Trinity», the international monetary framework, and Pacific Rim. *The Oxford Handbook of the Economics of the Pacific Rim*, 2011. URL: web.pdx.edu/~ito/handbook_aizenman_ito.pdf

[338] Farhi E., Werning I. Dilemma not trilemma? Capital controls and exchange rates with volatile capital flows. *IMF Economic Review*. 2014. № 62. P. 569–605.

[339] Bekaert G., Mehl A. On the global financial market integration «Swoosh» and the Trilemma. *NBER Working Papers*. 2017. № 23124. URL: https://ideas.repec.org/p/nbr/nberwo/23124.html

активізації МПК втрачають монетарну незалежність, особливо, коли глобальна фінансова відкритість сягає високих показників (зростає волатильність МПК).

Доцільно звернути увагу на характерні напрями формування політики управління МПК та їх перспективний інструментарій. Універсальною рекомендацією стосовно запобігання негативному впливу МПК є те, що ключова увага системи контролю за рухом капіталу в країні повинна бути зосереджена на двосторонніх короткострокових зовнішніх запозиченнях, оскільки вони є найпоширенішим інструментом накопичення екзогенного ризику для банківської системи. За допомогою короткострокових зовнішніх позик іноземний або внутрішній капітал втікає з країни, провокуючи нестабільність банківської системи та всієї економіки. Споживачами короткострокових позик також може виступати й уряд. У такому випадку формується борговий ризик.

Для регулювання короткострокових запозичень на банківському ринку, за досвідом південноамериканських країн, непогано зарекомендували строкові нормативи резервування за такими позиками. Цей інструмент вимагає створення спеціальних одержувачем таких позик безпроцентних резервів у центральному банку на термін, наприклад, один рік. Норматив може змінюватись у широкому діапазоні, відповідно до напряму політики регулювання фінансової відкритості – лібералізації або обмеження руху капіталу. Наприклад, у Чилі такий норматив резервування під час кризи 1991 р. був запроваджений на рівні 30%. У 1998 р. він був зменшений до 10%, а згодом – до нуля, проте не скасований і, за потреби, може знову бути підвищений для обмеження припливу короткострокового капіталу[340].

Ключовим елементом трансмісії зовнішніх шоків виступає валютний курс. Причому валютний режим впливає й на ефективність макропруденційного регулювання і повинен розглядатись як особливий інструмент. Моделювання показує, що загалом макропруденційна політика корисна за будь-якого режиму валютного курсу, а в окремих випадках – за фіксованого – її

[340] Echeverria C., Darbar S., Johnston R. Sequencing Capital Account Liberalization; Lessons From the Experiences in Chile, Indonesia, Korea, and Thailand. *IMF Working Papers*. 1997. № 97/157. URL: https://econpapers.repec.org/paper/imfimfwpa/97_2f157.htm

ефективність навіть вища[341]. Приплив іноземного капіталу провокує ревальваційний тиск на національну валюту, що може бути небажаним з точки зору підтримки національних виробників. Ще більш негативним проявом може стати некерована девальвація національної валюти у випадку раптової втечі капіталу. Цей ризик є характерним для транзитивних економік.

З цих причин вибір режиму валютного курсу на сучасному етапі втратив свою однозначність. Хоча рекомендації більшості МФО продовжують наполягати на меншій ризикованості плаваючих курсів, знизився й рівень критики їх фіксації і дедалі більше свідчень доцільності їх існування на певних етапах. Цьому сприяє також і те, що частина розвинених країн використовує режими прив'язки або навіть фіксації валютних курсів. Як зазначалось в роботі, основним викликом на шляху до фінансової відкритості транзитивної економіки виступає потреба проведення лібералізації валютного регулювання. Для країни з малою експортоорієнтованою відкритою економікою та слабкою національною валютою валютне регулювання виступає одним із видів найбільш ефективної політики макроекономічного регулювання, у т.ч. в сфері руху МПК.

Головними ризиками проведення лібералізації валютного регулювання в країні з відкритою економікою виступають відплив капіталу та знецінення національної валюти. Крім того, для малої відкритої економіки стабільність валютного курсу є необхідною умовою залучення неспекулятивних інвестицій і зниження трансакційних затрат міжнародної торгівлі. Країни, які мають прив'язаний до іншої валюти курс, мають кращі показники міжнародної торгівлі[342].

Слід відзначити, що для України ці ризики наразі залишаються досить високими. Про це свідчить аналіз зовнішньої інвестиційної діяльності України, за підсумками якої наша країна тривалий час виступає експортером капіталу. Так, згідно із дослідженнями американської неурядової організації Global Financial Integrity, тільки в період з 2004 по

---

[341] Unsal D. Capital Flows and Financial Stability: Monetary Policy and Macroprudential Responses. *International Journal of Central Banking*. 2013 March. URL: https://www.ijcb.org/journal/ijcb13q1a10.pdf

[342] Broz J.L., Frieden J.A. The Political Economy of International Monetary Relations. *Annual Reviews of Political Science*. June 2001. Vol. 4: P. 317–343. URL: https://www.annualreviews.org/doi/abs/10.1146/annurev.polisci.4.1.317

2014 роки з України нелегально було виведено понад 115,4 млрд дол. США[343].

За таких умов лібералізація операцій з валютою на тлі поточних тенденцій транскордонного руху капіталу в Україні призводитиме до посилення відпливу капіталу, скорочення повернення валютної виручки, дефіциту валюти на внутрішньому ринку і, таким чином, додаткового девальваційного тиску на гривню. Загалом, потенційні ризики проведення повної лібералізації валютного регулювання на нинішньому етапі значно переважають потенціал приросту іноземних інвестицій, особливо з огляду на їх поточну структуру, де переважають портфельні інвестиції у сектор державного управління. В таких умовах більш актуальним видається питання не простого стимулювання припливу інвестицій, а й запровадження заходів з їх диференціації залежно від напряму залучення.

Нівелювання валютного ризику вимагає використання широкого спектра заходів: від резервування за валютними вкладами для обмеження валютизації фінансової системи, накопичення міжнародних резервів до зміни режиму валютної політики. Традиційно накопичення міжнародних резервів розглядається як затратний захід. З одного боку, це відповідає дійсності – частина фінансових ресурсів вилучається з обігу і не може бути оперативно розміщена. Як правило, такі резерви лежать мертвим вантажем на висхідних етапах економічного циклу. З іншого боку, ефект від емісії, пов'язаної з накопиченням резервів під час валютних інтервенцій, поки що досліджений недостатньо. У публікаціях на тему регулювання фінансової відкритості, він, як правило, залишається поза увагою.

Стосовно обмеження негативного впливу волатильного капіталу доцільно звернути увагу на вимогу перебування іноземного капіталу в країні не менше визначеного періоду часу, а також строкові обмеження на повернення дивідендів. Такі вимоги, зокрема, сприяють зниженню волатильності портфельних інвестицій. Роблячи висновки на основі узагальнення перспектив використання монетарної політики для регулювання фінансової відкритості для України, слід зазначити:

по-перше, обмеження цілей діяльності НБУ ціновою стабільністю без зв’язку з цілями та заходами макропруденційної політики, розробленої за

[343] Imllicit Financial Flows to and from Developing Countries: 2005-2014. URL: http://www.gfintegrity.org/report/illicit-financial-flows-to-and-from-developing-countries-2005-2014/

участі уряду, та узгодженням заходів щодо контролю за рухом МПК та конкретизації валютної політики, слід вважати підходом, що не відповідає вимогам часу;

по-друге, хоча інформаційна політика НБУ демонструє усвідомлення цієї світової тенденції, практична робота в цьому напрямі ведеться дуже повільно. Зокрема, діяльність міжвідомчої Ради фінансової стабільності законодавчо не закріплена; заходи макропруденційної політики в керівних документах НБУ (як і в Програмі реформування фінансового сектора України) представлені дуже обмежено; жодного інструменту макропруденційного регулювання не імплементовано і терміни їх імплементації доволі невизначені;

по-третє, практичне калібрування регуляторних заходів, у т.ч. МПП, здебільшого визначається рівнем інституціонального розвитку та глибиною національного фінансового сектора[344]. Якщо національний фінансовий ринок нерозвинений і неглибокий, а практика застосування заходів МПП недостатньо ефективна, то для обмеження волатильності транскордонних потоків капіталів більше підходять адміністративні інструменти регулювання МПК. Але якщо внутрішній фінансовий ринок досяг достатньої глибини ефективності, а використання адміністративних інструментів регулювання МПК обмежені міжнародними вимогами або зобов'язаннями, то для регулювання МПК більш ефективні ринкові інструменти;

по-четверте, останні світові тенденції дають підстави стверджувати, що, цілком імовірно, за подальшого розвитку макропруденційного регулювання фінансові регулятори дедалі більше долучатимуться не тільки до згладжування фінансових циклів, а й до забезпечення відновлення економічного зростання. Регуляторам фінансових ринків України потрібно взяти це до уваги при розробленні подальших програм державного розвитку.

Загалом література, присвячена практикам монетарного регулювання МПК, не дає однозначних рекомендацій щодо схем, інструментів та заходів її реалізації. Також не існує єдиної теоретичної основи для аналізу макроекономічних наслідків запровадженого регулювання. Значною мірою це пояснюється наявністю вагомих відмінностей та особливостей, притаманних різним країнам, структурі та рівню розвитку їх економік. Потенціал ефективного застосування МПР у сфері регулювання фінансової

---

[344] *Андрюшин С.А, Кузнецова В.В.* Монетарные инструменты регулирования притока иностранного капитала. *Вопросы экономики*. 2013. № 6. С. 45–58. С. 52.

відкритості країни визначається макроекономічним впливом її інструментів та перспективами інтеграції заходів різних видів економічної політики, що зачіпають сферу МПК, узгоджуючи їх цілі на рівні регуляторів.

Монетарний регулятор у країні з транзитивною економікою може відігравати провідну роль у забезпеченні політики контролю за МПК, зосереджуючи свої зусилля у сфері валютного регулювання та пруденційного нагляду за банківським ринком. При цьому доводиться визнати, що монетарна політика не може забезпечити повноцінний комплекс управління МПК в умовах фінансової відкритості, оскільки заходи монетарного регулювання можуть вступати у суперечність із цілями політики контролю МПК.

Суперечності монетарного регулювання в умовах фінансової відкритості можуть бути усунені як у рамках МПР, так і відходу від неоліберального визначення фінансової відкритості як бажаної кінцевої мети абсолютної відсутності обмежень. Якщо підходити до фінансової відкритості як до динамічного параметра макроекономічного регулювання (власне, як до валютного курсу або відсоткової ставки), то трилема монетарного регулювання перетворюється на завдання пошуку балансу в системі «фінансова інтеграція – фінансова стабільність».

Основний принцип організації системи регулювання фінансової відкритості полягає у запровадженні елементу управління в систему економічних відносин, пов’язаних із транскордонними фінансовими трансакціями в усіх основних їх проявах – міжнародному кредитуванні, інвестиціях, репатріації дивідендів, обміні валюти тощо. При цьому основою забезпечення фінансової стабільності відкритої транзитивної економіки виступає адекватна макроекономічна політика та політика інституціонального розвитку фінансового сектора країни як необхідних умов продуктивного руху до фінансової інтеграції.

РОЗДІЛ V

ІНСТИТУЦІОНАЛЬНЕ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ФІНАНСОВОЇ ВІДКРИТОСТІ

Розвиток сучасної ринкової економіки неможливий в умовах фінансової автаркії. Водночас неконтрольований рух економіки до фінансової відкритості формує її структурну вразливість до неминучих екзогенних шоків. Проведений у попередніх розділах аналіз практики різних країн та узагальнення теоретико-методологічного обґрунтування актуальних підходів дають змогу сформулювати твердження про необхідність раціоналізації фінансової відкритості економіки із визначенням концептуальних основ її регулювання в інтересах забезпечення поступового руху економік до фінансової інтеграції з регіональними та світовими ринками.

Інституціональне забезпечення процесу фінансової інтеграції за допомогою фінансової відкритості доцільно розвивати за такими напрямами, як: концептуалізація основ використання фінансової відкритості в інтересах підтримки ендогенного зростання засобами фінансової інтеграції; формалізація критеріїв оцінки впливу фінансової відкритості на економічний розвиток за допомогою системи індикаторів відповідності макроекономічного середовища та можливостей фінансового сектора продуктивно абсорбувати МПК; розвиток інфраструктурних елементів максимізації ефекту фінансової відкритості для підтримки ендогенних чинників економічного зростання за допомогою інклюзивних інститутів розвитку.

5.1. Концептуалізація руху транзитивної економіки до фінансової відкритості

Основи руху економіки до фінансової відкритості в інтересах підтримки ендогенного зростання засобами фінансової інтеграції на концептуальному рівні визначають цілі, умови, етапи та засоби регулювання фінансової відкритості. Починаючи з 1990-х років регулятори багатьох країн робили спроби визначити пріоритети та етапи зняття обмежень на рух капіталу. Свого часу набув поширення підхід, сформований МВФ щодо принципового визначення етапів проведення безпечної фінансової лібералізації (див. рис. 5.1).

Рис. 5.1. Узагальнення підходу МВФ до порядку фінансової лібералізації

Джерело: складено автором на основі[345].

На певному етапі цей підхід отримав визнання як доступний алгоритм, в основу якого було покладено залежність етапів лібералізації від структурного розподілу МПК за ступенем ризику, як вони на той момент оцінувались. Перебіг процесів напередодні та після ГФК суттєво деформував економічний зміст МПК і наразі проведений в роботі аналіз не дає підстав визнати виправданим структурний розподіл МПК за етапами

[345] Brockmeijer J., Marston D., Ostry J. Liberalizing Capital Flows and Managing Outflows. *IMF Working Paper*. March 2012. URL: http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/031612.pdf

лібералізації. Як було показано в попередніх розділах роботи, ПІІ самі по собі не надають переваг для економічного зростання, так само як і інвестиції за кордон на висхідному етапі розвитку економіки самі по собі не становлять для неї значних загроз. Будь-які види МПК лише доповнюють реальні економічні процеси в рамках наявного середовища фінансового ринку.

Натомість концептуальна парадигма руху до фінансової інтеграції транзитивної економіки повинна полягати в тому, що пріоритетом повинно стати залучення проєктних інвестицій та допомоги, досягнення високих показників інтеграції зі світовими ринками, а також підтримка продуктивного експорту внутрішнього капіталу з метою придбання технологій та розширення ринків збуту. Перешкодами на шляху до фінансової відкритості виступають приплив спекулятивного (неінвестиційного) капіталу, перманентний вивіз капіталу, сплески та втечі капіталу.

Рух транзитивної економіки до фінансової відкритості в рамках зазначеної парадигми можливий тільки за належного розвитку фінансового сектора країни та, в першу чергу, його інституціонального середовища. Саме фінансовий сектор країни виступає головною передавальною ланкою між МПК та її економікою, включаючи як позитивний їх вплив, так і вплив ринкових шоків. Водночас самі по собі показники обсягів та глибини окремих сегментів фінансових ринків – фондового, кредитного, валютного – не відображають здатність фінансового сектора реалізувати переваги зростання фінансової відкритості та нівелювати її ризики. Безпечний та продуктивний рух транзитивної економіки до фінансової відкритості потребує визначення його концептуальних основ на принципах раціонального вибору, інституційний зміст якого полягає в тому, що він є інструментом надання суб'єктові відповідальності як фундаментальної соціальної функції[346].

На розвиток вітчизняного фінансового сектора в умовах фінансової відкритості чинять потужний екзогенний вплив світові фінанси. Якщо на шляху до фінансової відкритості фінансовий сектор сформувався на суб’єктній основі, відповідно до потреб внутрішнього економічного зростання, в умовах фінансової відкритості такий фінансовий ринок пройде природній відбір, зберігаючи свою суб’єктність та поступово адаптуючись

[346] Яременко О.Л., Панкратова О.М. Інститути й економічна свобода господарювальних суб’єктів. *Економічна теорія*. 2007. № 3. С. 56–71. С. 65.

до умов світових ринків. Водночас незрілий фінансовий сектор країни в умовах фінансової відкритості формуватиметься на екзогенних засадах. Таким чином він може мати потужні кількісні параметри, але його структурно-функціональні якості не відповідатимуть вимогам розвитку національної економіки.

Екзогенний вплив МПК на розвиток фінансового сектора України дуже потужний і значною мірою формує його кількісні параметри через проциклічний тиск на національну валюту, динаміку споживання, формування цінових «бульбашок», деформацію структури фінансового сектора, а також загрозу реалізації накопиченого системного ризику. Всі численні випадки припливу великих обсягів іноземного капіталу закінчувалися раптовими зупинками та втечею капіталу, провокуючи потужні фінансові кризи в малих відкритих економіках[347]. Завдання держави – виступати джерелом ендогенного впливу, спрямованого на розвиток якісних параметрів внутрішнього фінансового сектора, з метою формування його суб'єктності як елемента економічного розвитку суспільства. Завдання держави – виступати джерелом ендогенного впливу, спрямованого на розвиток якісних параметрів внутрішнього фінансового сектора, з метою формування його суб'єктності як елемента економічного розвитку суспільства.

Тривалий час державні політики розвитку фінансового сектора були орієнтовані на розвиток окремих його сегментів, інструментів або кількісних параметрів. Цей підхід не виправдав себе за тривалий період трансформації економіки після набуття незалежності. На заваді цьому стало багато факторів, у т.ч. декілька потужних фінансових та політичних криз. Слід модернізувати підхід щодо формування політики державного забезпечення розвитку фінансового сектора, який потрібно зорієнтувати не на розвиток його сегментів, а насамперед на формування повноцінного інституціонального середовища. Лише в умовах дієвого інституціонального середовища може відбуватися розбудова функціональної структури фінансових ринків із сучасними інститутами та інструментами.

Визначальну роль відіграє економічна динаміка та структурно-функціональні параметри розвитку інституціонального середовища фінансового сектора. Саме їх потрібно покласти в основу етапів руху

[347] Reinhart C., Reinhart V. From capital flow bonanza to financial crash. 2008. URL: https://voxeu.org/article/capital-inflow-bonanza-financial-crash-danger-ahead-emerging-markets

транзитивної економіки до фінансової відкритості. Слід орієнтуватися на такі параметри макроекономічної динаміки як фактори, що визначатимуть доцільність поглиблення або обмеження стану фінансової відкритості економіки
(табл. 5.1).

Таблиця 5.1.

Параметри макроекономічної динаміки, що визначають напрями регулювання фінансової відкритості

Мотивуючі	Стримуючі
• Темпи економічного зростання, адекватні потенційним, диверсифікація структури економіки; • збільшення темпів нагромадження капіталу, інвестицій та заощаджень, підвищення рівня технологічного укладу економіки; • розвиток якості ринкових інститутів (конкуренції, захисту права власності, практик управління, вирівнювання інформаційної асиметрії); • інституційний розвиток фінансових ринків, зниження системного ризику фінансової нестабільності; • наближення вартості національного капіталу до середніх значень по регіону, поглиблення фінансових ринків та підвищення ступеня фінансової інклюзії	• Економічне зростання з переважанням факторів на боці попиту; • спрощення технологічної структури економіки; • нагромадження чинників системного ризику та фінансової нестабільності; • підвищення рівня концентрації фінансових ринків, структурно-функціональна деформація фінансової системи; • втрата монетарної незалежності та дієвості монетарного регулювання; • прискорення нагромадження зовнішньої заборгованості економіки; • ознаки зростання цінових «бульбашок» на ринках нерухомості та фінансових активів;

Джерело: складено автором.

Усвідомлення та реалізація принципу визначальної ролі економічної динаміки та супутніх макроекономічних факторів щодо етапів та структури фінансової лібералізації становить перший концептуальний елемент регулювання фінансової відкритості для транзитивних економік в інтересах раціоналізації впливу руху МПК. Разом із тим дієва система регулювання фінансової відкритості неможлива без розвитку та удосконалення інституційного середовища фінансового сектора.

Зважаючи на те, що інституціональне середовище загалом це – сукупність найважливіших фундаментальних соціальних, правових, політичних, економічних, морально-етичних, культурних правил і норм, що

визначають поведінку та взаємовідносини у суспільстві, в тому числі між суб'єктами господарювання і державою, і повинні бути спрямовані на підвищення ефективності економіки та якості життя населення,[348] основними елементами інституціонального середовища фінансового сектора України, що потребують розвитку можна визначити такі (табл. 5.2).

Таблиця 5.2

Матриця цілей розвитку інституціонального середовища фінансового сектора

Захист прав та інтересів учасників фінансових ринків	Вільний доступ до ринків, інструментів та послуг	Інформаційне забезпечення
Підвищення рівня довіри між учасниками ринку	Розширення медіації та фінансової інклюзії	Формування зворотного зв'язку
Розвиток конкуренції	Посилення функції саморегуляції	Професійний розвиток регуляторів ринку

Джерело: розроблено автором.

Прогрес у досягненні цілей цієї матриці сприятиме суб'єктному розвитку вітчизняного фінансового сектора, посилить його функціональну спроможність та стійкість до екзогенних шоків, що у свою чергу відкриє перспективи продуктивної фінансової лібералізації економіки. Належний структурно-функціональний розвиток фінансового сектора країни забезпечить можливість зниження відсоткових ставок, розширення фінансового інструментарію, посилить зв'язок фінансового сектора з реальним. Це сприятиме обмеженню попиту на короткостроковий спекулятивний капітал, оптимізує структуру МПК та знизить пов'язані з їх рухом ризики фінансових криз.

Саме по собі поглиблення ринкового середовища не може слугувати гарантією раціональної поведінки учасників. Так само і стимули власності не виключають неефективне управління. Потрібен нагляд, який ефективно проводять регулятори[349]. Як зазначалось, аргументи на користь необхідності формування політики регулювання потоків капіталу останнім

[348] Чубарь О. Інститути та інституціональне середовище: теоретичні узагальнення засад економічного розвитку. *Науковий вісник Ужгородського університету*: збірник наукових праць / ред. кол.: В.П. Мікловда, М.І. Пітюлич, Н.М. Гапак та ін. Ужгород : УжНУ, 2013. Вип. 3 (40). С. 98–104. С. 100.

[349] McMillan J. Reform: What pace works best? *Financial & development*. September 2004. P. 34–41. P. 35.

часом
лунають навіть на найвищому рівні МВФ. На думку фахівців, здійснення контролю за потоками капіталу можливе за поєднання політики регуляторної та фіскальної. При цьому останній відводиться досить вагома роль у контролі та регулюванні потоків капіталу. Не можна, звичайно, забувати і про інструменти монетарної політики у стримуванні волатильності МПК, особливо ж у частині валютно-курсової політики.

Відповідно, формування політики контролю фінансової відкритості є важливим елементом забезпечення фінансової інтеграції. Така політика повинна об'єднати потенціал фіскальної, монетарної та видів регуляторних політики в різних сегментах фінансових ринків. Такого симбіозу можливо досягнути в рамках сучасних підходів, що передбачають узгодження інтересів монетарного регулювання та забезпечення фінансової стабільності в рамках макропруденційного регулювання. Саме його потенціал здатний реалізувати комплексне регулювання МПК в інтересах економічної динаміки. Необхідний асортимент інструментарію було узагальнено в попередніх розділах. Потрібно відзначити, що практика впровадження МПП у транзитивних країнах неоднорідна, проте останні результати досліджень свідчать про її помітний вплив на обмеження трансмісії екзогенних шоків через фінансову відкритість економіки[350].

При цьому до чинників, що визначають цілі політики регулювання фінансової відкритості, слід включати реальні загрози зростання системного ризику, такі як:

– приплив або втеча короткострокових волатильних потоків капіталу;
– порушення нормативів або структурних параметрів фінансових ринків;
– неконтрольоване зміцнення або знецінення національної валюти;
– зростання цінових бульбашок на ринках фінансових активів, нерухомості;
– перегрів економіки або скорочення фінансового забезпечення її розвитку;
– втрата міжнародних резервів;

Відповідно до ідентифікованого впливу доцільно проводити політику регулювання фінансової відкритості, що на загал зводитиметься до такого принципу балансування інтересів економічного розвитку та забезпечення фінансової стабільності: при уповільненні економічного розвитку та/або

[350] Karmakar S., Lima D. Global Capital Flows and the Role of Macroprudential Policy. *REM Working Paper*. 2019. No. 087.

реалізації системного ризику фінансової нестабільності: стимулювання припливу та ускладнення відпливу капіталу; при прискоренні економічного розвитку та/або накопиченні чинників системного ризику – стимулювання або дерегуляція відпливу та обтяження припливу МПК. Більш детальну інформацію для визначення конкретних заходів політики регулювання фінансової відкритості визначатимуть показники системно важливих індикаторів.

Слід також зазначити, що з точки зору стратегії економічного розвитку оптимальним є оподаткування припливу капіталу (або субсидування відпливу капіталу), якщо він зростає швидше, ніж інший світ, та оподаткування відпливу капіталу (або субсидування припливу капіталу), якщо він зростатиме повільніше. У довгостроковій перспективі, якщо відносні МПК взаємно компенсуються до стабільного стану, податки на міжнародні потоки капіталу зводяться до нульової ставки, тим самим реалізуючи фінансову лібералізацію.[351]

Одним із головних мотивів реалізації політики контролю за фінансовою відкритістю в рамках макропруденційного регулювання є необхідність узгодження дій монетарного та фіскального регуляторів. Фіскальна політика відіграє винятково потужну роль у композиції макропруденційного регулювання. В умовах фінансової відкритості та потенційного припливу капіталу комбінація в рамках макропруденційної політики більш жорсткої фіскальної та більш м'якої монетарної політики забезпечуватиме макроекономічну стабільність більшою мірою.

Фіскальні обмеження стимулюють збільшення національних заощаджень та створюють простір для зростання попиту внаслідок припливу іноземного капіталу. Це також надає уряду більше можливостей для контрциклічного маневру в разі відпливу капіталу. Монетарне послаблення заохочує внутрішні інвестиції та зростання. При цьому припливи короткострокового капіталу нівелюватимуться низькими ставками та фіскальними обмеженнями. І навпаки, лібералізація фіскальної політики може збільшити внутрішнє споживання, а жорстка грошово-кредитна політика, як правило, скорочуватиме інвестиції та заохочуватиме чутливий до відсотків приплив спекулятивного капіталу. Така комбінація не сприятиме стійкості ринків.

---

[351] Costinot A., Lorenzoni G., Werning I. A theory of capital controls as dynamic terms-of-trade manipulation. Journal of Political Economy. 2014. Vol. 122. №. 1. P. 77–128.

Особливу складність викликає регулювання перманентних, великих за обсягами припливів та відпливів капіталу[352]. Перші з них зумовлені наявністю в економіці привабливої сфери для інвестування, наприклад, видобування енергоресурсів, а другі – необхідністю нівелювання ризиків недорозвиненого інституціонального середовища. Складність полягає в тому, що фактори, які зумовлюють такий рух МПК, – фундаментальні та діють тривалий час, тоді як адміністративні обмеження – дієві в короткостроковому періоді. Більш перспективними з цієї ж причини знову ж таки видаються ринкові або програмні обмеження. Проте і вони повинні бути адаптивними, оскільки перманентні потоки з часом обходитимуть невигідні ринкові обмеження.

У рамках макропруденційного регулювання останнім часом посилюючи свій системний вплив, набуває розвитку комунікаційна політика регуляторів. Цій політиці повинна приділятись посилена увага і в транзитивних економіках, оскільки через певні особливості таких країн рівень довіри до регуляторів у них не дуже високий[353]. Разом із тим адекватна комунікаційна політика здатна чинити позитивний вплив у найбільш критичних моментах курсової волатильності та втечі капіталу.

Фахівцями МВФ ще у 2004 р. було визначено принципово важливий етап запровадження фінансової відкритості, що не отримав належної уваги вітчизняних експертів та регуляторів. Цим принципово важливим моментом, що, власне, є першим кроком руху до фінансової відкритості, виступає забезпечення стабільності валютного курсу шляхом створення в країні потужного, ємного та ліквідного валютного ринку[354]. Потужний та стабільний валютний ринок сприятиме зниженню рівня ризикованості національних фінансових ринків, а отже, і спредів дохідності з іноземним капіталом і, таким чином, раціоналізації фінансової відкритості, відсіявши

---

[352] Rojas-Suarez. Domestic Financial Regulations in Developing Countries: can they effectively limit of the impact of capital account volatility? 2008.

[353] Shapoval Y., Anufriieva K., Brus S., Bublyk Y. Communication as an instrument for enhancing trust in a central bank: the case of Ukraine. *Banks and Bank Systems*. 2019. Vol. 14. P. 106.

[354] Карачадаг Ч., Дуттагупта Р., Фернандес Г., Ишии Ш. От фиксированного курса к плавающему: нет причин для опасений. *Финансы & развитие*. Декабрь 2004. С. 20–23.

частину волатильних спекулятивних потоків капіталу[355]. Це допоможе знизити вплив спекулянтів на валютному ринку та потребу втручання центрального банку. Учасники фінансових ринків почуватимуться впевненіше за наявності потужного, забезпеченого належними інститутами та інструментами валютного ринку. Це допоможе нівелювати вагомий валютний ризик при відході від обмежень на рух МПК у країні.

Водночас для країни з малою відкритою економікою, з високими ризиками відпливу капіталу та девальвації передчасна лібералізація валютного регулювання несе значні загрози. Наявність високого ризику відпливу капіталу за кордон та девальвації національної грошової одиниці вимагає розроблення системи валютного регулювання із збереженням валютних обмежень та унеможливлює повну лібералізацію на довгостроковій основі руху портфельних інвестицій, короткострокового кредитування та інвестицій резидентів за кордон без уникнення загроз для національної економіки.

Необхідність визначати можливість проведення в Україні валютної лібералізації через стабільність валютної та банківської системи проголошував і голова представництва МВФ в Україні Л. Фільюолі[356]. Багато розвинених країн світу, а також країн з перехідними економіками мають тривалі обмеження, пов'язані з рахунком операцій з капіталом, і це не вважається порушенням вимог СОТ або ігноруванням ринкових засад міжнародного співробітництва.

Шлях проведення раптової лібералізації валютного регулювання без стратегічного планування та обґрунтування без попереднього усунення структурних диспропорцій, убезпечення від спекулятивного впливу шляхом формування повноцінного валютного ринку доводиться визначити як небезпечний для України. З огляду на зазначені вище умови можна спрогнозувати, що наслідком передчасної лібералізації стане накопичення державної заборгованості та валютних чинників системного ризику, що проявлятимуться при погіршенні кон'юнктури на світових сировинних ринках. Тож першим кроком повинно стати створення ємнісного та

---

[355] Increasing Resilience to Large and Volatile Capital Flows: the Role of Macroprudential Policies / IMF. 2017. URL: https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2017/07/05/pp060217-increasing-resilience-to-large-and-volatile-capital-flows

[356] Фільюолі Л. Україна: політика в галузі зовнішнього сектору у середньостроковому періоді. Основні положення. *Вісник НБУ*. 2003. № 10. С. 8–9.

інституційно розвиненого валютного ринку, забезпеченого потужним ринком міжбанківського кредитування та інструментарієм хеджування валютних ризиків. При цьому дієвий ринок міжбанківського кредитування відіграє важливу роль у періоди негативних ринкових очікувань і пов'язаного з цим ризику ліквідності у банківській системі. [357]

Практика регулювання валютної сфери Національним банком України демонструє доволі суперечливі тенденції. НБУ офіційно проголосив політику поступового проведення повної валютної лібералізації в цілях переходу до режиму вільноплаваючого валютного курсу. Після прийняття Закону України «Про валюту і валютні операції», НБУ запровадив вісім постанов, якими передбачається сформувати нову систему «ліберальної» системи валютного регулювання на заміну попередніх 56 нормативно-правових актів. Разом з тим, зазначені постанови, доповнені низкою інструкцій, передбачають застосування декількох десятків обмежень на діяльності, пов'язаної, як з валютними операціями безпосередньо, так і опосередковано. Зокрема, заборони на кредитування резидентів у гривні.

Сам принцип побудови нової системи валютного регулювання, так як він проголошений, виглядає прогресивно. Нова система валютного регулювання залишає Національному банку право запроваджувати заходи захисту у сфері валютних операцій у разі виникнення обставин, що загрожують стабільності фінансової системи. Зокрема, це може бути регулювання обов'язкового продажу частини валютних надходжень та граничних строків розрахунків за операціями експорту-імпорту, запровадження лімітів на здійснення окремих валютних операцій, встановлення правил здійснення операцій, пов'язаних із рухом капіталу. Дорожня карта валютної лібералізації, розроблена сумісно НБУ та МВФ, передбачає покрокове зняття усіх валютних обмежень відповідно до темпів поліпшення макроекономічних умов в Україні з оцінкою таких макроекономічних індикаторів як темпи зростання ВВП, динаміка інфляції, стан валютного ринку, фінансова стабільність, ситуація на зовнішніх ринках тощо.[358]

---

[357] Бублик Є. Підвищення ролі міжбанківського кредитування як інструмент забезпечення стабілізації банківської системи України. *Вісник Інституту економіки та прогнозування.* 2014. С. 12–15.

[358] Національний банк затвердив нову систему валютного регулювання та оприлюднив дорожню карту валютної лібералізації / НБУ. URL:

Водночас, прийнятими постановами скасовується низка обмежень, що можуть бути важливими для регулювання волатильних потоків капіталу, зокрема, це – скасування процедури реєстрації зовнішніх запозичень, обмежень на дострокове погашення зовнішніх зобов'язань, суттєва лібералізація операцій з деривативами. Головні сумніви, щодо успішної реалізації нової системи валютного регулювання породжують відсутність узгодження заходів лібералізації з іншими важливими індикаторами загроз впливу волатильних потоків капіталу, низький поточний рівень довіри до інституційної спроможності та незалежності Національного банку. Лишається невирішеним момент узгодження політики валютного курсу з іншими органами державної влади, передусім Міністерством фінансів.

Серед іншого, формування концепції регулювання фінансової відкритості потребує врахування низки екзогенних чинників, що чинять помітний вплив на перспективи руху МПК. Зокрема, це стосується впливу регіонального, інтеграційного чинників та посткризової трансформації фінансових ринків. Вплив регіонального чинника проявляється в тому, що на пов'язаних тісними економічними зв'язками ринках регіону, з приблизно однаковим рівнем інституціонального розвитку, характер руху МПК є подібним. Уряди таких країн можуть бути зацікавлені в наявності заходів контролю, спрямованих на запобігання діям інших країн, які можуть спровокувати небажану поведінку волатильних короткострокових МПК. Це свідчить про доцільність регіонального співробітництва та координації заходів макроекономічної політики і заходів контролю за рухом МПК у межах регіону[359].

Фінансову інтеграцію на регіональному рівні слід розглядати як важливий етап адаптації економіки до глобальної фінансової відкритості. Небезпека та негативний вплив неконтрольованої фінансової відкритості проявилась через неадекватність спроби фінансової інтеграції незіставних за економічним потенціалом та рівнем розвитку ринкових інститутів групами країн, з одного боку, і відсутністю дієвих інститутів узгодження їх інтересів інтересів – з іншого. До появи таких інститутів фінансова інтеграція peer-групи країн у межах регіону відкриває найбільші перспективи реалізації

https://bank.gov.ua/news/all/natsionalniy-bank-zatverdiv-novu-sistemu-valyutnogo-regulyuvannya-ta-oprilyudniv-dorojnyu-kartu-valyutnoyi-liberalizatsiyi

[359] The World Development Report 1999/2000: Entering the 21st Century / World Bank, 1999. 290 p. P. 68. URL: https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/5982

переваг міжнародної інтеграції, адаптації економічних систем до фінансової відкритості та усуненні прогалин інституціонального розвитку.

Долаючи шлях до фінансової відкритості та побудови системи контролю за потоками капіталу в Україні потрібно зважено враховувати наявність потужного зовнішнього інтеграційного чинника. Дія цього чинника проявляється як через заходи євроінтеграції, так і через продовження співпраці з МВФ. Посилення євроінтеграційного вектора відкриває певні перспективи отримання проєктної допомоги та несе додаткові ризики з огляду на зростання припливу європейського капіталу і спрощення умов вивозу вітчизняного. Слід відзначити вплив прийнятих зобов'язань відповідно до укладеної Україною з ЄС Угодою про асоціацію. Хоча для України немає жорстких вимог щодо строків повного зняття обмежень на рух капіталу, оскільки вона поки що не є кандидатом на вступ до ЄС, а лише підписала Угоду про асоціацію. Проте лібералізація руху капіталу виступає важливою передумовою формування єдиного ринку з ЄС, крім того, Україна взяла на себе певні зобов'язання в рамках Угоди про асоціацію, зокрема, «не обмежувати і дозволяти будь-які платежі та перекази у вільноконвертованій валюті»[360], разом із тим, потрібно звернути увагу на низку умов у взаємовідносин України з МВФ та ЄС, що водночас обмежують проведення повної лібералізації.

Слід відзначити, що, відповідно до зазначених в роботі чинних підходів МВФ стосовно необхідності запровадження заходів контролю над МПК як важливого інструменту антикризової політики, що може сприяти забезпеченню економічної стійкості країн, що розвиваються, Урядом України та НБУ в ході співпраці з МВФ у діючому «Меморандумі про економічну та фінансову політику» від 02.03.2017 р. обґрунтована необхідність поступового скасування валютних обмежень, а не повна безумовна лібералізація. «Ми продовжимо пом'якшення адміністративних заходів валютного контролю, коли це дозволятимуть умови. Ми погодили з МВФ вивірену дорожню карту відповідно до передумов з урахуванням наслідків попереднього послаблення адміністративних обмежень, оновленої оцінки наслідків та додаткових етапів на шляху до повного скасування заходів. НБУ здійснюватиме моніторинг впливу заходів

[360] Угода про асоціацію між Україною, з однієї сторони, та Європейським Союзом, Європейським співтовариством з атомної енергії і їхніми державами-членами, з іншої сторони (ред.. від 30.11.2015). URL: http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/984_011

послаблення, оновлюватиме оцінки у міру отримання нової інформації та, за необхідності, коригуватиме заходи щодо послаблення із тим, щоби поступове скасування обмежень узгоджувалося із зазначеними вище передумовами»[361]. Дотримання такої політики було підтверджено і в «Меморандумі» від 28.12.2018 р.: «буде ретельно визначено послідовність кроків поетапної лібералізації контролю за капіталом, передбачених новим законом про валюту, та умови, за яких ці кроки будуть реалізовуватися, без встановлення конкретних термінів усунення існуючих обмежень»[362].

Існує іще одна суперечність у випадку проведення повної лібералізації валютного регулювання, що випливає з вимоги ЄС про недопущення отримання торгових переваг за рахунок девальвації. Зокрема, ЄС доволі критично ставиться до коливання курсу національної валюти. А як один із важливих критеріїв вступу до ЄС навіть визначається вимога підтримання протягом двох років стабільного курсу національної валюти, коливання якої відносно євро не перевищує 15%. У реаліях вітчизняного ринку, при знятті існуючих валютних обмежень, у поточному році навряд чи можна буде досягнути такої стабільності національної валюти.

Таким чином, з одного боку, існує додаткова мотивація проводити лібералізацію валютного регулювання на шляху до ЄС, з іншого – формальних вимог щодо строків її проведення не встановлено. І, водночас існує низка вимог ЄС, а також рекомендацій та домовленостей з МВФ, які спонукають до обережного проведення лібералізації, забезпечуючи в першу чергу стабільність функціонування фінансової системи.

Наведені вище факти демонструють наявність певних суперечностей у взятих на себе Україною зобов'язань в рамках Угоди та Меморандуму, особливо при спробі окреслити часові рамки процесу лібералізації. З огляду на те, що зобов'язання у рамках зазначених угод мають не обов'язковий, а рекомендаційний характер і їх виконання для України залежить від її власної волі, важливо визначити реально досяжні позиції за вимогами щодо лібералізації руху капіталу, валютного регулювання та використання обмежувальних заходів у кризовому періоді. Для цього законодавчому регулюванню мають передувати розроблення програмного

---

[361] Меморандум про економічну і фінансову політику України від 02.03.2017 р. URL: http://www.minfin.gov.ua/

[362] Меморандум про економічну і фінансову політику України від 28.12.2018 р. URL: http://www.minfin.gov.ua/

документу, що прозоро би визначав цілі, індикаторів, критеріїв оцінки, напрямів та етапів проведення фінансової лібералізації.

Останнім, але не менш важливим елементом концептуалізації основ раціоналізації фінансової відкритості економіки, на який потрібно звернути увагу, це один з вагомих екзогенних чинників «нової нормальності» – **розвиток фінансових ІТ-технологій**. Поширення процесів діджиталізації економіки чинить вплив на всі сфери фінансових відносин. Розвиток відповідних інформаційно-комп'ютерних технологій суттєво спростив доступ до міжнародних товарних та інвестиційних ринків. Зниження трансакційних витрат спростило транскордонні грошові перекази. Поява віртуальних ринків та криптоактивів викликала приплив до них реального капіталу. Все це зумовило спрощення руху міжнародних потоків капіталу, зростання їх обсягів та підвищення волатильності. Особливо слід відзначити позитивний вплив швидкого поширення платіжних карт у ролі засобів платежу та грошових переказів[363]. До цього слід додати популяризацію електронних гаманців та криптовалют[364]. Зокрема, завдяки цим інструментам упродовж 2002–2017 рр. обсяги транскордонних грошових переказів, які стновлять вагому частку фінансових надходжень в економіки, що розвиваються, зросли з 50 млрд дол. США до 250 млрд дол. США[365].

Таке посилення транскордонного перетікання капіталу формує умови підвищення реальної фінансової відкритості економіки. На відміну від нормативної фінансової відкритості «де-юре» відкритість «де-факто» відображає рух реальних обсягів міжнародних потоків капіталу у різних формах, частина з яких відбувається у тіньовій сфері і може бути обрахована лише орієнтовно. Зокрема, проведення грошових транскордонних переказів, що виконуються за традиційними системами банківських переказів SWIFT, супроводжуються великою комісією, що спонукає використовувати альтернативні інструменти для переказів. Зростання тіньової сфери обігу капіталу через поширення криптоактивів та

---

363 Бублик Є. Ринок платіжних карток в Україні: перспективи та обмеження розвитку. *Економіка і прогнозування*. 2016. № 3. С. 51–65. С. 54.

364 Бублик Є., Шкляр А., Шаповал Ю. Переваги та ризики поширення електронних грошей в Україні. *Банківська справа*. 2016. № 4. С. 99–110.

365 Бублик Є. Міжнародні потоки капіталу – драйвер економічних циклів. *Фінансово-кредитні системи в умовах зміни ділових циклів*: тези доп. міжнар. наук.-практ. інтернет-конф. (Київ, 15 травня 2019 р.) / відп. ред. Н.П. Шульга. Київ: Київ. нац. торг.-екон. ун-т, 2019. С. 14–15.

віртуальних валют значною мірою стимулюють процеси діджиталізації та розвитку фінтеху.

Прояви активізації руху потоків капіталу під впливом розвитку діджиталізації можна узагальнити таким чином:

– спрощення доступу до фінансових послуг та позичкового капіталу;
– прискорення транскордонних торговельно-розрахункових операцій;
– економія на трансакційних витратах для всіх учасників ринку;
– зниження вхідних бар'єрів для транскордонного інвестування;
– спрощення схем офшоризації капіталу та оптимізації податкових витрат;
– поява нових об'єктів інвестування – криптоактивів;

Водночас трансформація сучасних підходів до фінансової лібералізації та вільного руху капіталу спричинила появу тези про доцільність здійснення контролю за рухом віртуальних валют з метою убезпечення національної економіки від екзогенних шоків надмірних припливів спекулятивного капіталу, їх раптових проциклічних розворотів та втечі капіталу. Відповідно, активізація потоків капіталу в умовах цифровізації економіки висуває до регуляторів нові вимоги щодо контролю за рухом міжнародних потоків капіталу.

На необхідність посилення контролю за рухом капіталу в умовах поширення цифрових грошей звертає увагу у своїх рекомендаціях і FATF[366]. Організація зауважує про низку негативних прикладів використання віртуальних валют для відмивання коштів, отриманих незаконним шляхом, та фінансування терористів і звертає увагу на особливу ризикованість поширення децентралізованих криптовалют без єдиного визначеного емісійного центру. Операції з такими цифровими грошима практично неможливо ідентифікувати.

Разом із тим потрібно враховувати потужний позитивний вплив процесів діджиталізації на стимулювання економічного розвитку. Посилення конкуренції, зниження вхідних бар'єрів, економія на трансакційних витратах, спрощення доступу до позичкового капіталу відкривають нові можливості для економік, що розвиваються, залучити інвестиційний капітал та збільшити свою присутність на світових ринках.

[366] Бублик Є., Шкляр А., Шаповал Ю. Переваги та ризики поширення електронних грошей в Україні. С. 99–110.

Поточні умови «нової нормальності» індустрії фінансових послуг, до яких відноситься і вплив розвитку «фінтеху», зумовлюють потребу в комплексній політиці управління фінансовою відкритістю на якіснішому рівні, оскільки збільшення масштабів руху капіталів в економіці посилює вплив загроз волатильних ринків. Наприклад, у різних країнах – як розвинених, так і транзитивних – розрізняти іноземний та внутрішній капітал стає дедалі важче. У таких умовах просте обмеження руху іноземного капіталу втрачатиме ефективність, оскільки його можна легко обійти, маскуючи резиденцію капіталу. Таким чином постане потреба розробити більш комплексний підхід для забезпечення належного регулювання та нагляду за фінансовою системою.

У таких обставинах посилити контроль за рухом потоків капіталу і, водночас, підтримати позитивний вплив процесів діджиталізації на економіку – вагомий актуальний виклик для регуляторів. Його складність посилюється тим, що політика регулювання потоків капіталу не може бути реалізована в межах якоїсь однієї монетарної політики або повноважень одного регулятора. Найбільші перспективи щодо вирішення завдання контролю за потоками капіталу в поточних умовах відкриваються у сфері модернізації видів регуляторної політики у фінансовій сфері на засадах макропруденційного підходу.

Реалізація макропруденційної політики передбачає узгодження відповідної політики уряду, центробанку та регуляторів фінансових ринків з метою запобігання системному ризику фінансової нестабільності. Теорія та наявний практичний досвід підтверджують необхідність такої кооперації для реалізації ефективного регуляторного впливу в умовах посилення взаємозв'язків різних сфер економіки, особливо під впливом діджиталізації.

При цьому регуляторна політика у сфері контролю за потоками капіталу повинна передбачати підтримку розвитку фінтех-інновацій на національних фінансових ринках, заохочення віртуальних фінансових компаній до співпраці з традиційними банківськими інституціями, активну роль центробанку на ринку віртуальних валют, підвищення кібербезпеки, а також посилення пруденційного нагляду та розвитку системи моніторингу за платіжними операціями, обмеження експансії тіньового банкінгу, моніторинг фінтех-інновацій на предмет їх потенційного впливу на ринок. Потрібно передбачити заходи щодо обмеження фундаментальних факторів поширення ризиків цифровізації, що зумовлюють тінізацію та офшоризацію капіталу: а саме фінансової нестабільності, недорозвиненого

інституціонального середовища національних фінансових ринків, надмірного оподаткування при низькому забезпеченні права власності та захисту інтересів учасників ринку.

Крім зазначених вище заходів, проактивна роль регуляторів в умовах зростаючого впливу розвитку фінансових технологій повинна поширюватись на розвиток інфраструктури, зокрема, в таких напрямах, як:

– адаптація до сучасних вимог національної платіжної системи, інтеграція національного платіжного інструментарію, каналів доставки та видів операцій з прогресивними новаціями на ринках платіжних засобів, що сприятиме популяризації використання національної платіжної системи і позбавить частину легальних учасників ринку потреби використання децентралізованих валют та платіжних систем офшорних операторів;

– переведення розрахунків з державними установами в електронний вигляд;

– власна реалізація державою сучасних фінтехінновацій із посиленим захистом учасників, наданням цінових переваг та одночасним формуванням регуляторного поля;

– узгодження поширення цифровізації та фінтехінновацій на фінансових ринках із потребами урядової політики розвитку економіки.

Реалізація зазначених заходів покликана сформувати державну частку на ринку цифрових фінансових інструментів з метою формування цільової репрезентативної групи учасників для визначення орієнтирів, меж і потреб регуляторної політики у сфері руху потоків капіталу, моніторингу актуальних процесів цифровізації у цій сфері, аналізу перспектив здійснення в її межах стимулюючого впливу на економічне зростання. Формування репрезентативної групи у цій сфері забезпечує необхідні умови для модернізації наявного інструментарію оцінки фінансової відкритості економіки та її узгодження з реальними показниками руху потоків капіталу, що відкриє перспективи суттєвого удосконалення відповідної політики.

Слід усвідомлювати, що в умовах розвитку інформаційних технологій фінансовим ринкам притаманний природний тренд на лібералізацію. Його зміст полягає в тому, що в умовах розширення можливостей обліку та моніторингу транскордонних фінансових операцій, формальні процедури отримання дозволів та реєстрацій втрачають сенс. Тому на нинішньому етапі відкривається можливість істотно їх спростити без погіршення якості контролю. Проте це не відміняє необхідності

формування якісного інституту реєстрації правочинів для покращення захисту права власності[367].

Забезпечення реалізації визначених концептуальних основ руху транзитивної економіки до фінансової інтеграції, раціоналізація фінансової відкритості повинні здійснюватися на принципах ендогенізації процесу економічного розвитку. Це потребує формування набору індикаторів, що дозволяють оцінити відповідність процесу економічного розвитку країни її можливостям продуктивно абсорбувати МПК. Вагому роль у підвищенні здатності економіки продуктивно засвоювати приплив іноземного капіталу та відсікати волатильні проциклічні капітальні потоки відіграють інклюзивні інститути розвитку.

Таким чином, фінансова відкритість та лібералізація руху капіталу може забезпечити реалізацію переваг фінансової інтеграції країни зі стабільно функціонуючою конкурентоспроможною економікою та ефективним фінансовим ринком. Разом із тим, рух МПК сам по собі не містить переваг для економічного зростання, так само як і інвестиції за кордон не створюють значні загрози економіці на висхідному етапі її розвитку. Будь-які види МПК лише доповнюють реальні економічні процеси в рамках наявного середовища фінансового ринку.

З огляду на це концептуальний підхід руху до фінансової відкритості транзитивної економіки полягає в тому, що пріоритетом повинно стати залучення проєктних інвестицій та допомоги, поглиблення інтеграції зі світовими ринками, а також підтримка продуктивного експорту внутрішнього капіталу з метою отримання технологій та розширення ринків збуту. Тоді як перешкодами на шляху до фінансової відкритості, що примушують вдаватись до обмежень на рух МПК виступають приплив непродуктивного капіталу, проциклічні сплески та втечі капіталу, що порушують ринкову рівновагу.

Забезпечення руху транзитивної економіки до фінансової відкритості за такої парадигми потребує належного розвитку інституціонального середовища фінансового сектора, формування політики контролю за фінансовою відкритістю засобами макропруденційного інструментарію з акцентуацією на системі валютного регулювання та повноцінному

[367] Бублик Є.О. Потенціал і обмеження посткризового відновлення іпотечного ринку України. *Український соціум*. 2013. № 2. С. 127–139. Р. 132.

валютному ринку та врахування актуальних тенденцій впливу екзогенного чинників.

5.2. Визначення індикаторів регулювання фінансової відкритості

Аналіз довгострокових перспектив розвитку фінансових систем транзитивних економік в умовах збереження глобалізаційного тренду в ринкових відносинах засвідчує безальтернативність руху в бік фінансової відкритості для повноцінної реалізації економічного потенціалу. Адже теоретична альтернатива: закрита фінансова система обмежує ринки збуту, можливості трансферу технологій, реалізацію інтеграційних переваг, знижує суб'єктну роль у світовій економіці і, таким чином, обмежує й потенціал економічного розвитку країни. Необхідність збільшення інвестиційних ресурсів для розвитку економіки, з одного боку, та забезпечення кредитної підтримки експансії внутрішніх виробників на зовнішні ринки – з іншого, потребують наявних можливостей для вільного імпорту та експорту капіталу.

Зважаючи на вагомі ризики та ситуативні переваги, фінансову відкритість економіки слід розглядати не як передумову реалізації перспективного потенціалу транзитивної економіки і не як безумовну кінцеву мету, а виключно як інструмент забезпечення економічного розвитку відповідно до поточних умов. За такого підходу фінансова відкритість виступає інструментом макроекономічного регулювання, напрям застосування якого (посилення або лібералізація обмежень на рух капіталу) визначається потребами нарощення фінансіалізації, продуктивної алокації капіталу, локалізації чинників фінансової нестабільності. Для обґрунтованого балансування цих інтересів регулювання фінансової відкритості повинно здійснюватися в системі макропруденційних індикаторів, що дають змогу оцінювати вплив фінансової відкритості на внутрішню економіку хоча би на потенційному рівні.

Критичний аналіз підходів щодо визначення потреб забезпечення фінансової стабільності та реалізації переваг фінансової відкритості, обґрунтованих експертами з цієї тематики[368], дає підстави до найбільш

[368] Див. напр.: Park D., Shin K. Financial Integration in Asset and Liability Holdings in East Asia. *ADB Working Paper Series*. 2015. № 444. URL: http://www.adb.org/sites/default/files/publication/172783/ewp-444.pdf;

істотних критеріїв раціоналізації фінансової відкритості віднести досягнення таких цілей:

– прискорення нагромадження валового національного капіталу в умовах підвищення фінансової відкритості, узгоджене з динамікою норми внутрішніх заощаджень;

– імпорт сучасних нових технологій та устаткування збалансований з припливом ПІІ та динамікою капітальних інвестицій;

– здешевлення капіталу на внутрішньому ринку;

– обмеження впливу проциклічної компоненти волатильних потоків капіталу на економічну динаміку;

– використання експорту капіталу як провідника власної торговельної експансії.

Потрібно зважати, що при визначенні цілей регулювання фінансової відкритості потрібно відштовхуватися не тільки від потенційних переваг. Раціональне обґрунтування процесу фінансової відкритості транзитивної економіки полягає в необхідності здійснення поступового руху країни до фінансової відкритості через формування умов поетапного проведення безпечної лібералізації. Для обґрунтування існуючих обмежень необхідно розробити систему макропруденційних індикаторів, які сигналізуватимуть про можливість зняття обмежень або необхідність їх посилення залежно від наявних економічних процесів, структурних параметрів фінансової системи та поведінки економічних суб'єктів.

На підставі аналізу факторів взаємозв'язку МПК та економічної динаміки до системи макропруденційних **індикаторів, які відображають вплив фінансової відкритості,** доцільно віднести такі.

Індикатор співвідношення динаміки інвестицій та заощаджень. Цей фактор є найбільш визначальним стосовно як напрямів руху капіталу, так і його структурних параметрів.

Кількісний вимір цього індикатора визначає відношення темпів приросту внутрішніх інвестицій та заощаджень у певному періоді (рік, квартал) стосовно попереднього:

$$IS = (I_t / I_{t-1}) / (S_t / S_{t-1}),$$

де: IS – індикатор динаміки інвестицій та заощаджень;

Товар Гарсиа Э. Влияние глобализации на финансовое развитие формирующихся экономик. *Финансовый журнал*. 2012. № 1. С. 37–48. С. 38.

I – індекс приросту національних інвестицій;
S – індекс приросту національних заощаджень.

За методологією, подібною до оцінки впливу фінансової відкритості на розвиток фінансового сектора країни, потрібно орієнтуватися на наближення значення індикатора «IS» до одиниці. Якщо індикатор приймає значення більше одиниці, це може означати, що капітальні інвестиції не зумовлюють реальне економічне зростання, наслідком чого повинно стати зростання заощаджень. У такому випадку слід очікувати перевищення нормативних темпів зростання ВВП над потенційними і ймовірного перегріву економіки.

Одним з регуляторних заходів в таких умовах повинно стати обмеження фінансової відкритості для превентивного посилення монетарного регулювання без підвищення ключової ставки, щоб не викликати додатковий приплив капіталу. Значення показника менше одиниці означатиме, що економіка зростає за рахунок наявних чинників і внутрішні заощадження накопичуються темпами, які випереджають інвестиції, тобто є простір для підживлення економічного зростання шляхом залучення іноземного капіталу, чому може посприяти підвищення фінансової відкритості.

Обґрунтуванням такої оцінки індикатора «IS» слугує припущення про те, що дисбаланси у заощадженнях, споживанні та інвестуванні відігравали значну роль у поширенні кризових процесів на світових ринках у 2008 р.[369]. Власне з ідентифікації ролі внутрішніх заощаджень почалася предметна дискусія стосовно позитивної ролі МПК для економічного розвитку. Згодом затвердивши необхідність запровадження стосовно них регуляторних практик.

Одну із таких дискусій викликає парадокс Фельдштейна – Хоріокі. Згідно з теорією, в умовах фінансової відкритості економіки взаємозв'язок між нормами заощаджень та інвестицій порушується, оскільки інвестиції в національну економіку можуть забезпечуватись із зовнішніх джерел, а заощадження можуть локалізуватися на зовнішніх ринках. Натомість М. Фельдштейн та К. Хоріока[370] у своєму дослідженні виявили, що навіть у

[369] Сіденко В., Юрчишин В. Світові тенденції монетарної політики та її українські особливості. Політика монетарного розширення на підтримку зростання і розвитку / за ред. В. Юрчишина. Київ: Заповіт, 2016. 116 с. С. 15.
[370] Feldstein M., Horioka C. Domestic Savings and International Capital Flows. *Economic Journal*. 1980. № 90. P. 314–329.

розвинених країнах, які характеризуються високим рівнем фінансової відкритості, ефекту заміщення не спостерігається, а зміна норми заощаджень відбувається паралельно зі зміною норми інвестицій.

Це дослідження, що з'явилося ще у 1980 р., суперечило парадигмі фінансової лібералізації, проте воно витримало критику і знаходило підтвердження в наступних дослідженнях, де, зокрема, було показано, що високі темпи розвитку і великий розмір економіки демонструють навіть більшу кореляцію між інвестиціями та заощадженнями[371]. Зважаючи на припущення, що зв'язок норми національних заощаджень та інвестицій втілює потенціал продуктивної абсорбції іноземного капіталу, індикатор їх співвідношення набуває іще більшої ваги та потребує докладних подальших досліджень.

Логіка дії цього фактора полягає в тому, що динаміка інвестицій та заощаджень визначає потребу економіки в капіталі. Сама по собі наявність вільного капіталу не є достатнім фактором економічного зростання. Так, він рухатиметься у напрямі максимізації прибутку, але цей напрям збігатиметься із точками економічного зростання лише за наявності певних умов. За їх відсутності він розміщуватиметься у непродуктивних сферах, провокуючи зростання цінових «бульбашок». Умови його продуктивного розміщення можуть визначатись наявністю точок економічного зростання, зокрема спорудження та уведення в експлуатацію нових виробничих потужностей, технологічної та інституційної модернізації, розвитку інфраструктури та успішного проведення структурних реформ.

У будь-якому випадку індикатором наявності або відсутності в економіці таких точок (галузей та підприємств, алокація капіталу в яких стимулюватиме економічне зростання) слугує динаміка внутрішніх заощаджень та інвестицій. За їх наявності внутрішні заощадження та інвестиції зростають приблизно паралельно: розвиток економіки дає можливість збільшувати внутрішні заощадження, частина яких у дедалі більших обсягах інвестується в економіку і забезпечує подальше економічне зростання. Відсутність таких чинників цей баланс порушує.

Парадокс розміщення міжнародного капіталу полягає в тому, що допоки економіка країни не почне зростати, іноземний капітал скоріше за все її уникатиме. При цьому, як зазначає В. Зимовець: «у довгостроковому

[371] Fouquau J., Hurlin C., Rabaud I. The Feldstein-Horioka puzzle: A Panel Smooth Transition Regression Approach. *Economic Modelling*. 2008. Vol. 25. P. 284–299

періоді вищий рівень економічного розвитку може бути забезпечений лише на основі нагромадження продуктивного капіталу, який фінансується за рахунок стійких внутрішніх джерел (чистих заощаджень)»[372]. З огляду на зазначені умови політика залучення іноземних інвестицій – як чинника економічного зростання – на етапах спаду або стагнації видається не зовсім реалістичною. У таких умовах іноземні інвестиції можуть виступити чинником економічного зростання тільки у вигляді цільового фінансування ресурсами міжнародних інститутів у рамках проєктів і програм економічного розвитку. Щоправда, більшість МФО також орієнтується на прибуток, що в умовах економічного спаду обмежує пропозицію і таких ресурсів.

Водночас внутрішні інвестиції більш оперативно реагують на появу умов для економічного зростання у країні. З цієї причини іноземний капітал, що надходить у вигляді прямих інвестицій, не здатний повністю витіснити з ринку внутрішні інвестиції, а отримує перевагу, коли потенціал внутрішніх інвестицій переважно вичерпаний. Така ситуація виникає, коли досягнуто межі зростання потенційного ВВП. У цей момент фінансування економічного зростання за рахунок іноземного капіталу спричинює перевищення
реального ВВП над потенційним, тобто призводить до перегріву економіки, однією з ознак чого може бути кредитний бум. Наочним прикладом такого слугує зовнішнє фінансування кредитного буму в Україні. У той час частка коштів іноземних інвесторів у капітальних інвестиціях потягом 2000-х років не перевищувала 5%, а після 2009 р. скоротилась до 2%.

Попри певний лаг, протягом якого іноземні інвестиції підтримують економічне зростання на рівні з внутрішніми, припинення зростання внутрішніх інвестицій свідчитиме про вичерпання поточних умов для продуктивного економічного зростання. Динаміка індикатора відношення інвестицій до заощаджень порівняно з припливом іноземного капіталу наведена на рис. 5.2.

[372] Зимовець В. Державна фінансова політика економічного розвитку / НАН України; Ін-т екон. та прогнозув. Київ, 2010. 356 с. С. 332.

Рис. 5.2. Динаміка індикатора співвідношення заощаджень та інвестицій в Україні та припливу капіталу в 2003–2018 рр.

Джерело: складено автором на основі статистичних даних ДССУ.

Якщо внутрішні інвестиції продовжують збільшувати свої обсяги за рахунок кредитної або фіскальної експансії і після вичерпання потенціалу драйверів економічного зростання, то, як правило, вони вже фінансуються іноземними запозиченнями. Оскільки економічне зростання за рахунок ендогенних чинників супроводжується збільшенням норми внутрішніх заощаджень, то для оцінки ефективності припливу іноземного капіталу та відповідного регулювання фінансової відкритості потрібно дивитись не просто на динаміку внутрішніх інвестицій, а на їх відношення до внутрішніх заощаджень. Збільшення показника відношення інвестицій до заощаджень свідчить про небажаність припливу нових обсягів іноземного капіталу в економіку, оскільки потенціал попередніх точок економічного зростання вичерпано, а нові ще не сформувалися

Як можна побачити з рис. 5.2., висунута гіпотеза знаходить певне підтвердження: індикатор цілком ілюструє період експансивного інвестування за підтримки іноземного капіталу у 2006–2008 рр. та 2011–2013 рр. Приплив капіталу в зазначені періоди призвів до розбалансування внутрішньої системи заощаджень та інвестицій, що мало негативні наслідки через підтримку рівня споживання, збільшення обсягів імпорту та накопичення зовнішньої заборгованості, не забезпеченої формуванням точок економічного зростання. Додатково слід звернути увагу на подібність

поточного тренду періоду початку кредитного буму в 2005 р. за відсутності позитивних ознак відновлення кредитування реального сектора економіки України[373]. Підтвердженням слугують і результати аналізу зміни показника кореляції між інвестиціями за заощадженнями (див. рис. 5.3).

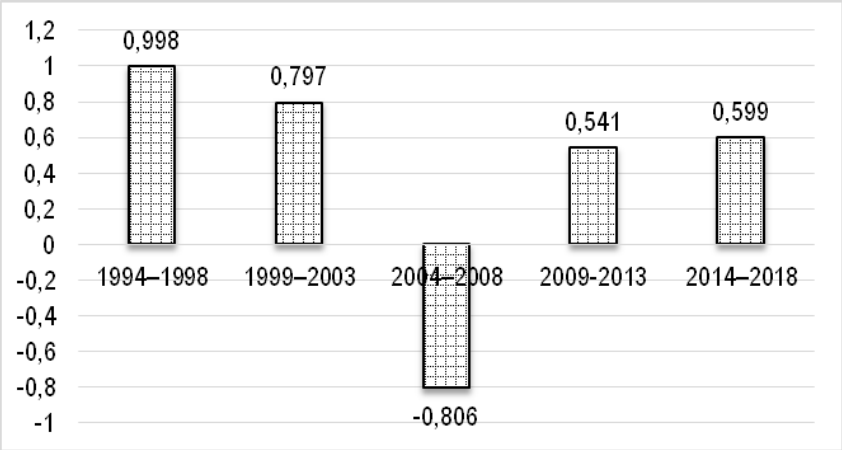


Рис. 5.3. Зміна показника кореляції між інвестиціями та заощадженнями в Україні у 2004–2018 рр.

Джерело: розраховано автором на основі статистичних даних ДССУ.

Аналізуючи дані індикатора інвестицій та заощаджень на більш тривалому періоді, можна побачити, що за рахунок активізації припливу іноземного капіталу приблизно з 2004 р. в Україні сформувалась модель фінансування економічного зростання за рахунок іноземних запозичень, коли обсяги інвестицій почали хронічно перевищувати обсяги валових заощаджень, що призвело до порушення балансу інвестицій та заощаджень в економіці.

При аналізі показників співвідношення інвестицій та заощаджень потрібно зважати також на оптимальну норму заощаджень, або «золоте правило» Е. Фелпса[374]. Оптимальною вважається норма заощаджень на рівні 25–30% ВВП, яка за необхідності доповнюється державними

[373] Bublyk Y.Trends and prospects of the Ukrainian credit market post-crisis development. *Економіка та прогнозування*. 2017. № 4. P. 59–70.

[374] Phelps E. The Golden Rule of Accumulation: A Fable for Growthmen. *The American Economic Review*. 1961. Vol. 51. №. 4. P. 638–643.

інвестиціями[375]. Зазначимо, що альтернативою державним інвестиціям можуть виступати ПІІ. Саме за такої норми слід очікувати продуктивного розвитку економіки за адекватної участі іноземного інвестиційного капіталу. Після 2008 р. це правило в Україні дедалі більше не виконується.

Ще одна умовність полягає в тому, що, згідно з парадоксом заощадливості, співвідношення між заощадженнями та інвестиціями може схилятися на користь заощаджень. Це природне економічне явище, більше того, – властивість, притаманна транзитивним економікам, оскільки країнові ризики сприймаються не тільки зовнішніми, а й внутрішніми інвесторами і, як наслідок, заощадження обмежено перетворюються на інвестиції. Окрім поведінкового чинника, на це впливає і дисфункція фінансового сектора, що спостерігається в Україні. Тому для аналізу характеру впливу МПК на економіку при аналізі індикатора динаміки заощаджень-інвестицій слід спостерігати саме за явищем перевищення інвестицій над заощадженнями.

Інституційна спроможність фінансового сектора абсорбувати зростаючі обсяги іноземного капіталу. Наявну можливість фінансового сектора країни залучати вільний капітал певним чином дає змогу оцінити співвідношення суми приросту зобов'язань усіх фінансових інститутів та скоригований на зміну джерел фінансування капіталу через зовнішній сектор обсяг валових заощаджень у країні.[376] Аналіз цього коефіцієнта дає можливість провести кількісні оцінки інтенсивності трансформації заощаджень в інвестиції через визначення розміру частки валових заощаджень, що протягом року надійшла у фінансовий сектор, у тому числі із зовнішнього ринку, і забезпечила формування пропозиції фінансових ресурсів на ринку. При цьому, з динамікою МПК доцільно порівнювати індекс приросту коефіцієнта, що більшою мірою відображає зміну функції фінансового сектора з акумуляції фінансових ресурсів. Такі дані відображено на рис. 5.4.

В Україні фінансовий сектор демонстрував обмежену здатність абсорбувати зростаючі обсяги припливу іноземного капіталу в період буму іноземних інвестицій. Максимальне значення цього показника спостерігалось у 2007 р. та 2013 р., коли фінансовий сектор пропускав через себе 76,2 та 89% відповідно. На тлі серйозної фінансово-політичної

---

[375] Зимовець В. Державна фінансова політика економічного розвитку / НАН України; Ін-т екон. та прогнозув. Київ, 2010. 356 с. С. 36.

[376] Зимовець В. Державна фінансова політика економічного розвитку / НАН України; Ін-т екон. та прогнозув. Київ, 2010. С. 157.

кризи 2014–2018 рр. цей показник упав до 12–25%. Тобто значна частка фінансових ресурсів перебуває в обігу поза банками.

Рис. 5.4. Зміна коефіцієнта залучення заощаджень через фінансовий сектор України та обсяги МПК у 2000–2018 рр.

Джерело: складено автором на основі статистичних даних ДССУ.

Індикатор ефективності фінансового сектора з алокації залучених ресурсів та участь іноземного капіталу в капітальних інвестиціях, що визначається на основі аналізу співвідношення обсягів капітальних інвестицій, залучених за допомогою кредитів банків та інших позик порівняно із динамікою руху МПК, та дозволяє певним чином оцінити спроможність фінансового сектора продуктивно реагувати на зміну рівня фінансової від
критості

Зростаюча фінансова відкритість економіки України частково сприяла розвитку фінансового сектора, який у період до 2009 р. забезпечував приріст інвестиційного кредитування темпами, зіставними із темпами припливу іноземного капіталу, хоча й у значно менших обсягах.

Для оцінки продуктивної алокації фінансових ресурсів потрібно аналізувати показники частки банківських кредитів у джерелах капітальних інвестицій, обсяги інвестиційних кредитів, показники фондового ринку тощо. Динаміка співвідношення джерел капітальних інвестиції із акцентом на частку

інвестицій, профінансованих іноземними інвестиціями, певним чином дає змогу оцінити вплив фінансової відкритості на економічний розвиток.

Водночас особливістю української економіки є переважання банківського сегмента фінансового сектора. Частка банківських кредитів в джерелах інвестицій лишається незначною. З огляду на це, на даному етапі стабільним індикатором перерозподілу капіталу зі сфери споживання на користь виробництва лишається співвідношення кредитів підприємствам та домогосподарствам. Принаймні це дозволяє виявити перерозподіл ресурсів на користь фінансування споживчого попиту.

Індикатор спреду прибутковості капіталу в економіці. Важливість моніторингу спреду відсоткових ставок зумовлена тим, що потенційна роль цього фактора лишається високою. Зокрема, вона проявилася на початковому етапі запровадження нетрадиційної «монетарної політики» в країнах економічного ядра, що супроводжувалось запровадженням нульових відсоткових ставок у США (0,25% з 16.01.2019 р.), провідних країнах ЄС (ЄЦБ – 1% з 10.05.2009 р.), Японії (0,1% з 10.12.2008 р.), Великій Британії (0,5% з травня 2009 р.), більш високі відсоткові ставки у країнах, що розвиваються, зумовили раптове пожвавлення припливу до них іноземного капіталу у період 2011–2013 рр., а перспективи підвищення в економіках економічного «ядра» відсоткових ставок цей тренд змінило.

Аналіз дії чинника спреду прибутковості капіталу на прикладі України не дозволяє виявити певної залежності. Пікові значення спреду дохідності капіталу в Україні не відповідають максимальним обсягам залученого капіталу. Іноземний капітал активізує приплив, коли спред починає зменшуватись. Це можна пояснити тим, що зниження спреду свідчить про зменшення ризикованості економіки і тим самим приваблює іноземних інвесторів.

Особливість урахування фактора різниці прибутковості капіталу на внутрішньому ринку, порівняно із зарубіжними, полягає в тому, що великий спред за відсотковими ставками провокує приплив короткострокового спекулятивного капіталу і може потребувати обмеження фінансової відкритості, тоді як приплив іноземного капіталу за низького спреду здебільшого свідчить про інвестиційний характер МПК. Водночас і від'ємне значення цього індикатора відображає ризик відпливу капіталу на ринки з вищою дохідністю, що також вимагає посиленого контролю за рухом капіталу.

Альтернативним виміром цього індикатора може бути аналіз динаміки середньої відсоткової ставки за новими та за діючими зовнішніми та внутрішніми запозиченнями порівняно з динамікою міжнародної ключової ставки. Зміст аналізу такий самий – виявити ознаки збільшення або зменшення спреду дохідності капіталу на внутрішніх та зовнішніх ринках.

Наведені три індикатори слід розглядати як основні, оскільки вони відображають динаміку первинних факторів продуктивного руху МПК. Водночас можна виокремити ще кілька важливих індикаторів, похідних від трьох
зазначених вище, які дають змогу поглибити аналіз процесу. Серед таких додаткових індикаторів особливу увагу викликають ризикові, які відображають потенціал накопичення системного ризику фінансової стабільності в економіці країни шляхом посилення волатильної компоненти проциклічності за рахунок руху МПК.

Індикатор кредитного буму. Одним із найбільш поширених проявів надмірного припливу іноземного капіталу виступає розширення банківського кредитування. У разі наявності незадоволеного відкладеного споживчого попиту в економіці та відставання темпів економічного зростання воно провокує кредитний бум у сегменті споживчого кредитування, що несе загрози фінансовій та макроекономічній стабільності через неодмінне погіршення стандартів кредитування.

Існує ціла низка методик оцінки наявності ознак кредитного буму. Для транзитивних економік із низьким рівнем фінансової глибини та ефектом низької бази за основу можна використати методику, запропоновану Е. Мендозою та М. Терронесом. Відповідно до неї випадок кредитного буму в економіці визначає показник розриву трендів зростання обсягів кредитів в економіці та ВВП, оцінені за допомогою унормованої фільтром Ходріка – Прескота лінії трендів (Credit-to-GDP Gap)[377]. Порогові значення цього показника також відрізняються в різних роботах, як правило, орієнтуючись на 5% і більше[378].

В основі обґрунтування методики цього індикатора – припущення, що банківське кредитування фінансує економічне зростання в широкому

[377] Mendoza E., Terrones M. An Anatomy of Credit Booms: Evidence From Macro Aggregates And Micro Data. *NBER Working Paper.* 2008. № 14049. URL: https://www.nber.org/papers/w14049

[378] Arcand J., Berkes E., Panizza U. Too Much Finance? *IMF Working Paper*. 2012. № 161. 50 p. URL: https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12161.pdf

розумінні. При цьому зростання економіки вимагає більших обсягів кредитів. У випадку перевищення темпів кредитної експансії над темпами економічного зростання, з одного боку, погіршуються стандарти надання кредитів, з іншого – самі кредити спрямовуються у сферу споживання та спекуляції, що провокує зростання цінових «бульбашок», перегрів економіки, зниження ліквідності кредитних установ тощо. Як правило, за наявного прискорення руху МПК у країну, іноземний капітал активно бере участь у фінансуванні кредитного буму. На думку українських вчених, в Україні це відбулось у 2005–2006 рр.[379] Підтверджує такий висновок і наведений у цій монографії розрахунок цього індикатора (див. рис. 5.5).

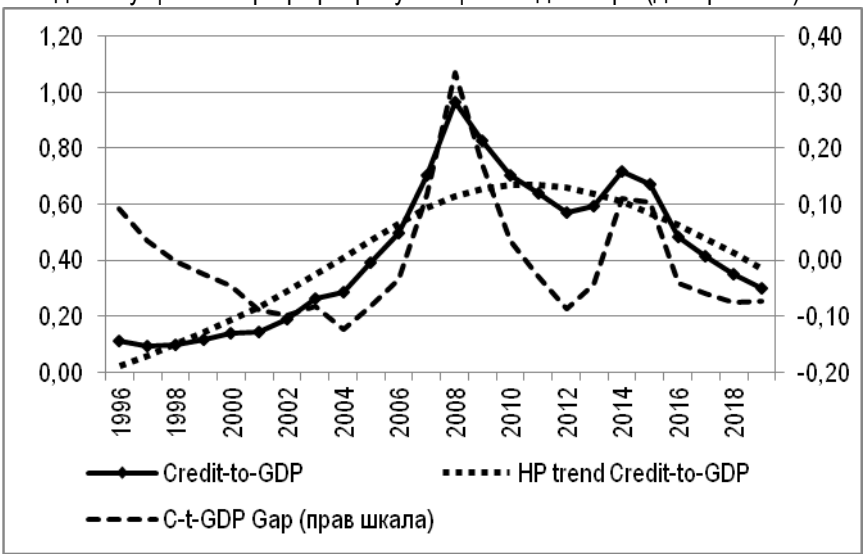


Рис. 5.5. Динаміка показника розриву кредитного навантаження в економіці України у 1996–2019 рр. з лінією тренда (credit-to-GDP Gap)

Джерело: побудовано автором на підставі статистичних даних ДССУ та НБУ.

Використання цього індикатора дає змогу не тільки ретроспективно оцінити влив фінансової відкритості на кредитну підтримку продуктивного економічного зростання, як це можна спостерігати під час фінансування кредитного буму в 2005–2008 рр. в Україні, а й зробити висновки про поточний вплив фінансової відкритості, а також прогнозні оцінки, на основі яких обґрунтовувати політику регулювання фінансової відкритості. Так,

[379] Береславська О., Зимовець В., Шелудько Н. Доларизація кредитного ринку в Україні: причини і наслідки. *Економіка і прогнозування*. 2006. №3. С.117–130. С. 120.

аналізуючи період поточної кризи, на основі аналізу цього індикатора можна зробити висновок, що з 2015–р., індикатор відображає тривалу недокредитованість економіки, серед іншого зумовлену і браком надходження іноземних інвестицій. В умовах обмеженого припливу капіталу та браку фінансових ресурсів в економіці (коефіцієнт монетизації на рівні 30%), монетарний регулятор отримав перевагу кредитної емісії, але нею не скористався.

Слід зауважити, що, за наявності ефекту низької бази, кредитний бум в економіках, що розвиваються, є доволі поширеним явищем. І, насправді, не всі кредитні буми закінчуються кризами, доволі потужною була лише їх невелика частина, але вона дійсно спровокувала кризи[380]. Доцільність використання цього індикатора зумовлена цілями запобігання впливу МПК на структурну деформацію економіки та накопичення системного ризику.

Для більш релевантного аналізу можна використати ускладнений підхід, аналізуючи продуктивність кредитного ринку через оцінку кредитного імпульсу[381]. Зв'язка макроекономічних індикаторів на основі кредитного буму, кредитного розриву та кредитного імпульсу суттєво розширює інструментарій для раннього попередження економічних криз і надалі цей напрям наукових розвідок потребує посиленої уваги[382]. Проте і ознаки «кредитного буму» загалом також слід вважати дієвим індикатором доцільності обмеження припливу іноземних інвестицій на кредитний ринок.

Індикатор цінової «бульбашки» на ринку нерухомості. Цей індикатор свідчить про наявність потенційних умов спрямування припливу іноземного капіталу на фінансування цінової «бульбашки» на ринку нерухомості та формування чинника системного ризику фінансової нестабільності. Виникнення цінової бульбашки на ринку нерухомості багатофакторне явище, в основі якого лежить перевищення темпів зростання ціни на нерухомість над темпами зростання купівельної спроможності доходів домогосподарств. Приплив іноземного капіталу, досить часто чинить вплив на надмірне зростання цін, незабезпечене відповідним зростанням доходів. Методика

---

380 Dell'Ariccia G., Igan D., Laeven L., Tong H. Policies for Macrofinancial Stability: Dealing with Credit Booms and Busts / IMF. 2012. URL: https://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2012/fincrises/pdf/ch11.pdf

381 Безбородова А. Кредитный импульс и восстановление экономики: опыт Республики Беларусь. *Банковский Вестник*. 2018. № 4. С. 10–19. С. 11.

382 Hannes Lang J., Welz P. Measuring credit gaps for macroprudential policy. *Financial Stability Review* / ECB. May 2017.

виявлення ознак наявності цінових бульбашок на ринку нерухомості полягає в аналізі довгострокового унормованого тренду співвідношення показників індексу цін та доходу домогосподарств. Серед інших таку методику використовують фахівці німецького центробанку.[383] При цьому, зважаючи на високий рівень регіональної концентрації фінансових ринків України, вважається обґрунтованим проаналізувати прояви цінових бульбашок на прикладі ринку нерухомості м. Києва, як потенційно найбільш схильного до перегріву (див. рис. 5.6).

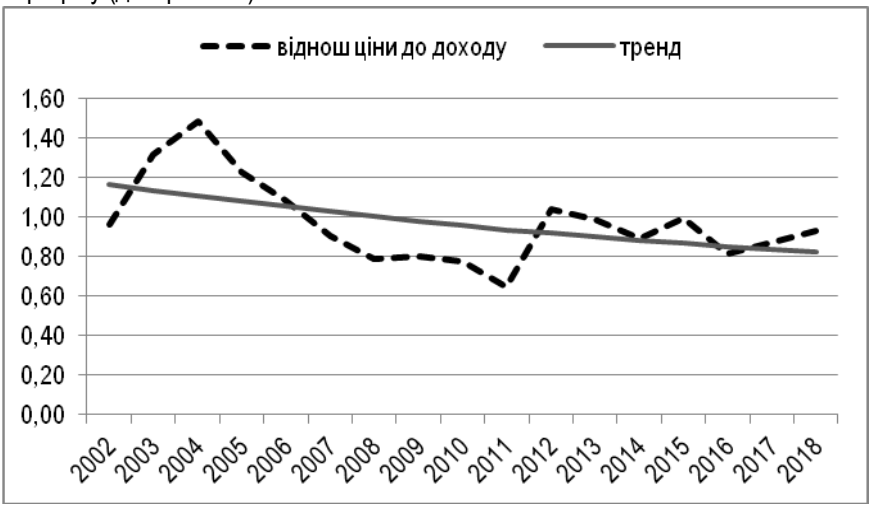


Рис. 5.6. Індекс відношення ціни на нерухомість до доходів у м. Києві

Джерело: побудовано автором на підставі.[384]

Про наявність загрози свідчить зростання цін на ринку нерухомості темпами, що випереджають показник доходів. Це відображає позитивне значення індикатора наявності розриву. Відповідно до сучасних досліджень у темі детермінування трансмісійних зав'язків фінансових криз звертають увагу на надмірне зростання цін на ринку нерухомості країни як на ознаку

[383] Triebskorn E., Mehrhoff J. How should we measure residential property prices to inform policy makers? 2016. URL: http://www.iariw.org/dresden/triebskorn.pdf

[384] Використані статистичні дані щодо середньої ціни за кв. м. у дол. США м. Києві за 2002–2018 рр.(дані щорічних звітів АН «Столична нерухомість». URL: https://100realty.ua) та статистичні дані щодо доходів населення м. Києва за 2013–2016 рр. (ГУ статистики у м. Києві. URL: http://www.kiev.ukrstat.gov.ua/p.php3?c=421&lang=1).

акумуляції системного ризику[385]. Обвал завищених цін на нерухомість може спричинити банківську кредитну кризу. Саме тому моніторинг цін на нерухомість багатьма центробанками включено до заходів оцінки системного ризику в межах макропруденційної політики. Вплив фінансової відкритості на зростання цін на ринку нерухомості в країні проявляється тому, що інвестиції в нерухомість – один із найпоширеніших факторів руху МПК у країну, з огляду на відносно високий рівень надійності, наявність матеріального забезпечення та високу дохідність. Саме такий процес спостерігався в Україні у період буму іноземних інвестицій 2004–2007 рр.

Перевищення динаміки зростання цін на нерухомість у Києві (та інших великих містах України) над значеннями показника інфляції у 4–7 разів свідчили про економічно необґрунтоване підживлення цінової «бульбашки» на ринку нерухомості за рахунок кредитних коштів та інвестицій, значна частка яких мала зовнішнє фондування. Іноземні інвестиції заходили не у галузі виробництва, що також зростала в цей період, а у фінансові ринки та безпосередньо на ринок нерухомості. У цих умовах, вчасно ідентифікувавши ознаки накопичення цього чинника системного ризику, шляхом обмеження фінансової відкритості можна було стримати розгортання цінової «бульбашки» на ринку нерухомості України

Зазначені вище індикатори – наявності кредитного буму та динаміки цін на нерухомість – також побічним чином відображають тенденції розвитку інституціонального середовища фінансового сектора. Про його позитивні зміни свідчить зниження відсоткових ставок, здатність диверсифікувати фінансові інструменти, не концентруючи їх у найбільш ризикових сегментах, тощо.

Нарешті, при визначенні напрямів регулювання фінансової відкритості економіки країни потрібно зважати і на рівень та структуру торговельної відкритості, оскільки, як було показано у попередніх розділах, саме міжнародна торгівля країни значною мірою визначає її потребу у фінансовій інтеграції та відкритості.

Індикатор динаміки промислового виробництва. Цей індикатор, з одного боку, відображає наявність в економіці діючих точок зростання, що дозволять абсорбувати іноземний капітал, а з іншого – свідчить про наявність перспектив експорту внутрішнього капіталу, чому може посприяти фінансова відкритість. Для більш адекватної оцінки відповідності цього

[385] Case, B., & Wachter, S. Residential real estate price indices as financial soundness indicators: methodological issues. *BIS paper*. 2005. № 21. P. 197–211.

параметра можливостям підвищення рівня фінансової відкритості, темпи його приросту порівнюються з темпами приросту ВВП.

Розвиток промислового виробництва, зумовлений зростанням попиту на промислову продукцію, свідчить про наявні можливості продуктивного розміщення іноземного капіталу в країні та перспективи експорту національних інвестицій. В умовах позитивної динаміки промислового виробництва може формуватися внутрішня потреба вільного руху МПК, для забезпечення розширення експорту вробленої продукції. Натомість індикація скорочення промислового виробництва попереджує про необхідність обмеження фінансової відкритості для зниження системного ризику економічної нестабільності та забезпечення передумов для монетарного стимулювання. Без обмеження фінансової відкритості спроби монетарного стимулювання (зниження відсоткової ставки, керованої девальвації) можуть прискорити відплив капіталу.

Слід зазначити, що саме зростання промислового виробництва у загальному вигляді відображає наявність в економіці потенціалу продуктивної алокації іноземного капіталу для розширення фундаменту економічного зростання країни. В умовах постіндустріальних економік гіпотетично можуть існувати й інші сфери та галузі, що слугуватимуть фундаментом економічного зростання, проте наразі й економіки, що розвиваються здебільшого продовжують базуватися на промисловому виробництві.

Нарешті, при визначенні напрямів регулювання фінансової відкритості економіки країни потрібно зважати і на рівень та структуру торговельної відкритості, оскільки, як було показано у попередніх розділах, саме міжнародна торгівля країни значною мірою визначає її потребу у фінансовій інтеграції та відкритості. Тому, важливим індикатором для моніторингу взаємозв'язку фінансової відкритості та диспропорцій платіжного балансу є **сальдо поточного рахунку платіжного балансу** та його динаміка. У випадку скорочення обсягів експортної торгівлі фінансова відкритість втілює високі ризики припливу непродуктивного капіталу, що може втілитись у зміцненні національної валюти, стимулюванні імпорту, демотивації експортерів та фінансуванні цінових «бульбашок». На думку ряду дослідників, дефіцит торговельного балансу обсягом понад 4% ВВП, особливо якщо він фінансується у спосіб, який може призвести до швидкого відпливу капіталу (портфельні інвестиції), закладає потужну основу для

системного ризику[386]. У Мексиці настанню фінансової кризи передувало формування значного прогресуючого дефіциту поточного балансу. Так само і під час азійської кризи помітний взаємозв'язок між зростанням реального обмінного курсу, дефіцитом поточного балансу і настанням валютної кризи[387].

Нівелювання цього ризику також потребує політики регулювання фінансової відкритості з метою впливу на структурні параметри МПК. Хоча фінансування дефіциту поточного рахунку переважно за допомогою прямих інвестицій певним чином і підвищує стабільність фінансового рахунку платіжного балансу і, тим самим, зменшує вразливість внаслідок відпливу капіталу, проте не вирішує проблему фундаментального дисбалансу економіки і залишає незмінним фактор залежності фінансової стабільності від іноземного капіталу. З огляду на це розвинена система індикаторів повинна відображати і динаміку сальдо поточного рахунку, позитивне значення якого свідчить про адекватний стан торговельного балансу та перспективи експорту капіталу для розширення ринків збуту.

Одним із проявів впливу зміни поточного рахунку платіжного балансу виступає реальний обмінний курс – РЕОК. Традиційним є позиціонування РЕОК як індикатора зміни цінової конкурентоспроможності товарів, вироблених в одній країні, відносно продукції, що виробляється в країнах – торговельних партнерах, на внутрішньому та світовому ринку[388]. Таку ж позицію висловлює і НБУ, уточнюючи, що економічний зміст РЕОК полягає у відображенні зміни обмінного курсу, відкоригованого на рівень інфляції в Україні та в країнах – торговельних партнерах.

Відповідно до методики НБУ[389], РЕОК гривні розраховується за кошиком із 23 валют 37 країн – основних торговельних партнерів України, скоригованому на відносну зміну споживчих цін. Сукупний обсяг експорту та імпорту товарів та послуг країн, що враховуються під час

---

386 Devadas S., Loayza N. When is a Current Account Deficit Bad? *World Bank Research and Policy Briefs*. 2018. № 130415. URL: https://ssrn.com/abstract=3263512

387 Страшек С., Ягріч Т., Шпес Н., Ягріч В. Фінансові кризи: як упоратись з ними? *Журнал європейської економіки*. 2007. Т. 6, №1. С. 78–92.

388 Див., напр.: Береславська О. Курсоутворення гривні в контексті змін у світовій валютній системі. *Вісник Національного банку України*. 2014. № 3. С. 10–16; Міщенко В.І., Слав 'янська Н.Г., Коренєва О.Г. Банківські операції: підручник. 2-ге вид., переробл. і доп. Київ: Знання, 2007. С. 177–205.

389 Методика НБУ, заснована на методології розрахунку ефективних обмінних курсів (номінального та реального) таких інститутів, як BIS, ЄЦБ та МВФ.

обчислення РЕОК гривні, становить 85% від загального зовнішньоторговельного обороту України[390].

Теоретично, на перший погляд, РЕОК має прямий зв'язок із рухом МПК, відображаючи зміцнення курсу національної валюти у випадках припливу капіталу та послаблення у випадках відпливу, але на практиці така залежність не завжди виконується. Слід зазначити, що вплив МПК на РЕОК опосередковується внутрішніми та зовнішніми економічними процесами, а також режимом валютно-курсової політики центробанку. Стосовно сальдо торговельного балансу РЕОК хоча і демонструє щільний кореляційний зв'язок, проте не є ключовим чинником[391]. Тож РЕОК швидше виступає релевантним індикатором не стосовно фінансової відкритості, а макроекономічної ситуації, що склалася в країні і більшою мірою відображає потребу економічної політики в частині забезпечення його оптимальної динаміки[392]. З цих причин РЕОК як індикатор впливу фінансової відкритості на економічне зростання не є однозначним.

Визначені вище індикатори не є принципово новим явищем, вони виведені на основі взаємозв'язків руху МПК та ключових макропоказників, неодноразово представлених у рамках стандартних моделей зростання відкритих економік. Новим є підхід до детермінації – за описаними вище взаємозв'язками – потреби економіки у підвищенні або обмеженні фінансової відкритості для раціоналізації впливу МПК. Систематизувавши описані індикатори, отримуємо інтегральний показник – орієнтир для політики регулювання фінансової відкритості, який визначатиме напрями доцільності фінансової лібералізації та підвищення фінансової відкритості або її обмеження (див. табл. 5.3).

Таблиця 5.3

Рейтингова оцінка динамічних значень індикаторів потенційного впливу фінансової відкритості на економічне зростання

Індикатор	Оцінка значення індикатора
Темпи приросту внутрішніх інвестицій	Негативне значення: +1

[390] Новини / НБУ. URL: https://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=15141245

[391] Шумська С.С. Модельні оцінки короткострокової курсової еластичності товарного експорту та імпорту України. *Економічний часопис – XXI*. 2014. No 5–6. С. 101–105.

[392] Дернова І., Здір В. Реальний ефективний обмінний курс гривні як чинник конкурентоспроможності. *Економіка і суспільство*. 2018. Вип.18. С. 727–732 (731).

випереджають темпи приросту заощаджень	Позитивне значення: –1
Інституційна спроможність фінансового сектора зростає (позитивна динаміка коефіцієнтів залучення заощаджень та показників інвестиційного кредитування)	Позитивне: +2 Негативне: –2
Відсутність ознак кредитного буму	Позитивне: +1 Негативне: –1
Відсутність ознак цінової бульбашки на ринку нерухомості	Позитивне: +1 Негативне: –1
Зростання промислового виробництва	Позитивне: +1 Негативне: –1
Активне сальдо поточного рахунку ПБ	Позитивне: +1 Негативне: –1

Джерело: складено автором.

Врахувавши наведене вище обґрунтування та ранжуючи індикатори за потенціалом продуктивного впливу на економічне зростання, а також вагою чинника формування системного ризику фінансової нестабільності, пропонується використати рейтингові значення наведених макропруденційних індикаторів для визначення напряму та особливостей політики регулювання фінансової відкритості для малої відкритої транзитивної економіки. Узагальнивши цю методу отримаємо орієнтовний алгоритм (див. табл. 5.4).

Таблиця 5.4

Алгоритмізація рішень політики регулювання фінансової відкритості на підставі інтерпретації макропруденційних індикаторів

Діапазон рейтингової оцінки	Значення
(-7) – (-3)	Фінансова відкритість несе загрози стабільності економіки
(-2) – (+2)	Фінансова відкритість не чинить помітного впливу на економічне зростання, але може формувати елементи системного ризику
(+3) – (+7)	Фінансова лібералізація несе помірні ризики і може сприяти економічному зростанню

Джерело: складено автором.

Описаний алгоритм визначення орієнтирів та напрямів політики регулювання фінансової відкритості представляє собою нескладну економетричну модель, проте, на думку автора, він дозволяє в першому наближенні детермінувати головні гіпотези щодо потенціального впливу фінансової відкритості на економічне зростання малої відкритої

транзитивної економіки із описом основних, пов'язаних з предметом дослідження, макроекономічних змінних. Виконані на підставі даних наведених у Додатку Д розрахунки ретроспективної оцінки макропруденційних індикаторів на прикладі України представлені у табл. 5.5.

Представлені обрахунки дозволяють зробити висновок, що у тривалому періоді часу економіка України не була пристосована до підвищення фінансової відкритості. Вагомі позитивні значення оцінки у період 2002-2004 рр. досить швидко були порушені припливом іноземного капіталу на нерегульованих умовах. У 2009-2011 рр. не вдалося досягнути стійкої посткризової стабілізації. Накопичені дисбаланси у фінансовому секторі не вдалось усунути і це зумовило вразливість економіки у подальшому. Характерною рисою слід вважати ознаки відновлення зростання цінової «бульбашки» на ринку нерухомості у 2013 р. Позитивні значення 2016 р. переважно зумовлені суттєвими коливаннями показників та ефектом низької бази. Цікаво відзначити, що на етапі 2018 р. уже спостерігаються ознаки погіршення інституційної спроможності фінансового сектора та відновлення зростання цін на ринку нерухомості. Графічно оцінку умов для регулювання фінансової відкритості в Україні представлено на рис. 5.7.

Таблиця 5.5

Оцінка макропруденційних індикаторів впливу МПК на економічне зростання України у 2002-2018 рр.

Роки	IS	Акумуляція (алокація) фін. ресурсів	Кредит-ний бум	Цінова «буль-башка»	Індекс пром. виробни цтва	Актив. сальдо ПР ПБ	Рез-т
2002	+1	+1 (-1)	+1	+1	+1	+1	**+5**
2003	+1	+1 (-1)	+1	-1	+1	+1	**+3**
2004	+1	-1 (-1)	+1	-1	+1	+1	**+1**
2005	-1	+1 (-1)	-1	-1	+1	+1	**-1**
2006	-1	-1 (-1)	-1	-1	-1	-1	**-7**
2007	+1	+1 (-1)	-1	-1	-1	-1	**-1**
2008	+1	-1 (+1)	-1	+1	-1	-1	**-1**
2009	+1	+1 (+1)	+1	+1	-1	-1	**+3**
2010	-1	-1 (+1)	+1	+1	+1	-1	**+1**
2011	-1	-1 (+1)	+1	+1	+1	-1	**+1**
2012	-1	-1 (+1)	+1	+1	+1	-1	**+1**
2013	-1	+1 (+1)	+1	-1	-1	-1	**-1**
2014	-1	-1 (+1)	+1	+1	-1	-1	**-1**
2015	-1	-1 (+1)	+1	+1	-1	+1	**+1**

2016	+1	+1 (+1)	+1	+1	+1	-1	**+5**
2017	+1	-1 (-1)	+1	+1	-1	-1	**-1**
2018	-1	-1 (-1)	+1	-1	-1	-1	**-5**

Джерело: складено автором.

Загалом представлена модель дозволяє, з певними припущеннями, проводити оцінку потенційного впливу МПК на макроекономічні процеси. Певна умовність показників та їх рейтингування для правильної інтерпретації потребує зважати на інші аналітичні дані стосовно ринкових процесів та кваліфікованого експертного судження. За умови її доопрацювання, з розширенням переліку індикаторів та калібрування, вона може слугувати основою для алгоритмізації процесу оцінки та регулювання фінансової відкритості в рамках відповідної політики. Періодичність оцінки визначаються наявними статистичними даними. Для прикладу розрахунки використані на річному інтервалі, проте більша ефективність, імовірно, буде досягнута на місячному або квартальному інтервалі, за наявності відповідних даних. Також відповідно до наявних статистичних даних методику було дещо спрощено в частині методу оцінки ефективності алокації фінансових ресурсів та врахування припливу капіталу.

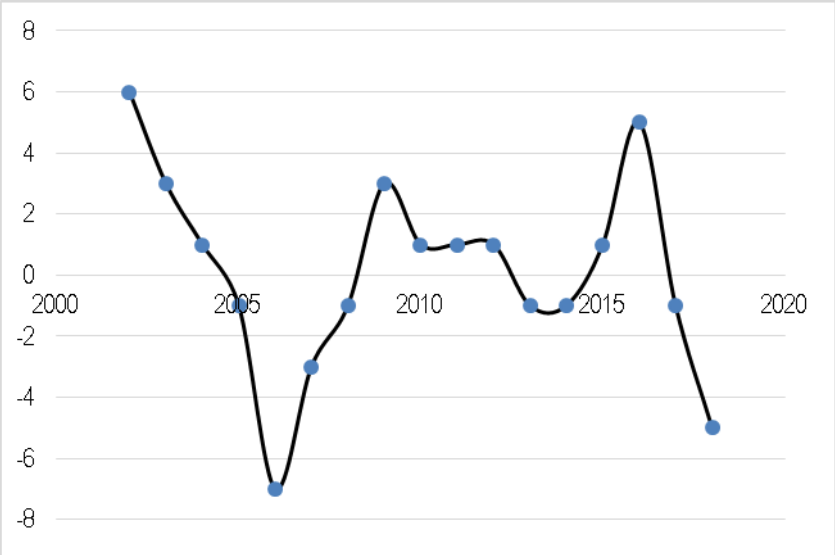


Рис. 5.7. Оцінка макропруденційних індикаторів впливу МПК на економічний розвиток

Джерело: складено автором.

Крім зазначеного, до системи ідентифікаторів раціонального підвищення фінансової відкритості економіки доцільно включити й інші макроіндикатори – як більш загальноекономічного, так і інституційного характеру. Зокрема, це можуть бути індикатор недофінансованості економіки, однією з ознак якого є відношення реального ВВП до потенційного або індикатор динаміки безробіття, який останнім часом відчутно випав з уваги, а також рівень міжнародних валютних резервів та рівень якості інститутів.

Але потрібно зазначити, що МВР здатні забезпечити певну подушку, що дозволяє мінімізувати негативні наслідки відпливу капіталу, але концептуально вони не вирішують завдань регулювання фінансової відкритості або досягнення цілей інтеграції. Досвід свідчить, що і для тамування наслідків кризи випадків обсягів МВР країн з малими відкритими економіками переважно недостатньо.

Здебільшого саме якість інституційного забезпечення фінансового сектора країни у великому ступені визначає наслідки фінансової відкритості країни – доцільність залучення іноземного фінансування та його ефективне перетворення на інвестиції в економічний розвиток. При цьому, винятково важливу роль відіграють не тільки ринкові, а й державні інститути, особливо інститути розвитку. Якість державних інститутів впливає на характер МПК у національній економіці, визначаючи їх структурні параметри. Належне управління публічними фінансами (з помірними показниками бюджетного дефіциту) низький рівень корупції та загалом більш сприятливе середовище для розвитку бізнесу забезпечують раціональний рух до фінансової відкритості економіки[393].

Те ж саме відноситься і до рівня розвитку ринкових інститутів – більш висока якість корпоративного управління, управління фінансовими ризиками та ресурсами сприяють зниженню волатильності фінансових потоків навіть за погіршення ситуації на глобальних фінансових ринках[394]. Потрібно зважати і на показники концентрації фінансових ринків, оскільки прихід іноземних банків, усупереч теорії, обмежено впливає на зміцнення конкуренції на ринку.

---

[393] Богачева О., Смородинов О. Финансовая интеграция в АСЕАН: теоретический аспект. *Financial journal*. 2016. № 5. С. 63–74. С. 69.

[394] Acemoglu, D., Johnson, S., Robinson, J. Institutions as a Fundamental Cause of Long-Run Growth. *Handbook of Economic Growth* / Aghion, P. and Durlauf, S. (eds.). Elsevier, 2005. Vol. 1. Chapter 6. P. 385–472.

Важливим критерієм убезпечення фінансової відкритості для економіки є потужний валютний ринок достатньої глибини. Малий за обсягами валютний ринок, з обмеженим інструментарієм, неналежним контролем, концентровано представлений обмеженим колом учасників, підвищує ризики спекулятивних атак в умовах сплеску волатильних МПК або їх раптових розворотів. Як зазначалося вище, інституційно спроможний валютний ринок у країні є однією з найважливіших передумов досягнення продуктивної фінансової відкритості. Саме тому моніторинг показників розвитку валютного ринку важливий у рамках концепції раціональної політики руху до продуктивної фінансової відкритості.

Можна виокремити низку й інших індикаторів, які сигналізують про потенційний вплив МПК в економіці країни. Складність їх використання полягає в тому, що вони є похідними і обумовленими державною політикою, тобто за раціональної поведінки держави самі по собі ці індикатори не свідчать про наявність загроз з боку фінансової відкритості країни.

Так, безпосередньо від поведінки уряду залежать показники бюджетного дефіциту та зовнішнього боргу. У випадку наявності значного бюджетного дефіциту, зростаючого державного боргу, що фінансуються за рахунок зовнішніх запозичень, наявні ознаки впливу МПК на формування системного ризику. В такому поєднанні бюджетна експансія також посилює і проциклічну компоненту впливу МПК. Проте запобіжним заходом стосовно цього фактора не можна визнати обмеження фінансової відкритості, оскільки більш дієвим заходом обмеження такого впливу слугуватиме більш відповідальна політика уряду.

Крім зазначених, слід відзначити і низку важливих макроекономічних індикаторів більш загального характеру. Наприклад, темпи зміни ВВП або цін на сировинні товари, хоча за першопричиною вони й поступаються індикатору промислового виробництва. Важливо аналізувати приріст грошової маси та інфляцію, зважаючи, що вони можуть зростати як у випадках раптового припливу, так і відпливу МПК, якщо центробанк вдасться до операцій стерилізації або рефінансування[395]. Індекс розвитку фондового ринку в транзитивних економіках, за невеликим винятком

[395] Дробышевский С., Трунин П. Взаимодействие потоков капитала и основных макроэкономических показателей в РФ. Москва: ИЭПП, 2006. 100 с. С. 48.

країн, де він реально функціонує, поступається за релевантністю індикаторам кредитного буму.

Додати дієвості політиці регулювання фінансової відкритості може врахування глобальних (або так званих «push») факторів. Зокрема, тут має йтися про економічну динаміку розвинених країн світового економічного ядра та їх монетарну політику. Зростаючі обсяги та характер руху МПК детермінували особливий зв'язок монетарних політик розвинених країн, зокрема, світових фінансових центрів як головних трансмітерів капіталу та монетарного регулювання в країнах залежного капіталізму[396] в умовах фінансової відкритості. Через зростання обсягів транскордонних МПК напередодні ГФК національні монетарні політики країн, що розвиваютьс,я почали втрачати ефективність, потрапляючи у залежність від політики провідних країн та наднаціональних фінансових регуляторів. Екзогенний характер фінансування банківських ринків таких країн порушив їх взаємозв'язок із монетарними інструментами національних регуляторів.

Особливо помітно такий зв'язок проявився після розгортання «нетрадиційної» монетарної політики, до якої вдався цілий ряд розвинених країн, коли МПК почали активно перетікати з ринків розвинених країн до країн, що розвиваються[397]. І, водночас, лише розмови про можливе підвищення ставок у 2014 р. започаткували розворот МПК із ринків країн, що розвиваються, до розвинених країн, що особливо активізувався після початку реальних заходів шляхом повернення до традиційної політики, а саме – підвищення облікових ставок у країнах економічного ядра[398].

Таким чином, відповідно до концептуального підходу до фінансової відкритості як регульованого стану, політика регулювання фінансової відкритості повинна спиратися на систему макропруденційних індикаторів, що дозволяють визначити потенціал та ризики припливу іноземного капіталу в умовах поточної економічної динаміки. Аналіз взаємозв'язків низки важливих макропоказників та рівня фінансової відкритості показав, що визначальну роль відіграє макроекономічна динаміка та структурно-

---

[396] Див. докл.: Звєряков М. Глобалізація і деіндустріалізація: зміст, суперечності та способи їх розв'язання. *Економіка України*. 2017. № 11. С. 4–16. С. 10–11.

[397] Chen J., Mancini-Griffoli T., Sahay R. Spillovers from United States Monetary Policy on Emerging Markets: Different This Time? / International Monetary Fund. 2014. WP/14/240. URL: http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2014/wp14240.pdf

[398] External Sector Report. Chapter 1 / IMF. July 2019. URL: https://www.imf.org › Publications /

функціональні параметри розвитку інституціонального середовища фінансового сектора. Саме їх слід покласти в основу руху транзитивної економіки до фінансової відкритості. Як чинники, що визначають доцільність поглиблення або обмеження стану фінансової відкритості економіки, слід орієнтуватися на такі параметри, як співвідношення динаміки внутрішніх інвестицій та заощаджень, інституційна спроможність фінансового сектора, індекс промислового виробництва, сальдо поточного рахунку платіжного балансу.

Зважаючи на можливості негативного впливу фінансової відкритості, до системи індикаторів потрібно включити моніторинг ознак розгортання кредитного буму та цінової «бульбашки» на ринку нерухомості. Наведені вище індикатори покликані скласти систему попередження та інформування щодо загроз, можливості, доцільності чи необхідності проведення фінансової лібералізації. Такого роду система повинна допомогти відповідним органам влади країни з малою відкритою транзитивною економікою оцінити співвідношення між потенційними перевагами та загрозами накопичення чинників системного ризику в умовах фінансової відкритості на шляху до фінансової інтеграції. Запропонована система індикаторів у вигляді алгоритму може бути використана як основа для визначення цілей заходів державних регуляторів у процесі реалізації політики контролю за рухом капіталу та фінансовою відкритістю.

5.3. Інклюзивні інститути раціоналізації припливу капіталу

Приплив іноземного капіталу на умовах неконтрольованої фінансової відкритості чинить лише обмежений позитивний вплив на фінансове забезпечення продуктивного економічного зростання країн перехідного типу. Керуючись ринковими інтересами максимізації прибутку, іноземні інвестори спрямовують свій капітал у найбільш дохідні сфери, якими в зазначених країнах переважно виступають боргові інструменти, споживчі кредити, нерухомість та інші спекулятивні активи. Побічні фактори позитивного впливу іноземного капіталу на економіку: трансфер технологій, практик управління, посилення ринкової конкуренції та диверсифікації фінансових ризиків в умовах недорозвиненого інституціонального середовища практично не проявляються.

І хоча нагромадження капіталу є об’єктивно необхідним чинником забезпечення економічного зростання, використання власного та запозиченого, у т.ч. з-за кордону, капіталу комерційними банками на умовах

вільного ринку та фінансової відкритості економіки не зумовлює його продуктивної трансформації в інвестиційні ресурси. Причина полягає, зокрема, в тому, що, володіючи широким асортиментом фінансових інструментів, приватні універсальні фінансові установи надають перевагу тим із них, які є найбільш ліквідними та рентабельними. Це цілком виправдано з точки зору бізнес-інтересів, але капітальні інвестиції, як правило, до таких інструментів не відносяться. З цієї точки зору, інтересам вирішення проблеми ефективного використання продуктивного потенціалу МПК у специфічних умовах транзитивної економіки більшою мірою відповідає реалізація політики регулювання фінансової відкритості в рамках якої забезпечується цільове залучення найбільш продуктивних форм інвестиційного капіталу (ПІІ, адресної допомоги та цільових кредитів) від міжнародних інститутів розвитку та фінансових організацій.

Виокремлюючи корисний досвід у сфері регулювання фінансової відкритості у цьому напрямі, потрібно звернути увагу, що першочерговою ціллю залучення проєктного фінансування повинна стати максимізація технологічної віддачі від імпортованого капіталу. Саме на таких цілях політики контролю та регулювання МПК акцентує увагу Комісія ООН. На думку її експертів, такого ефекту можливо досягнути, реалізуючи раціональний підхід до корпоративної відповідальності іноземних інвесторів. У рамках такого підходу з іноземним інвестором доцільно вести перемовини щодо його витрат на охорону навколишнього середовища, інвестицій у людські ресурси та інфраструктуру[399].

Інший напрям стимулювання позитивного ефекту від ПІІ передбачає максимізацію зусиль для того, щоб зовнішні інвестиції інтенсифікували зростання внутрішніх заощаджень та розвиток фінансового посередництва для стимулювання умов для трансферу технологій (через стимулювання створення спільних підприємств). У цьому напрямі органам держави, що забезпечують залучення ПІІ, та спеціально створеним установам інтенсифікації ПІІ потрібно ставити не кількісні завдання з максимізації обсягів залучених інвестицій, а якісні – із створення робочих місць, стимулювання експорту, підвищення доходів бюджету чи передачі технологій у своїх інституційних рамках. Стимулювання обміну технологіями та диверсифікація ланцюгів доданої вартості сприятимуть додатковому залученню внутрішніх

[399] Werna E., Keivani R., Murphy D. Corporate Social Responsibility and Urban Development: Lessons from the South. Springer, 2009. 245 p.

заощаджень у інвестиційний процес, а не їх витіснення іноземними інвестиціями[400].

У такому випадку екстенсивне збільшення первинного сектора економіки за рахунок іноземного капіталу може мати певний позитивний супутній вплив на розвиток інфраструктури регіонів, де видобуваються корисні копалини або виробляється сільськогосподарська продукція[401]. Такий позитивний вплив доповнюватиметься регіональною диверсифікацією та проникненням інвестиційного капіталу у віддалені регіони, де зосереджені корисні копалини, і, таким чином, відбуватиметься вирівнювання розвитку регіонів. Для цього політика залучення іноземних інвестицій має бути формалізована, підпорядкована поточним економічним інтересам та узгоджена на регіональному та державному рівнях у рамках відповідних програм.

Разом із тим національна стратегія залучення інвестицій повинна надавати перевагу не залученню іноземного капіталу у первинний сектор економіки, а альтернативним напрямам інвестицій: у людський капітал, у розвиток економічних галузей та інфраструктури у віддалених районах. Таку інвестиційну політику для трансакційних економік цілком підтримує і ЮНКТАД[402]. Створюючи зайнятість, заохочуючи освіту та передачу навичок шляхом розвитку інфраструктури, ПІІ у країнах із низьким рівнем доходу, спрямованих на сільське господарство, туризм та телекомунікації, в деяких випадках на розвиток має більший вплив, ніж видобуток природних ресурсів[403].

Інвестиції в телекомунікації, зокрема, наразі досить сильно впливають на економіку, покращуючи ефективність бізнес-операцій, полегшуючи доступ до ринків, забезпечуючи швидкий і точний обмін інформацією, а також сприяють формуванню транспортних та

---

[400] Towards Human Resilience: Sustaining MDG Progress in an Age of Economic Uncertainty. *Private Capital Flows: Foreign Direct Investment and Portfolio Investment*. UN Report. 2013. URL: https://www.undp.org/content/dam/undp/library/Poverty%20Reduction/Inclusive%20development/Towards%20Human%20Resilience/Towards_SustainingMDGProgress_Ch3.pdf

[401] CSR and Developing Countries: What scope for government action? Sustainable *Development Innovation Briefs* / United Nations. 2007. Is. 1. URL: https://sustainabledevelopment.un.org

[402] Foreign Direct Investment in LDC's. UNCTAD Report. URL: www.unctad.org/docs/diaeia2011d1_en.pdf

[403] World Investment Report 2017 / UNCTAD. URL: https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2017_en.pdf

комунікаційних мереж. У цьому сенсі вагому роль відіграє державна політика розвитку фінансової інклюзії.

Раціональним мотивом для формування цілеспрямованої державної політики залучення інвестицій у рамках політики регулювання фінансової відкритості виступають результати останніх досліджень у сфері аналізу характеристик потоків ПІІ, які досить наочно демонструють наявність проблеми економічної недоцільності значної частки світових ПІІ, майже половина з яких використовуються не для реальної економічної діяльності, а для уникнення оподаткування та приховування капіталів у офшорах та відмивання нелегального капіталу.[404]

Альтернативою нецільовим ПІІ, що не чинять позитивного впливу на інституціональний розвиток трансформаційних економік, виступає опредметнення припливу іноземного капіталу через взаємодію уряду із відповідними міжнародними фінансовими інститутами розвитку (МФІР): банками та фондами розвитку, венчурними, гарантійними та благодійними фондами, фондами прямих інвестицій, консорціумами, асоціаціями в рамках державної політики розвитку. Співпраця з ними та участь на взаємовигідних умовах у міжнародних проєктах відкриває перспективи залучення реального фінансування для модернізації країни за усіма спектрами напрямів – від удосконалення інститутів фінансового ринку до розвитку людського капіталу. При цьому в умовах зростаючої глобалізації та її впливу на розвиток трансформаційних економік особливого значення набуває механізм реалізації державної інвестиційної політики, що має представляти національні інтереси через здійснення стратегії спільного використання інвестицій та проведення відповідної політики інституційних трансформацій.

Одразу потрібно зазначити, що існує доволі радикальне, хоча й підтверджене значним світовим досвідом твердження, що така допомога, спричинюючи певний позитивний ефект на мікрорівні, не здійснює продуктивного впливу на макрорівні або навіть може виявитися шкідливою, якщо вона демотивує уряди проводити реформи та підживлює корупцію[405]. Дійсно, за відсутності належного розвитку ринкових інститутів і браку

---

[404] Damgaard J., Elkjaer T., Johannesen N. The Rise of Phantom Investments. *Finance & Development*. September 2019. Vol. 56. № 3. URL: https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2019/09/the-rise-of-phantom-FDI-in-tax-havens-damgaard.htm

[405] Mosley, P. Aid-effectiveness: The micro-macro paradox. *Ids Bulletin*. 1986. No. 17(2). P. 22–27.

політичної волі та послідовності у реалізації урядом програм розвитку, позитивні ефекти такої допомоги на державному рівні можуть бути відсутніми. Проте це не означає, що залучення іноземної фінансової допомоги нераціональне, – оскільки проблема полягає в нерозвиненому ринковому середовищі та обмеженій мотивації уряду наполегливо реалізовувати програми розвитку[406], то саме в цих умовах зростає потреба у діяльності спеціалізованих ФІР. Вони можуть більш впевнено діяти в умовах слабкості ринкових інститутів і надають фінансування за наявності політичної волі уряду, що проявляється через тривалі процедури розроблення та реалізації відповідних інвестиційних проєктів. За відсутності такої волі, при відкритих кредитних лініях та укладених рамкових угодах, обсяги реального фінансування залишатимуться невисокими.

Аналіз характеру розвитку сучасних економічних відносин через перспективи використання потенціалу ФІР дає підстави розглядати їх як необхідний етап раціоналізації фінансової відкритості економік із недеформованим ринковим середовищем. Саме залучення ФІР до реалізації економічної політики здатне розширити перспективи подолання структурно-функціональних недоліків недорозвиненого фінансового середовища транзитивних економік у частині вирівнювання інформаційної асиметрії, усунення недоліків конкуренції, вирощування ринкових інститутів, реалізації низькоприбуткових контрциклічних операцій інноваційного розвитку та індустріалізації[407]. Численні наукові та експертні дослідження загалом підтверджують кореляцію інвестиційної активності МФІР та зростання окремих макроекономічних або інституціональних показників: стосовно створення робочих місць, трансферу технологій, розвитку ринкових інститутів та середовища, стійкості фінансових установ тощо. Так, збільшення зобов'язань МФІР на 10% корелює зі зростанням ВВП економік із низьким рівнем доходу на 1,3%[408]. А, на думку фахівців ЄБРР, 58%

---

[406] Геєць В.М. До питання застосування підходів плану «Маршалла» для України. *Економіка України*. 2015. № 4. С. 6–11. С. 8.

[407] Xu J., Ren X., Wu X. Mapping Development Finance Institutions Worldwide: Definitions, Rationales, and Varieties / Institute of New Structural Economics, Peking University. 2019. 92 p. P. 24–28.

[408] Massa I. Impact of multilateral development finance institutions on economic growth / Overseas Development Institute. 2011. P. 6. URL: https://www.odi.org/sites/odi.org.uk/files/odi-assets/publications-opinion-files/7312.pdf

реалізованих у період 2004–2009 рр. інвестиційних проєктів за його участю характеризуються високою успішністю[409].

До найбільших міжнародних фінансових інститутів розвитку відносяться МВФ, Група Світового банку та чотири регіональні банки розвитку – Європейський, Африканський, Азійський та Інтер-Американський. Цікавим є приклад Азійського банку інфраструктурних інвестицій – АБІІ (The *Asian Infrastructure* Investment *Bank*) з капіталом у 100 млрд дол. США[410]. Його створення як регіонального банку розвитку у 2015 р. аргументувалося, зокрема, тим, що існуючі у світі фінансові інститути розвитку (СБ, АБРР), з одного боку, не здатні надати Азійському регіону необхідні для розвитку інвестиційні ресурси, а з іншого – ті ресурси, що надаються ними, обтяжуються додатковими вимогами політико-економічного характеру[411].

При цьому проблема Азійського регіону полягає не в обмеженій пропозиції капіталу, а у відсутності ефективних механізмів його прозорого акумулювання та перерозподілу у вигляді інфраструктурних інвестицій. Як побічне підтвердження перспективності та затребуваності цього інституту виступає вступ до його складу низки провідних країн, у т.ч. з іншого регіону: Німеччини, Франції, Великої Британії, Швейцарії, Італії тощо, а також спроба вступу Тайваню, попри те, що КНР має у правлінні АБІІ право вето. У рамках реалізації переваг стратегічної економічної ініціативи «Шовковий шлях» Україні також є сенс розглянути перспективу вступу до АБІІ, оскільки ця міжнародна фінансова організація виступає основним інвестором у інфраструктурні проєкти ініціативи «Один пояс, один шлях»[412].

Крім цих – широковідомих – інституцій, у світі діють десятки інших фінансових інститутів, які надають адресне фінансування проєктам розвитку на світовому, регіональному або національному рівнях. Україна має можливість долучитися до співпраці з широким переліком таких інститутів глобального та регіонального рівня (див. табл. 5.6).

---

409 The annual evaluation overview report for 2009 / EBRD. URL: https://www.oecd.org/derec/ebrd/48480840.pdf

410 Nassiry D., Nakhooda S. The AIIB and investment in action on climate change. *WP*. 2016. № 433. URL: https://www.odi.org/sites/odi.org.uk/files/resource-documents/10441.pdf

411 The Asian Infrastructure Investment Bank. URL: https://www.aiib.org/en/about-aiib/index.html

412 Куса І., Хоменко О., Пилипчук Я. Новий Шовковий шлях: як китайський проект може дати Україні десятки мільярдів інвестицій. *Європейська правда*. 02.07.2018. URL: https://www.eurointegration.com.ua/experts/2018/07/2/7083688/

Таблиця 5.6

Перелік міжнародних фінансових інститутів розвитку, що діють у Східноєвропейському регіоні

Рівень діяльності ФІР	Представники
Глобальний	Світовий банк, Міжнародний банк реконструкції та розвитку, Міжнародна фінансова корпорація (IFC), Міжнародна асоціація розвитку (IDA), Фонд сприяння розвитку демократії (USAID), Міжнародна фінансова корпорація розвитку (IDFC), Зелена інвестиційна група (GIG)
ЄС	Європейський банк розвитку і реконструкції, Європейський інвестиційний банк, Банк розвитку Ради Європи
Регіональний	Чорноморський банк торгівлі та розвитку, Євразійський банк розвитку
Національний	Національні банки розвитку, іпотечні та земельні банки, експортно-кредитні агентства, фонди енергоефективності

Джерело: узагальнено автором.

Відсутність або практична бездіяльність багатьох фінансових інститутів розвитку в Україні, з одного боку, знижує функціональну спроможність фінансового сектора, а з іншого – обмежує зв'язок останнього із реальним сектором економіки. Зокрема, сучасні ринки іпотечного кредитування розвинених країн характеризуються наявністю широкого кола інститутів, що забезпечують реалізацію іпотечних відносин із залученням широкої ресурсної бази. Натомість в Україні не вдалося належним чином реалізувати перспективи й однієї спеціалізованої Державної іпотечної установи, яку замість рефінансування було переорієнтовано на первинний ринок[413]. Подібним чином функціональність кредитного ринку України обмежує і відсутність дієвого ринку проблемних активів, що міг би значно скоротити період посткризового відновлення[414].

[413] Бублик Є. Макроекономічні та інституційні передумови відновлення іпотечного ринку України. *Економіка і прогнозування*. 2014. № 3. С. 41–56. С. 51.

[414] Див. докладніше: Бублик Є. Інституційні чинники розвитку ринку проблемних активів в Україні. *Науковий вісник Херсонського державного університету. Серія: Економічні науки*. 2016. Вип. 16. Ч. 1. С.101–104;

Попри широкий перелік відкритих для співпраці інститутів та підписаних угод про співпрацю, участь України у залученні їх інвестицій не дуже продуктивна. Наразі в Україні реалізуються програми за участі лише трьох інституцій: МВФ, СБ та ЄБРР. При цьому показники співпраці з ними порівняно з іншими країнами регіону дуже обмежені. При цьому слід зазначити, що, відповідно до мандату МВФ, співпраця з ним не зовсім відповідає зазначеним вище цілям проєктного фінансування програм економічного розвитку, але досить наочно ілюструє характерну рису практики співпраці України в таких проєктах.

Зокрема, після того, як Україна у січні 2015 р. досягла домовленості про розширення фінансової підтримки шляхом заміни діючої на той момент програми МВФ stand-by на довготермінову програму Extended Fund Facility (EFF) та Рада директорів МВФ 11 березня 2015 р. затвердила її в обсязі 17,5 млрд дол. США терміном на чотири роки, загалом до 2019 р. вона вибрала лише 6,7 млрд дол США. Звичайно, у випадку з МВФ відсутність наполегливості у співпраці зумовлена більшою мірою політичними моментами, порівняно з практикою відносин з іншими інститутами розвитку. Тим не менш, непослідовність дій української сторони через відсутність визначеної політики економічного розвитку та політики регулювання фінансової відкритості проявляється і у відносинах з ними.

Подібним чином розвивається і співробітництво України зі Світовим банком, яке здійснюється на основі ухваленої у лютому 2012 р. Стратегії партнерства з Україною на 2012–2016 рр., спрямованої на допомогу уряду у реалізації програми економічних реформ та інтеграції з ЄС. З того часу СБ затвердив для України 50 позик загальним обсягом 10,1 млрд дол. США. Проте отримано було тільки 7,4 млрд дол. США. Значна частки цих коштів становила позики на структурні перетворення та реформування фінансового сектора і подальший розвиток банківської системи. 10 березня 2014 р. Рада директорів СБ ухвалила рішення про готовність надати додаткові кредитні ресурси на підтримку реформ у розмірі 3 млрд дол. США, проте реальний стан фінансування цих проєктів залишається незадовільним.

Показник вибірки за позиками Світового банку протягом усього періоду співпраці коливається на рівні 30–40%. Зокрема, станом на 01.06.2019 р. було досягнуто рекордних 39,1% після суттєвого скорочення протягом 2014–

Брус С., Бублик Є. Зменшення обсягів проблемних кредитів в Україні в умовах обмеженого інструментарію. *Фінанси України*. 2017. № 7. С. 76–90.

2017 рр. Дещо краще виглядає співпраця України з ЄБРР: вибірка на цю ж дату становила 48,5%, тоді як за іншими інститутами: ЄІБ – 17,7%, KfW – 4,9%. Загалом, станом на 01.06.2019 р. портфель МФО в Україні становить 32 проєкти, метою яких є модернізація інфраструктури, зокрема проєкти з реабілітації гідроелектростанцій, передачі електроенергії, розвитку міської інфраструктури, покращення автомобільних доріг та безпеки руху, підвищення енергоефективності, в т.ч. у секторі централізованого теплопостачання, розвитку міської інфраструктури, модернізації системи соціальної підтримки населення України, поліпшення охорони здоров`я. Загальна вартість проєктів становить 5 млрд євро та 2 млрд дол. США. Фінансування залучається у формі державної позики або під державні гарантії.[415]

Традиційно драйвером зростання обсягів залучених інвестицій виступили найбільш прибуткові галузі української економіки, наприклад, енергетика. На цю сферу припадає 11 проєктів. Головною метою найбільших проєктів є підвищення рівня безпеки атомних енергоблоків. Фінансування проєктів цієї галузі мало найбільш вибірку – 50–70%. У галузі транспорту та сфері комунальних послуг діють 9 та 6 проєктів, відповідно. На фінансовий сектор, соціальну сферу та освіту припадає лише по 1–3 проєкти.[416] Вибірка за ними у ці галузі перебуває на рівні 30–40%.

Переваги залучення фінансування від міжнародних ФІР полягають і в тому, що надходження фінансових ресурсів від них не вимагає радикальної фінансової лібералізації. На етапах низької фінансової відкритості з регіональними фінансовими інститутами розвитку активно співпрацювали транзитивні економіки. При цьому потенційні обсяги проєктного фінансування інститутами розвитку в українську економіку видаються досить вагомими. Так, тільки протягом 2018 р. в Україні реалізовувалося 618 проєктів міжнародної технічної допомоги, загальною кошторисною вартістю у 6,6 млрд дол. США. Хоча 10 проєктів із цього переліку, вартістю у 3,1 млрд дол. США, фінансуються з Чорнобильського Фонду "Укриття" та Рахунку ядерної безпеки.

У т.ч. найбільшими інвесторами та донорами для України у 2018 р. виступили:

– США – понад 2 млрд дол. США (124 проєкти);

---

[415] Україна нарощує темпи вибірки спільних з МФО проєктів / КМУ. URL: https://www.minfin.gov.ua

[416] Там само.

– ЄБРР – 759,7 млн дол. США (44 проєкти);
– ЄС – 522,3 млн дол. США (235 проєктів);
– Німеччина – 386,9 млн дол. США (39 проєктів);
– Канада – 152,3 млн дол. США (18 проєктів).

Водночас розподіл обсягів фінансування у межах міжнародної технічної допомоги за сферами цільового призначення у 2018 р. є таким:
– Національна безпека і оборона – 1,2 млрд дол. США (28%);
– ядерна безпека (без урахування Чорнобильського фонду) – 819,1 млн дол. США (20%);
– урядування та громадянське суспільство – 509,8 млн дол. США (12%);
– відновлення Донбасу і підтримка внутрішньо переміщених осіб – 356,7 млн дол. США (9%);
– регіональний розвиток – 334,7 млн дол. США (8%);
– енергетика та енергоефективність – 262 млн дол. США (6%);
– охорона здоров'я – 137 млн дол. США (3%);
– освіта і наука – 120,8 млн дол. США (3%)[417].

Важливим завданням налагодження взаємодії національних та МФІР також є організаційне та інформаційне супроводження інтересів інвесторів та виробників. Особливо це стосується організації використання інвестицій МФІР, які наразі реалізують низку програм у сфері енергоефективності зі значними обсягами фінансування. На сьогодні для економік, що розвиваються, найбільш доступними є механізми фінансування енергоефективності, що пропонують МБРР та ЄБРР. Вони не є визначними за обсягами[418], проте виступають провідниками потенційних інвесторів та налаштування технічного забезпечення процесу.

Наявність в Україні великої кількості підприємств із низьким рівнем енергоефективності зумовлює високий попит на фінансування у цій сфері, у т.ч. і на ПІІ. За оцінками Європейської Комісії, активна реалізація політики енергоефективності в Україні може дати поштовх більш широкому

---

417 Міністерство економічного розвитку та торгівлі України. URL: http://www.me.gov.ua/

418 У таких країнах, як Польща та РФ, обсяги профінансованих програм ЄБРР з підвищення енергоефективності в промисловості становили всього 150 та 125 млн дол. США відповідно (Financing sustainable energy: EBRD Report / SEI Overview. 2014).

інвестиційному процесу, спрямованому на модернізацію промисловості за рахунок скорочення витрат на електроенергію, газ та водопостачання[419].

Через слабкість вітчизняного фондового ринку в Україні поки що набуло поширення лише банківське кредитування проєктів підвищення енергоефективності за участі у їх фінансуванні МФО. Успішною в цьому сенсі є практика «Укрексімбанку», що залучив понад 500 млн євро для фінансування проєктів підвищення енергоефективності та створення відновлюваних джерел енергії. Завдяки цьому він є найбільшим партнером МФО у цій сфері в регіоні Східного партнерства ЄС. За рахунок цих коштів реалізовано близько 350 субпроєктів у галузі промислової енергоефективності та енергетики[420]. З 2015 р. банк увійшов до Всесвітнього альянсу установ, що фінансують енергоефективність, утвореного ЄБРР і організацією ООН з охорони довкілля.

Загалом Укрексімбанк уже понад 20 років співпрацює з міжнародними ФІР, 12 з яких – у сфері розвитку продуктів фінансування сталої енергетики, імплементуючи кредитні лінії з енергозбереження та відновлюваної енергетики. У 2007 р. банком було укладено першу кредитну угоду з Європейським банком реконструкції та розвитку – Українську програму енергоефективності з обсягом понад 50 млн дол. США. Після успішної реалізації низки проєктів, у грудні 2008 р. ЄБРР розширив ліміт на 50 млн дол. США, а у 2012 р. додатково збільшив фінансування ще на 50 млн дол. США. Усі три транші за програмою були успішно використані банком.

Завдяки набутому досвіду «Укрексімбанк» пізніше також успішно реалізував: Проєкт з енергоефективності з Міжнародним банком реконструкції та розвитку (МБРР) з обсягом кредитних ресурсів 200 млн дол. США (проєкт передбачав надання кредитних коштів як безпосереднім кінцевим позичальникам, так і через місцеві комерційні банки); Програму з енергоефективності з Глобальним фондом кліматичного партнерства (GCPF); Програму розвитку приватних МСП з Європейським інвестиційним банком (ЄІБ). Ці програми були орієнтовані, зокрема, на кредитування енергоефективності та відновлюваних джерел енергії обсягом 100 млн євро; Програма модернізації промисловості з позитивним екологічним

---

419 Финансирование инвестиций в области энергоэффективности для смягчения изменения климата: Заинтересованость инвесторов и потребности в наращивании потенциала. ООН, 2009. С.129.

420 Програми з промислової енергоефективності та відновлюваної енергетики / Укрексімбанк. URL: https://www.eximb.com/ua/index/novyny-na-golovnu/at-ukreksimbank-finansuvannya-staloi-energetiki-u-fokusi.html

впливом з Північним інвестиційним банком (обсяг кредитних ресурсів 50 млн дол. США)[421].

Слід відзначити, що завдяки ухваленим у 2019 р. законодавчим змінам щодо покращення захисту прав кредиторів, стабілізації макроекономічних умов та зниження облікової ставки, перспективи поширення кредитних продуктів під енергоефективність на банківському ринку помітно зростають. Успішну практику використання програм за участю МФО для цілей енергоефективності демонструють й інші банки, але їхніми позичальниками виступають переважно фізичні особи, значно менше – підприємці. Слід відзначити діяльність нещодавно створеного в Україні Фонду енергоефективності, що співпрацює з Міжнародною фінансовою корпорацією (IFC), Deutsche Gesellschaft für Internationale Zusammenarbeit (GIZ) GmbH та Програмою розвитку ООН (ПРООН).

Таким чином, попри широку потенційну доступність відкритих до співпраці МФІР, реалізація їх проєктів в Україні переважно характеризується позитивно внаслідок взаємодії із державним «Укрексімбанком». Ця установа за своєю функцією орієнтована на підтримку вітчизняного експорту та відграє роль національного фінансового інституту розвитку (НФІР). Цей факт наочно підтверджує, що шлях до максимізації продуктивного впливу іноземної фінансової допомоги лежить через організацію взаємодії міжнародних та національних фінансових інститутів розвитку.

Водночас слід зазначити, що сама по собі діяльність МФІР не зумовлює ефективного впливу їх інвестицій на зростання макроекономічних показників країн-реципієнтів. У цьому сенсі цілком обґрунтованою слід визнати позицію Нобелівського лауреата А. Дітона щодо того, що без відповідної економічної політики, яку в інтересах підвищення добробуту населення цілеспрямовано реалізує уряд, будь-які види міжнародної фінансової допомоги можуть навіть ставати на заваді економічному розвитку[422]. Наявність такого позитивного впливу можна помітити лише на окремих прикладах країн, які поєднували залучення міжнародної фінансової допомоги із діяльністю національних фінансових інститутів

---

[421] Проект з енергоефективності зі Світовим банком / Укрексімбанк. URL: https://www.eximb.com/ua/business/financial/realizovani-proekty/proekt-z-energoefektivnosti-zi-svitovim-bankom/

[422] Дитон А. Великий побег. Здоровье, богатство и истоки неравенства. Москва: Изд-во Института Гайдара, Фонд «Либеральная Миссия», 2016. С. 327.

розвитку в інтересах реалізації відповідних економічних політик. Саме національні інститути повинні виступити трансмісійною ланкою узгодження бізнес-цілей МПК та національних інтересів, формалізованих у рамках програм економічного розвитку.

У цьому випадку НФІР слід розглядати як спеціальні господарські структури, створені за ініціативи та фінансово-матеріальної підтримки держави на особливих умовах, що перебувають у повній або частковій державній власності і виступають як особливий інструмент регулювання економіки в пріоритетних для національних інтересів сферах діяльності, для забезпечення їх розвитку за неспроможності ринкових механізмів, одночасно підтримуючи цілісність і стійкість усієї господарської системи країни[423].

Причини низьких фактичних результатів співпраці України з МФІР лежать у площині недорозвиненого внутрішнього інституціонального середовища та системної урядової ініціативи. Продуктивна алокація іноземного капіталу, залученого від МФІР з метою підтримки економічного зростання та якісного розвитку інституціонального середовища, можлива за умови пропущення МПК, які надходять від МФІР, через відповідні національні фінансові інститути інклюзивного розвитку. Саме така схема взаємодії відкриває перспективи підвищення ефективності впливу МПК на економічний розвиток і набуває важливої ролі в політиці регулювання фінансової відкритості (див. рис. 5.8).

НФІР мають профільне спрямування залежно від поставлених щодо них завдань: розвитку галузей промисловості, фінансового сектора або інших соціальних сфер. Вони можуть створюватися на державно-приватних засадах для забезпечення акумуляції довгострокових приватних інвестицій, проєктного фінансування або адресної допомоги в інтересах розвитку профільної сфери. В умовах недеформованого ринкового середовища, національні інститути розвитку покликані сприяти залученню цільового інвестування у профільні галузі, ринки (об’єкти) виконуючи низку функцій, у т.ч. з інформаційного забезпечення. При цьому притаманні НФІР властивості мають низку переваг, що зумовлюють вагомий потенціал їх позитивного впливу на раціоналізацію фінансової відкритості економіки, зокрема:

---

[423] Киндзерский Ю. Институты развития: принципы формирования и проблемы использования в экономических преобразованиях. *Общество и экономика*. 2010. № 7–8. С. 57–78. С. 62.

– діяльність таких інститутів покликана забезпечити фінансування найбільш перспективних напрямів структурного реформування транзитивних економік із перспективою залучення на ці цілі іноземного капіталу;

– взаємодія мережі таких інститутів на секторальному, національному або міжнародному рівнях дозволяє реалізовувати комплекс заходів державної політики для досягнення цілей стійкого економічного зростання;

– у процесі взаємодії на міжнародних, регіональних та локальних рівнях НФІР здатні стабільно отримувати досить великі обсяги фінансування у подовжені терміни;

– завдяки залученню в актуальні наднаціональні та державні види політики НФІР отримують розширені можливості щодо діяльності в умовах недорозвиненого інституціонального середовища та усунення інформаційної асиметрії.

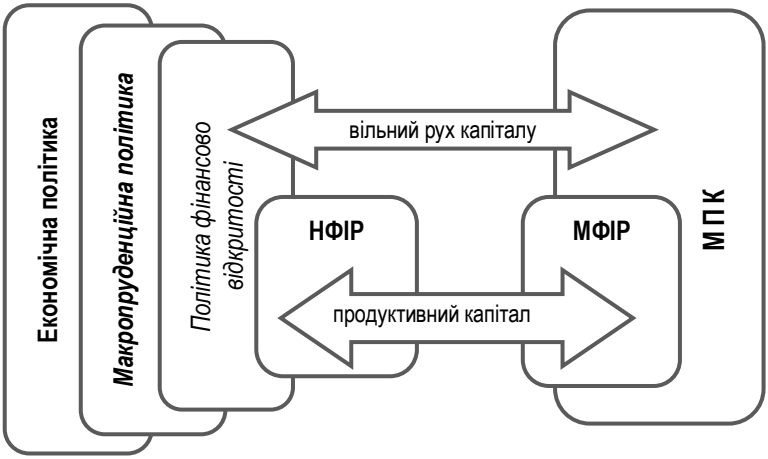


Рис. 5.8. Інституціональна схема раціоналізації фінансової відкритості

Джерело: розроблено автором.

Слід відзначити, що після тридцятирічного періоду глобалізації у форматі неоліберального консенсусу інститути розвитку переживають період ренесансу, затверджуючи свою утилітарність у сфері видів державної політики економічного розвитку. Саме на хвилі наслідків ГФК як науковці, так і регулятори знову звернули увагу на «визначальний потенціал» НФІР у забезпеченні контрциклічного впливу, заповнення

прогалин у ринковій інфраструктурі, таргетування перспективних напрямів розвитку фінансових ринків та фінансування структурних реформ. Найбільшою мірою діяльність НФІР підтримує ООН, відзначаючи, що до запровадження нових ФІР, а також розширення діяльності існуючих вдаються як країни з економіками, що розвиваються, так і розвинені економіки світу[424], і навіть висловлює подив стосовно того, що на хвилі лібералізації Індія вирішила закрити свої банки розвитку, покладаючись на фондовий ринок[425]. Роботи науковців з МВФ приділяють більшу увагу міжнародним банкам розвитку, відзначаючи, що вони можуть відігравати життєво важливу роль, мобілізуючи фінансування приватного сектора[426].

Після узагальнення переліку зазначених переваг потрібно зауважити, що важливою функцією інститутів розвитку виступає не тільки, а – в умовах обмежених бюджетних ресурсів держави – і не стільки безпосереднє фінансування та економічна діяльність, скільки соціально-економічний контроль. Сутність такого підходу полягає в тому, що здійснення соціально-економічного контролю забезпечує вирівнювання інформації в умовах недорозвиненого інституціонального середовища і формує важливі передумови для належного становлення такого середовища. Проявами такого контролю, на думку фахівців Світового банку, є[427]:

– захист права власності, дотримання верховенства закону та зниження проявів корупції в умовах недостатнього розвитку цих інститутів;
– подолання інформаційної асиметрії та належне інформаційне забезпечення інвесторів в умовах недосконалої конкуренції;
– регулювання рівня конкуренції на ринках;
– інформування нових учасників ринку щодо правил набуття прав власності;

---

424 Transforming our World: The 2030 Agenda for Sustainable Development. UNN Report. 2015. URL: https://sustainabledevelopment.un.org/post2015/transformingourworld/publication

425 Calcagno, A. F., Dullien, S., Márquez-Velázquez, A., Maystre, N., & Priewe, J. (Eds.). Rethinking development strategies after the financial crisis. UN, 2015. URL: http://unctad.org/en/PublicationChapters/gdsmdp20151fas_en.pdf

426 Broccolini, C., Lotti, G., Maffioli, A., Presbitero, M. A. F., & Stucchi, R. Mobilization effects of multilateral development banks. *WP* / International Monetary Fund. 2019. No. 19/28.

427 World Economic Outlook: Growth and Institutions. April 2003. URL: https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2016/12/30/World-Economic-Outlook-April-2003-Growth-and-Institutions-16369

– забезпечення належного регулювання фінансових ринків для уникнення проявів їх недосконалості.

Інколи до функцій ФІР додаються завдання щодо макроекономічної стабілізації, такі як:

– підтримка макроекономічної стабільності та стабільності національної грошової одиниці;

– запобігання зростанню бідності, громадянським конфліктам та негативним проявам циклічних коливань економіки[428].

Дедалі більшого значення НФІР надають і розвинені економіки, що суперечить загальноприйнятій думці про те, що повноцінні ринки капіталу та комерційні банківські системи у країнах з високим рівнем доходу позбавляють економіку необхідності її підтримки державними ФІР. У різних регіонах на фінансові інститути розвитку припадає доволі значна частка банківських активів: у Південній Азії – 12%, Південній Америці – 10%, Німеччині – 8%. У тій же Німеччині Кредитний інститут для відновлення (KfW) входить до ТОР-10 банків країни та до переліку найбільших емітентів ЄС[429]. Виконання зазначених функцій у світовій практиці втілює доволі широкий перелік НФІР із відповідною спеціалізацією.

Важливе місце НФІР відводиться і на регіональному міждержавному рівні. Наприклад, ЄС із 2014 р. наголошує на необхідності підтримки реалізації Плану інвестицій для Європи ефективною діяльністю національних банків – для посилення їх впливу на інвестиції, зростання та зайнятість завдяки їх спеціальному досвіду та тому, що вони знаються на місцевому контексті, бізнесі та спільноті інвесторів відповідно до національної політики та стратегії[430]. А Організація ООН із промислового розвитку навіть розробила стратегію партнерства з НФІР, щоб забезпечити

[428] Xu J., Ren X., Wu X. (2019) Mapping Development Finance Institutions Worldwide: Definitions, Rationales, and Varieties / Institute of New Structural Economics Peking University. 92 p.

[429] Rethinking the Role of National Development Banks. Background document of Expert Group Meeting / United Nations, Department of Economic and Social Affairs, Financing for Development Office. New York, Dec. 2005.

[430] EC Communication «Working Together for Jobs and Growth: The Role of National Promotional Banks (NPBs) in Supporting the Investment Plan for Europe». November 30, 2018. URL: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015DC0361&from=EN

фінансову підтримку своїх інвестицій та посилити їх продуктивний вплив на локальному рівні[431].

Загальна кількість інститутів світу, що за своїм функціоналом та завданнями можуть бути віднесені до НФІР, на початок 2019 р. нараховувала 442 установи у 147 країнах[432]. Найбільш поширені серед національних ФІР на 25% розташовані в Африці, 20% – в Європі, 20% – у Америці, 31% – в Азії та – 4% в Океанії. Цей перелік включає як банки розвитку, так і страхові/гарантійні/фінансові установи. Ця кількість є набагато більшою за статистику СБ, яка нараховує лише 90 банків розвитку у 61 країні та демонструє, як до цього типу інститутів насправді ставляться у світі.

Слід зазначити, що висновки міжнародних експертів щодо доцільності запровадження національних або регіональних фінансових інститутів розвитку протягом XX–XXI ст. змінювалися відповідно до панівної економічної ідеології. Так, за визнанням фахівців СБ, протягом 1960–1970-х років. ініціативи зі створення таких інститутів користувалися підтримкою провідних міжнародних інституцій. Згодом, під впливом лібералізаційних тенденцій, упродовж 1980–1990-х років МФО та міжнародні інститути розвитку радили державам проводити приватизацію спеціалізованих державних фінансових інститутів, наполягаючи на їх неефективності. І лише після кризи 2008 р. їх право на існування було визнано на міжнародному рівні – як з боку СБ, так і МВФ. Саме на етапі подолання наслідків кризи у багатьох юрисдикціях національні фінансові інститути розвитку відіграли важливу роль у підтримці кредитного забезпечення ринків. Тоді як приватні кредитні інституції скоротили кредитування через фінансові втрати, дві третини наявних НФІР продовжили видавати кредити[433].

Причини останніх змін у підходах щодо перспектив діяльності національних фінансових інститутів розвитку можна пояснити усвідомленням

---

431 United Nations. Addis Ababa Action Agenda of the Third International Conference on Financing for Development. New York: United Nations, 2015. URL: https://unctad.org/meetings/en/SessionalDocuments/ares69d313_en.pdf

432 Xu J., Ren X., Wu X. Mapping Development Finance Institutions Worldwide: Definitions, Rationales, and Varieties. 92 p.

433 Luna-Martínez J. The role of development financial institutions in the new millennium. *World Bank blog.* September 2017. URL: https://blogs.worldbank.org/eastasiapacific/the-role-of-development-financial-institutions-in-the-new-millennium

ірраціональності поведінки інвесторів в умовах інформаційної асиметрії. За таких умов проблема вирівнювання інформаційної асиметрії і постачання на ринки достовірних даних та відповідальність за надану інформацію набула виняткової актуальності. Національні фінансові інститути розвитку покликані вирішити ці завдання для ринку загалом та у межах співпраці з МФО, зокрема МФІ. Функції інформаційного забезпечення національних фінансових інститутів розвитку у взаємодії з міжнародними потоками капіталу можна конкретизувати таким чином:

– надання експертних характеристик про стан профільної галузі або ринку потенційним кредиторам, процедурні консультації, звітування перед суспільством та міжнародними партнерами;

– активна участь у розробленні програм розвитку профільного об'єкта та пов'язаних із ним перспективних інвестиційних проєктів;

– пошук джерел надходження іноземного інвестування;

– акумулювання фінансових ресурсів на умовах державно-приватного партнерства.

Важливість закріплення у сфері ефективного розміщення іноземних інвестиційних ресурсів саме функції соціально-економічного контролю в рамках політики регулювання фінансової відкритості на умовах забезпечення інклюзивного економічного розвитку країни зумовлюється аналізом попередніх спроб використання цих інститутів в Україні та інших країнах ЦСЄ. Численні спроби створення відповідних інститутів в Україні – УБРР, ДІУ, ЕКА тощо – виявились невдалими, оскільки були зосереджені одразу на функції перерозподілу фінансових ресурсів, отриманих від держави, за умови несформованого інституціонального середовища[434]. Позбавлені інституціональної спроможності та незалежності ці інститути втілювали контрпродуктивні ініціативи в корупційних інтересах, припинили діяльність та дискредитували ідею інститутів розвитку.

Натомість функція перерозподілу фінансових ресурсів повинна виконуватись цими інститутами на другому етапі їх діяльності. Перший етап має полягати у забезпеченні формування інституціональних основ продуктивного формування цільового сегмента (фінансового ринку, промислової галузі тощо): підвищення рівня довіри на ринку, ефективності захисту права власності, інтересів учасників, інформаційного забезпечення,

[434] Бублик Є. О. Іпотечний ринок в Україні: проблеми та перспективи посткризового розвитку: монографія / НАН України; Ін-т екон. та прогнозув. Київ: Ін-т екон. та прогнозув. НАН України, 2011. 220 с.

зміцнення конкуренції, посилення ролі саморегулівних організацій. Досягнення прогресу на цьому етапі може підкріплюватися співпрацею із міжнародними фінансовими інститутами розвитку, що частково здійснюватимуть контроль за ефективністю використання свої коштів, а держава – за потреби – це гарантуватиме. Успішні результати співпраці з МФІР забезпечать умови для повернення довіри до української економіки, покращення інвестиційних рейтингів та приваблення приватних іноземних інвесторів у цільові сегменти.

Зважаючи на сучасний світовий досвід, умови забезпечення ефективної діяльності НФІР можна узагальнити таким чином:

– належне закріплення основних параметрів функціонування із максимізацією прийнятного рівня незалежності НФІР на законодавчому рівні;

– пріоритет соціальних функцій над економічними та бізнес-інтересами;

– незалежність або опосередкована залежність від державних органів та можливість функціонування із залученням приватного та іноземного капіталу;

– визначена спеціалізація НФІР за економічною ціллю, напрямом діяльності або ринковим сегментом;

– забезпечення перманентної уваги та всебічної підтримки держави;

– реалізація якісної системи контролю ефективності функціонування НФІР за відсотком успішно реалізованих проєктів, залученого капіталу та забезпечення виконання соціально-економічних цілей.

Звичайно, для ефективного функціонування НФІР в інтересах забезпечення фінансової підтримки економічного розвитку, вони мають відповідати підвищеним стандартам фінансової стійкості та управління. Стабільне кредитування стратегічно важливих галузей економіки, що, через низку причин, потерпають від браку фінансових ресурсів, слід розглядати як вид діяльності, якому притаманний високий рівень фінансових ризиків. Вони також повинні мати належні інструменти управління ризиками та високий рівень якості корпоративного управління для уникнення ризиків корупції або політичної заангажованості.

Невиконання цих умов проявляється у вигляді низки зловживань, наприклад, інвестицій у збиткові неефективні підприємства та нецільове використання, «відмивання» бюджетних коштів із їх наступним виведенням

за кордон[435]. Такі прояви негативно характеризують діяльність НФІР і ускладнюють обґрунтування необхідності їх використання для продуктивного використання іноземного капіталу в економіці.

Сучасні можливості індустрії фінансових послуг забезпечують використання чисельного інструментарію реалізації функцій НФІР. У світовій практиці набуло поширення застосування спеціалізованих цінних паперів, забезпечених державними гарантіями; знижених, нульових відсоткових ставок або їх компенсації, гарантії підтримки ліквідності, страхування, пільгового оподаткування тощо. Проте найбільш поширеними залишаються варіації кредитних інструментів[436].

Невдалі приклади НФІР, які стали для урядів фінансовим тягарем (їхня низька ефективність навіть призвела до деформації кредитних ринків через витіснення з них приватних кредиторів та лізингодавців, а під час кризи, або й незалежно від її впливу вони втратили фінансову стійкість), накопичили високу частку непрацюючих кредитів і змарнували гроші платників податків, були зумовлені саме низькою якістю залежного від політичних сил корпоративного управління, низьким рівнем відкритості та відсутністю громадського контролю.

Як було зазначено, одним із наочних недоліків державної політики України у сфері налагодження співпраці з МФІР виступає неможливість вчасної та якісної розробки та реалізації інвестиційних проєктів. За належного рівня організації політики розвитку НФІР ця проблема отримує цілком визначені перспективи вирішення. Структура спеціалізованого НФІР здатна забезпечити розробку, презентацію та супроводження інвестпроєктів на належному рівні із залученням державних органів статистики та контролю, а також експертів національної та міжнародної наукової спільноти.

З огляду на вже чинні програми співпраці, підписані Україною, та потреби розвитку її економіки, особливо перспективними видаються такі напрями діяльності НФІР, як: кредитне фінансування реального сектора економіки (в сегменті МСБ) та інфраструктурних проєктів. Річ у тім, що ці напрями збігаються з пріоритетними напрямами інвестування СБ та ЄБРР, з якими Україна вже має підписані угоди та відкриті лінії фінансування. До

---

[435] Смирнов А., Родионов И. Финансовые институты развития и управление инновациями. *Финансовая аналитика*. 2014. № 46 (232). С. 11–17. С. 16.

[436] Солнцев О. Г., Хромов М. Ю., Волков Р. Г. Институты развития: анализ и оценка мирового опыта. *Проблемы прогнозирования.* 2009. С. 3–29. С. 9.

інших напрямів відносяться: підтримка експортерів, фінансування наукових та інноваційних програм, підтримка стабільного розвитку фінансового сектора.

В умовах відсутності дієвих інститутів розвитку недостатня увага з боку профільних міністерств та органів державного регулювання призводить до того, що навіть виділені міжнародними ФІР кошти на підтримку українських проєктів регулярно не вибираються. Це стосується можна зазначити навіть щодо фінансових програм із МВФ.

Таким чином, організація співпраці з міжнародними фінансовими інститутами розвитку через вітчизняні інститути розвитку в рамках та напрямах, визначених національними програмами економічного розвитку та узгоджених на рівні політики регулювання фінансової відкритості країни, відкриває вагомі перспективи забезпечення раціоналізації фінансової відкритості та максимізації позитивного впливу припливу іноземного капіталу та фінансової допомоги на формування умов продуктивного економічного зростання.

Підтвердженням необхідності впровадження національних інститутів розвитку слугує і поширення схвального до них відношення з боку МФО, які до початку ГФК висловлювали до них скептичне ставлення. Така зміна ставлення підтверджує концептуальну трансформацію інституційних поглядів на доцільність реалізації політики регулювання МПК, яку можна сформулювати як необхідність посилення раціоналізації вільного руху МПК в інтересах економічного розвитку.

На нинішньому етапі раціоналізація фінансової відкритості економіки України за участі НФІР полягає в інтенсифікації залучення інвестиційних коштів МФІР за проєктами соціально-економічного розвитку із перспективою нівелювання існуючих прогалин інституціонального середовища фінансового сектора та акцентуацією на забезпеченні розробки та обґрунтуванні міжнародних інвестиційних проєктів в Україні. Забезпечення раціонального підвищення фінансової відкритості економіки України за таким напрямом потребує створення та відновлення належного функціонування комплексу спеціалізованих національних фінансових інститутів розвитку із належним нормативно-правовим забезпеченням, із визначеними межами незалежності та пріоритетом соціальних цілей, перманентною увагою уряду, залученням їх до виконання державних програм та запровадження якісної системи контролю ефективності їх функціонування.

Численні спроби створення відповідних інститутів в Україні – УБРР, ДІУ, ЕКА – тощо виявилися неспроможними, оскільки були зосереджені одразу на функції перерозподілу фінансових ресурсів, отриманих від держави, в умовах несформованого інституціонального середовища. Позбавлені інституційної спроможності та незалежності ці інститути втілювали контрпродуктивні ініціативи на корупційних засадах, припинили діяльність та дискредитували ідею інститутів розвитку.

Натомість функція перерозподілу фінансових ресурсів повинна виконуватися цими інститутами на другому етапі їх діяльності. Перший етап повинен полягати у забезпеченні формування інституціональних основ продуктивного формування цільового сегмента (фінансового ринку, промислової галузі тощо): підвищення рівня довіри на ринку, ефективності захисту права власності, інтересів учасників, інформаційного забезпечення, зміцнення конкуренції, посилення ролі саморегулівних організацій.

Досягнення прогресу на цьому етапі може підкріплюватися співпрацею з міжнародними інститутами розвитку, які частково здійснюватимуть контроль за ефективністю використання свої коштів, а держава, за потребою, це гарантуватиме. Успішні результати співпраці з МФО забезпечать умови для повернення довіри до української економіки, покращення інвестиційних рейтингів та приваблення приватних іноземних інвесторів.

Світова фінансова криза 2008 р. призупинила розгортання глобалізаційних процесів, але не перекреслила їх значення. Особливості реалізації сучасних економічних відносин, що проявляються, зокрема, через розвиток засобів комунікацій та транспорту, концентрацію фінансових ресурсів, розширення доступу до товарних ринків, зумовлюють доцільність подальшої інтеграції національної економіки у світову економічну систему. Позитивним наслідком кризи стала можливість взяти певну паузу і переосмислити існуючі підходи, оцінивши їх відповідність отриманим результатам. Представлені у роботі результати узагальнення теоретичного базису, на якому ґрунтується підхід до корисності фінансової відкритості, дають підстави висловити кілька важливих зауважень щодо його обґрунтованості.

На противагу класичним та неокласичним підходам, які опосередковували міжнародний рух капіталу інтересами міжнародної торгівлі та економічної динаміки, парадигма фінансової лібералізації, що апелювала до неоліберальних підходів і ґрунтувалась на припущенні, що вільний рух капіталу сам може виступити чинником підвищення загальної факторної продуктивності, тобто продуктивного економічного зростання. Другим припущенням стало позиціонування фінансових ринків як інститутів, що забезпечують продуктивну алокацію залученого капіталу і тим самим формують напрями економічного зростання. Цьому посприяв процес поглиблення фінансіалізації, за якого фінанси самі перетворювались на індустрію, посилюючи відрив від реального сектора економіки. Суперечливий характер реалізації цих припущень на практиці значною мірою обмежив позитивні ефекти фінансової відкритості для економік країн, що розвиваються.

Обмеженим слід визнати і підхід до визначення фінансової відкритості з виключно регуляторної точки зору як бажаний кінцевий стан фінансової системи, де відсутні нормативні обмеження на рух міжнародних потоків капіталу. Натомість фінансову відкритість слід розглядати як систему інституційних відносин, що визначають особливості транскордонного руху фінансового капіталу і змінюються під впливом регуляторних політик, макроекономічної динаміки та розвитку інституціонального середовища. При цьому динаміка рівня фінансової відкритості може виступати як індикатором залучення країни до процесу фінансової глобалізації, так і елементом регулювання впливу потоків капіталу на економічне зростання окремої країни.

Тому науково-методичні підходи до оцінки рівня фінансової відкритості доцільно розвивати через компаративний аналіз нормативно-правового регулювання (відкритість «де-юре»), динаміки реальних обсягів двосторонніх потоків капіталу (відкритість «де-факто») та оцінок легкості ведення бізнесу, що відображають сприйняття рівня фінансової відкритості суб'єктами господарювання. В такій композиції оцінок розбіжності у динаміці цих параметрів характеризують рівень інституційної спроможності держави у забезпеченні проведення політики фінансової лібералізації в інтересах економічного розвитку.

Детермінація взаємозв'язків фінансової відкритості та розвитку транзитивних економік дозволяють визначити основні суперечності впливу політики фінансової відкритості на розвиток транзитивних економік, що полягають у переважанні проявів контрпродуктивних ефектів через накопичення чинників системного ризику, зокрема підвищення волатильності та концентрації фінансових ринків, надмірної валютизації, розгортання кредитних бумів та втечі капіталу, при обмежених проявах продуктивних ефектів у вигляді розширення та здешевлення фінансово-ресурсної бази, диверсифікації ризику ліквідності банківської системи, інвестиційної підтримки наздоганяючого економічного розвитку.

При цьому момент макроекономічної динаміки виступає визначальним чинником припливу капіталу по відношенню до спреду дохідності капіталу, нормативної фінансової відкритості та рівня інституціонального розвитку. Це дає підстави визначити вплив іноземних інвестицій, у т.ч. і прямих, як таких, що у випадку малих сировинних економік здатні поглибити наявні економічні процеси, але обмежено стимулюють наздоганяючий розвиток, переважно концентруючись на високодохідних ринках фінансових активів, підприємствах первинного сектора економіки та високонадійних інструментах державного боргу. Таким чином фінансова відкритість фіксує наявну структуру економіки, посилює структурні диспропорції та проциклічний вплив і формує системні загрози фінансової нестабільності.

Окрім обмеженого впливу на економічне зростання, приплив іноземного капіталу в умовах недорозвиненого інституціонального середовища транзитивних економік не вирішує проблему розвитку конкуренції та вирівнюванню інформаційної асиметрії. За високого рівня ринкової концентрації, притаманної транзитивним країнам, залучення широкого кола приватних іноземних інвесторів, які могли б посилити конкуренцію, ускладнене і тому переважно відбувається прихід великих іноземних фінансових компаній та банків. У короткостроковому періоді це певним

чином знижує рівень ринкової концентрації, проте у довгостроковому періоді фіксує її, посилюючи переваги іноземних установ, і обмежує подальший розвиток фінансової інклюзії та інтермедіації на національних фінансових ринках.

Разом із тим приплив МПК в умовах нерегульованої фінансової відкритості здатний формувати проциклічний вплив через канали накопичення зовнішньої заборгованості, посилення структурно-функціональної деформації фінансового сектора, підтримки зростання цін на фінансові активи та коливання курсу національної валюти. Проциклічний характер впливу через зазначені канали формує чинники системного ризику фінансової нестабільності економіки.

Детермінація зазначеного взаємозв'язку пояснює особливості динаміки реальної фінансової відкритості країн ЦСЄ з її синхронними сплесками та спадами, що визначалися переважно глобальними та регіональними трендами руху міжнародного капіталу та визначальним впливом інтеграційного фактора, що проявився за перспективи прискореного вступу низки країн ЦСЄ до ЄС та очікування повторення цього шляху іншими країнами. Взаємопов'язаність економік одного регіону, визначена паралельним процесом трансформації економічних систем, наявністю попередніх економічних зав'язків, культурно-географічною близькістю, що забезпечує переваги отримання інформації і комунікації, спільним інтеграційним вектором та еквівалентними конкурентними можливостями, обумовлює доцільність узгодження між ними економічної політики у сфері зовнішньоекономічних та фінансових відносин, створення регіональної політики запобігання фінансовим кризам, що може стати важливим етапом поглиблення фінансової інтеграції.

Компаративний аналіз динаміки нормативної фінансової відкритості транзитивних економік, що відповідають політичному процесу фінансової лібералізації та динаміки реальних обсягів руху МПК, показує обмежену залежність реальних потоків капіталу від параметрів фінансової відкритості. Попри те, що фінансова відкритість країн ЦСЄ протягом 1990-х років зросла у 4–5 разів, приріст іноземних інвестицій у регіон відповідним чином активізувався лише з 2003 р. Асинхронність руху МПК та фінансової відкритості країн ЦСЄ пояснюється, зокрема, тим, що для країн із транзитивними економічними системами чинниками приваблення ПІІ насамперед виступають природні ресурси та найбільш прибуткові сектори економіки з обмеженим потенціалом конкуренції. Відповідно, секторами, що

притягують найбільше ПІІ, в таких економіках виступають: видобуток ресурсів, АГП, енергетика, торгівля, фінансовий сектор.

Особливості руху України до фінансової відкритості є типовими для інших транзитивних економік країн ЦСЄ. Попри помітну фінансову лібералізацію в умовах приватизаційних процесів 1990-х років, відчутний приплив іноземного капіталу в Україну відбувся лише з початком висхідного етапу економічної динаміки, зміцненням банківського ринку та зняттям заборони на валютне кредитування. Наслідки раптового припливу великих обсягів капіталу, скомпонованого міжбанківськими кредитами, ПІІ, ПІ та тіньовими потоками, що сягнули у 2008 р. 25% ВВП, мали обмежені продуктивні ефекти у вигляді розширення та здешевлення кредитної пропозиції на банківському ринку. Натомість частка іноземного капіталу в структурі джерел капітальних інвестицій практично залишилася на рівні 4%, а частка банківських кредитів у структурі капітальних інвестицій зросла лише до 17%.

Значно більшою мірою проявилась низка контрпродуктивних ефектів, зокрема, порушення балансу внутрішніх інвестицій та заощаджень, що призвело до екстенсивного проциклічного фінансування споживчого попиту, переважно в імпортному сегменті, зростання зовнішньої заборгованості, накопичення чинників системного ризику фінансової нестабільності через підвищення рівня валютизації, фінансування цінової «бульбашки» на ринку нерухомості, структурно-функціональної деформації фінансового сектора та обмеження монетарної незалежності. Наочним проявом непродуктивної алокації МПК в умовах неконтрольованої фінансової відкритості України став кредитний бум 2005–2008 рр., значною мірою підігрітий проциклічною компонентою зовнішнього фінансування.

Практика України наочно підтверджує тезу про те, що мала, відкрита для торгівлі економіка в умовах слабкої інституційної спроможності та відсутності спеціалізованої політики зазнає посиленого впливу непродуктивних ефектів іноземного капіталу. Характерною ознакою слабкої інституційної спроможності регуляторів виступає розрив динаміки нормативної та реальної фінансової відкритості, за якого, при формальній закритості, динаміка руху потоків капіталу в Україну інколи перевищувала середній рівень країн ЦСЄ, що увійшли до ЄС. Наслідком кризових подій 2008 р. в умовах неконтрольованої фінансової відкритості стало формування залежності внутрішньої фінансової стабільності від зовнішнього фінансування.

У транзитивних економіках негативні тенденції фінансової відкритості посилює феномен втечі капіталу, що має два основні прояви. Перший – це перманентний вивіз капіталу, до якого призводить недоформоване інституціональне середовище фінансового сектора та значна частка капіталу, отриманого нелегальним шляхом. Другий – це «втеча» капіталу при зміні економічного тренду в країні. Вирішення проблеми непродуктивного нелегального відпливу капіталу перебуває у площині поєднання адміністративно-регуляторних та ринкових заходів у рамках комплексної державної політики, що включають інструменти монетарного, фіскального та макропруденційного регулювання. Обмеження відпливу капіталу на довгостроковій основі вимагає удосконалення фіскальної політики, розвитку інституціонального середовища фінансового сектора країни, зокрема, захисту інтересів та права власності учасників, використання інструментів хеджування юридичних та ринкових ризиків, посилених заходів моніторингу та контролю.

Результати теоретико-методологічного узагальнення особливостей економічного впливу МПК в умовах фінансової відкритості на економіки, що розвиваються, у т.ч. транзитивного типу, дає підстави говорити про доцільність формування політики регулювання фінансової відкритості на перманентній основі, що, на відміну від існуючої політики поетапного проведення фінансової лібералізації, більшою мірою відповідає потребам стійкого зростання транзитивних економік через підпорядкування зміни рівня фінансової відкритості поточним процесам макроекономічної динаміки з урахуванням потенційного впливу потоків капіталу та наявним характеристикам інституціонального середовища фінансового сектора. У рамках такої політики рух економіки до фінансової відкритості повинен бути підпорядкований темпам формування повноцінного у функціональному сенсі фінансового сектора країни.

З відходом від неоліберального концепту перманентного руху до фінансової відкритості та сприйняття її як динамічного параметра макроекономічного регулювання, проблема забезпечення фінансової стабільності відкритої економіки перетворюється на завдання пошуку балансу в системі фінансової інтеграції – фінансової стабільності. Основний принцип організації системи регулювання фінансової відкритості полягає у розвитку системи інституційних відносин, пов’язаних із транскордонними фінансовими трансакціями в основних їх проявах, таких як міжнародне кредитування, інвестиції, обмін валюти, тіньові потоки

капіталу тощо. При цьому основою забезпечення фінансової стабільності відкритої транзитивної економіки виступає адекватна макроекономічна політика та політика інституційного розвитку фінансового сектора країни як необхідні передумови продуктивного руху до фінансової інтеграції.

Концептуальні основи формування політики регулювання фінансової відкритості полягають в узгодженні макроекономічної, фіскальної, монетарної, валютно-курсової політики в рамках макропруденційного регулювання та використання інструментів контролю за міжнародними потоками капіталу в інтересах забезпечення стійкості фінансової системи до екзогенних шоків. Пріоритетами при цьому виступають забезпечення стійкого економічного зростання та підвищення інклюзії іноземних інвестицій через фінансові інститути розвитку в межах реалізації визначених державою програм структурних економічних реформ та розвитку, а також підтримки експорту капіталу з метою розширення ринків збуту національної продукції та отримання доступу до нових технологій при обмеженні нецільових короткострокових потоків, мінімізації валютного ризику.

Монетарний регулятор у країні з транзитивною економікою може відігравати провідну роль у реалізації політики контролю за МПК, зосереджуючи свої зусилля у сфері валютного регулювання та пруденційного нагляду за банківським ринком. При цьому валютне регулювання виступає дієвим інструментом впливу на МПК, оскільки валютний ринок транзитивної економіки, що зберегла національну валюту, є вузьким місцем, через яке проходять майже всі види МПК. Проте тільки монетарна політика не може забезпечити повноцінне управління МПК в умовах фінансової відкритості, адже заходи з монетарного регулювання можуть нівелюватися тенденціями руху капіталу. Тому монетарна політика повинна бути інтегрована в макроекономічну політику в рамках макропруденційного підходу.

Послідовність застосування інструментарію регулювання фінансової відкритості полягає у запровадженні адміністративних заходів на перших етапах впливу екзогенних шоків із короткостроковими цілями тимчасової стабілізації фінансової системи для наступного розгортання програм структурної перебудови економіки та забезпечення відповідної макроекономічної політики. Паралельно потрібно здійснити перехід до використання на перманентній основі макропруденційних інструментів контролю та регулювання МПК як елементу політики регулювання

фінансової відкритості. Забезпечення реалізації політики регулювання фінансової відкритості потребує узгодження заходів політики контролю за МПК між монетарними та фіскальними регуляторами в рамках макропруденційної політики, доповненої функціоналом валютного регулювання, комунікаційної політики, «фінтехінновацій», діяльністю інститутів інклюзивного розвитку.

Політика регулювання фінансової відкритості повинна спиратись на систему індикаторів, які сприяють пошуку балансу між потенційними перевагами вільного руху потоків капіталу та загрозами накопичення чинників системного ризику. Як параметри, що визначають доцільність поглиблення або обмеження фінансової відкритості транзитивної економіки, передусім слід орієнтуватись на індикатори співвідношення динаміки приросту внутрішніх інвестицій та заощаджень, індекс промислового виробництва, сальдо поточного рахунку платіжного балансу, індикатори ефективності фінансового сектора у залученні та алокації фінансових ресурсів. Ризикову групу індикаторів, що відображають непродуктивні ефекти фінансової відкритості, внаслідок якої зростає інфляція, а не реальний сектор економіки, становлять ознаки розгортання кредитного буму та цінової «бульбашки» на ринку нерухомості.

З огляду на наявні умови фінансової нестабільності, сформовані відкритим та сировинним характером економіки та недорозвиненим інституціональним середовищем фінансового сектора, для України запровадження політики контролю за рухом МПК становить питання національної безпеки. 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.

Одним із важливих напрямів політики регулювання фінансової відкритості економіки України виступає інтенсифікація залучення інвестиційних коштів міжнародних фінансових організацій за проєктами соціально-економічного розвитку через усунення існуючих прогалин інституціонального середовища фінансового сектора та акцентуацію на забезпеченні розробки та обґрунтуванні міжнародних інвестиційних проєктів в Україні. Забезпечення раціонального підвищення фінансової відкритості економіки України за таким напрямом потребує належного функціонування системи спеціалізованих національних фінансових інститутів розвитку із належним нормативно-правовим забезпеченням, визначеними межами

незалежності з одночасним пріоритетом соціальних цілей, залученням їх до організації фінансування державних програм та запровадженням якісної системи контролю за ефективностю їх функціонування.

ДОДАТКИ

Додаток А

Узагальнення напрямів та результатів наукових досліджень проблеми ідентифікації впливу фінансової відкритості на економічне зростання

#	Автор, назва	Напрям та результати дослідження
1	Brechner R., Diaz-Alejandro C. (1977). **Tariffs, Foreign Capital, and Immiserizing Growth**	Для невеликої країни, що застосовує тарифи в рамках стандартної двофакторної моделі міжнародної торгівлі та імпортує капіталомісткі товари, залишаючись не повністю спеціалізованою, приплив капіталу повинен знижувати добробут такої країни, припускаючи, що іноземний капітал отримує повну (неоподатковувану) вартість його граничного продукту. Однак за інших обставин приплив може мати різні наслідки для добробуту.
2	Feldstein, M., Horioka C. (1979). **Domestic Saving and International Capital Flows**	У період 1960–1974 рр. у 21 країні ОЕСР відношення динаміки частки заощаджень до внутрішніх інвестицій зберігало щільний кореляційний зв'язок, що свідчить про обмежену фінансову інтеграцію.
3	Lucas, R. (1990). **Why doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries?**	Виявив, що всупереч вищий у 58 разів дохідності капіталу в Індії, ніж у США, капітал обмежено перетікає на ринки Індії.
4	Calvo G., Leiderman L., Reinhart C. (1993). **Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America: the role of external factors**	На підставі аналізу припливів капіталу в Латинську Америку у 1980–1990-х роках виявлено дію міжкраїнових чинників у вигляді різної економічної динаміки та відсоткових ставок, тим самим обґрунтовано наявність зовнішніх push-факторів руху МПК. Відзначають можливість майбутнього відпливу капіталу і відповідну вразливість економік Латинської Америки.
5	Alesina, A., Grilli, V., & Milesi-Ferrett, G. M. (1993). **The political economy of capital controls**	На підставі аналізу практики 20 країн ОЕСР за період 1950–1989 рр. робиться висновок про відсутність негативного впливу від наявності контролю за МПК на економічне зростання і позитивний вплив на повільніше накопичення держборгу. Заходи контролю за МПК частіше запроваджують «сильні» уряди, а незалежні центробанки цьому перешкоджають.
6	Obstfeld, M. (1994). **Risk-Taking, Global Diversification, and Growth**	На підставі даних світової статистики споживання в роботі стверджується, що фінансова інтеграція сприяє підвищенню заможності країн, підвищуючи її інколи в декілька разів.
7	Bekaert G., Harvey C. (1995). **Time-Varying World Market Integration**	Вимірювали фінансову відкритість на підставі різниці дохідності акцій на міжнародних фондових ринках. Виявили обмежені ознаки підвищення фінансової інтеграції в межах окремих країн.
8	Fernandez-Arias, E., & Montiel, P. J. (1996). **The surge in capital**	На підставі аналізу випадків припливу великих обсягів капіталу в країни, що розвиваються, узагальнили низку чинників, що діють на стороні країни-реципієнта та можуть

#	Автор, назва	Напрям та результати дослідження
	inflows to developing countries: an analytical overview	бути детерміновані, як pul-фактори руху МПК. Чим вищий ступінь мобільності капіталу, тим більшим буде накопичення резервів унаслідок політики стерилізації. Відзначали обмежену ефективність заходів регулювання МПК.
9	Balasubramanyam, V. N., Salisu, M., & Sapsford, D. (1996). **Foreign direct investment and growth in EP and IS countries**	За результатами аналізу 46 країн, що розвиваються, підтверджено, що позитивний вплив від ПІІ більшою мірою помітний у тих країнах, які проводять політику стимулювання експорту, а не імпортозаміщення.
10	Quinn D. (1997). **The Correlates of Change in International Financial Regulation**	На підставі аналізу кореляції рівня фінансової відкритості та економічного зростання 64 країн протягом 1960–1989 виявлено позитивний зв'язок із економічним зростанням.
11	Oks D., Polastri R., Claessens S. (1999). **Capital flows to Central and Eastern Europe and the former Soviet Union**	На підставі аналізу макропоказників 25 країн ЦСЄ показана наявність взаємозв'язку МПК, МВР, індексу якості реформ, дефіциту бюджету та відсоткових ставок.
12	Edwards, S. (1998). **Openness, productivity and growth: what do we really know?**	На підставі індексів торгівлі у 93 країнах підтверджується думка про те, що зростання загальної факторної продуктивності в більш відкритих економіках відбувається швидше. Питання, пов'язані з визначенням причинно-наслідкових зв'язків, залишаються поки що відкритими.
13	Rodrik, D. (1998). **Who needs capital-account convertibility?**	На підставі аналізу приросту ВВП за ПКС, інвестицій та інфляції у 100 країнах за період 1975–1989 рр. не виявлено кореляції швидших темпів приросту та нижчих темпів інфляції з відсутністю обмежень за операціями по капітальному рахунку.
14	Le H.-G. (2000). **Financial openness and financial integration**	На підставі аналізу 15 економік Тихоокеанського регіону показано, що фінансова відкритість безпосередньо не зумовлює зростання. Фінансова відкритість є проміжною стадією на шляху до фінансової інтеграції. На відміну від торговельної відкритості, фінансова відкритість не гарантує фінансової інтеграції.
15	Henry, P. B. (2000). **Do stock market liberalizations cause investment booms?**	На прикладі 11 країн, що розвиваються, виявлено, що у дев'яти з них середній темп приросту приватних інвестицій за три роки, безпосередньо після лібералізації фондового ринку, перевищує середню вибірку на 22 в.п.
16	Stiglitz, J. E. (2000). **Capital market liberalization, economic growth, and instability**	На підставі узагальнення результатів досліджень обґрунтовано доцільність запровадження обмежень на короткострокові МПК.
17	McKenzie, D. J. (2001).	У роботі виявлено, що обмеження на платежі за поточним

#	Автор, назва	Напрям та результати дослідження
	The impact of capital controls on growth convergence	рахунком згубно впливають на темпи наздоганяючого зростання за реальним ВВП на душу населення. З іншого боку, інші заходи контролю за капіталом суттєво на зростання не вплинули. Ключовим висновком є важливість врахування ефектів взаємодії між контролем капіталу та відкритістю, а також між контролем капіталу та початковим реальним ВВП на душу населення.
18	Garibaldi P., Mora N., Sahay R., Zettelmeyer J. (2001). **What moves capital to transition economies?**	На підставі регресійного аналізу показників 26 транзитивних економік у 1992–1999 рр. показано, що ПІІ залежать від стандартних макропоказників, включно з реформами, фінансовою відкритістю, тоді як ПІ переважно залежать від інституційних параметрів – індикаторів захисту права власності, розвиненої інфраструктури фондового ринку.
19	Quinn D., Inclan C., Toyoda A. (2001). **How and where capital account liberalization leads to economic growth**	На підставі аналізу п'ятирічних інтервалів 80 країн протягом 1950–1997 рр. виявлено, що лібералізація рахунку капіталу чинить надійний і прямий вплив на подальше економічне зростання в більшості країн, однак у країнах зі слабкими ринковими інститутами такий зв'язок відсутній. У таких країнах є достатньо підстав бути обережними з лібералізацією.
20	Reisen H., Soto M. (2001). **Which types of capital inflows foster developing-country growth?**	На підставі панельного аналізу даних, що охоплює 44 країни за період 1986–1997 рр. обґрунтовується, що країни, що розвиваються, не повинні покладатися лише на національні заощадження, а навпаки, повинні заохочувати прямі та портфельні інвестиції, щоб стимулювати довгострокові перспективи зростання. ПІІ та ПІ корелюють з економічним зростанням, проте банківське іноземне кредитування корелює зі зростанням тільки за умови належної капіталізації банківської системи.
21	Agenor Pierre-Richard (2001). **Benefits and costs of international financial integration: theory and facts**	Практичний вплив МПК на диверсифікацію фінансових ризиків у країнах, що розвиваються, мінімальний, вони отримують доступ до міжнародних ринків капіталу тільки в хороші часи. Тільки ПІІ викликають певне (невелике) пожвавлення економічної динаміки.
22	Edison H., Levine R., Ricci L., Sløk T. (2002). **International financial integration and economic growth**	Дослідження впливу міжнародної фінансової інтеграції на економічне зростання та оцінки залежності взаємозв'язку від рівня економічного розвитку, фінансового розвитку, розвитку правової системи, корупції уряду та макроекономічної політики. Використовуючи дані для 57 країн, автори не змогли відкинути нульову гіпотезу про те, що міжнародна фінансова інтеграція не прискорює економічне зростання.
23	Bekaert G., Harvey C., Lumsdaine R. (2002). **Dating the integration**	На основі пошуку розривів у рядах даних показників фондових ринків країн, що розвиваються, на інтервалі 1977–1996 рр. зроблено спробу виявити ознаки впливу

#	Автор, назва	Напрям та результати дослідження
	of world equity markets	інтеграційних процесів. Виявлено, що процеси зростання обсягів фондових ринків, їх волатильність, зниження відсоткових ставок виникають із запізненням по відношенню до заходів лібералізації, що підкреслює вагому відмінність між фінансовою відкритістю та фінансовою інтеграцією.
24	Gourinchas, P. O., & Jeanne, O. (2002). **On the benefits of capital account liberalization for emerging economies**	Лібералізація рахунків за капіталом не може бути універсальною умовою зростання, оскільки деякі країни, наприклад Корея, зростали із відносно закритими рахунками капіталу. Однак порівняльні приклади досліджень можуть показати, що для деяких країн, певні стратегії фінансової лібералізації могли мати певний позитивний вплив, отже доцільно аналізувати окремі випадки лібералізації, а не узагальнені системи.
25	Eichengreen B., Leblang D. (2003). **Capital account liberalization and growth: was Mr. Mahathir right?**	На основі двох панелей історичних даних: для 21 країни за 1880–1997 рр. і для 47 країн за 1971–1995 рр. зроблено спробу обґрунтувати відсутність переконливих даних щодо позитивного впливу відкритості на економічне зростання таким чином, що вони урівноважуються негативним впливом під час фінансових криз. Оскільки вразливість до криз відмінна в різних країнах, вплив лібералізації капітальних рахунків на зростання залежить від контексту.
26	Stiglitz J. (2004). **Capital-market Liberalization, Globalization, and the IMF**	Не підтверджується наявність позитивного впливу фінансової глобалізації і підкреслюється шкідливість лібералізації короткострокових МПК. Аналізується підхід МВФ з точки зору помилок політики лібералізації і того, чому лібералізація ринку капіталів так часто призводила до посилення економічної нестабільності, а не зумовлювала економічне зростання.
27	Edison H., Klein M., Ricci L., Sløk, T. (2004). **Capital account liberalization and economic performance: survey and synthesis**	Порівнюються заходи контролю за рахунками капіталу, з точки зору інтенсивності. Показано, що із додаванням до факторної моделі інституційних параметрів значимість відкритості рахунків за капіталом зникає. Крім того, показано, що відхід від лінійної залежності дає можливість отримати більш однозначні результати.
28	Alfaro L., Chanda A., Kalemli-Ozcan S., Saye, S. (2004). **FDI and economic growth: the role of local financial markets**	На підставі аналізу даних 1975–1995 рр. щодо різних зв'язків між ПІІ, фінансовими ринками та економічним зростанням показано, що лише ПІІ відіграють неоднозначну роль у сприянні економічному зростанню. Країни з добре розвиненими фінансовими ринками значно більше виграють від припливу ПІІ.
29	Bekaert, G., Harvey, C. R., & Lundblad, C. (2006). **Growth volatility and financial liberalization**	На підставі аналізу впливу наслідків лібералізації ринку цінних паперів та операцій по рахунку з капіталом виявлено їх помітну кореляцію з приростом обсягів споживання. Фінансова лібералізація позитивно впливає на вирівнювання волатильності обсягів споживання.

#	Автор, назва	Напрям та результати дослідження
30	Klein M. (2005). **Capital account liberalization, institutional quality and economic growth: theory and evidence**	На основі моделі, побудованої за даними 71 країни, показано можливість перевернутого U-зв'язку між чутливістю зростання до лібералізації рахунку капіталу та якості інститутів. Приблизно чверть країн, які мають кращі (але не найкращі) інститути, демонструють статистично значущий вплив відкритості рахунку капіталу на економічне зростання.
31	Carkovic M., Levine R. (2005). **Does foreign direct investment accelerate economic growth?**	На підставі узагальнення семи періодів за 1960–1995 рр. за оновленими базами даних виявлено, що приплив ПІІ не чинить прямого впливу на економічне зростання.
32	Mody A., Murshid A. (2005). **Growing up with capital flows**	На підставі вивчення даних для 60 країн, що розвиваються, за 1979–1999 рр. виявлено, що у 1990-х роках, навіть коли внаслідок лібералізації залучалося більше МПК, їх приплив стимулював менше внутрішніх інвестицій, ніж у 1980-х роках. При більшій фінансовій інтеграції уряди накопичували більше МВР, а резиденти диверсифікувались за рахунок інвестицій за кордон. Іноземні інвестори також були мотивовані диверсифікаційними, а не інвестиційними цілями. Однак більша інституційна спроможність регуляторів зміцнювала зв'язок між МПК та внутрішніми інвестиціями.
33	UNCTAD (2005). **Trade & Development Report** (United Nations)	ПІІ не мають визначеного впливу на розвиток економіки.
34	Chinn, M., Ito H. (2006). "**What matters for financial development? Capital controls, institutions, and interactions**	Використовуючи панель, що охоплює 108 країн за період 1980–2000 рр. показано, що більш високий рівень фінансової відкритості стимулює розвиток ринку акцій лише за умови досягнення порогового рівня розвитку нормативно-правового середовища. Відкритість торгівлі є необхідною умовою лібералізації руху капіталу, тоді як розвиток банківської системи є необхідною умовою розвитку ринку акцій.
35	Aykut, D., & Sayek, S. (2007). **The role of the sectoral composition of foreign direct investment on growth**	Використовуючи дані 1990–2003 рр., показано, що хоча обсяги ПІІ позитивно впливають на економічне зростання, той сектор, на які припадають ПІІ, також має важливе значення. Якщо більша частка ПІІ припадає на промисловий сектор, це позитивно впливає на економічне зростання. Якщо більша частка ПІІ припадає на первинний сектор або сферу послуг, тоді це негативно впливає на економічне зростання.
36	Gourinchas P., Jeanne O. (2006). **The elusive gains from international financial integration**	З використанням каліброваної неокласичної моделі показано, що приріст від переходу від фінансової автаркії до ідеальної мобільності капіталу приблизно еквівалентне 1% постійному зростанню внутрішнього споживання для типової країни, що не є членом ОЕСР, і супроводжується

#	Автор, назва	Напрям та результати дослідження
		зменшенням внутрішньої продуктивності.
37	Ranciere, R., Tornell, A., Westermann, F. (2006). **Decomposing the effects of financial liberalization: Crises vs. growth**	Представлена декомпозиція ефектів фінансової лібералізації на економічне зростання та на виникнення криз. Емпіричні висновки показують, що прямий вплив фінансової лібералізації на зростання значно переважає непрямий ефект через більшу схильність до кризи.
38	M. Kose, E. Prasad, Rogoff K., Wei S. (2006). **Financial Globalization: A Reappraisal**	Підтверджено відсутність емпіричних даних щодо прямого позитивного впливу фінансової відкритості на економічне зростання. Разом із тим обґрунтовано припущення, що переваги від фінансової відкритості мають непрямий характер і реалізуються через розвиток інститутів фінансових ринків. На мікрорівні позитивний зв'язок проявляється більш наочно. Заперечується зв’язок фінансової лібералізації з глибокими кризами.
39	Kose M., Prasad E., Taylor A. (2009). **Thresholds in the process of international financial integration**	Обґрунтовано неспроможність досліджень, заснованих на регресіях показників зростання, виявити позитивні наслідки фінансової глобалізації. Відтак узагальнено напрями досягнення фінансової відкритості та порогові значення інститутів для отримання від неї преваг.
40	Klein M., Olivei G. (2008). **Capital account liberalization, financial depth, and economic growth**	На підставі аналізу даних за періоди 1986–1995 рр. та 1976–1995 рр. показано значимий вплив відкритих рахунків капіталу на фінансову глибину та економічне зростання. Країни, що мають відкриті рахунки капіталу, мали значно більшу фінансову глибину та за двадцятирічний період більше економічне зростання. Однак ці результати значною мірою визначаються розвиненими країнами, що входять до вибірки. Стосовно країн, що розвиваються, такі дані переважно не підтверджуються.
41	Rodrik D., Subramanian A. (2009). **Why did financial globalization disappoint?**	На противагу осучасненим підходам щодо переваг фінансової лібералізації для розширення пропозиції ресурсів у країнах, що розвиваються, відзначено, що такі країни більше потерпають не від обмежених заощаджень, а від обмежених напрямів для інвестицій, а приплив МПК поглиблює цю проблему через зміцнення курсу та зменшення дохідності наявних інвестиційних проєктів.
42	Combes J.-L., Plane P., Kinda T. (2011). **Capital Flows and their Impact on the Real Effective Exchange Rate**	На підставі даних 42 країн проаналізовано вплив різних видів МПК на економіку. Зроблено висновок, що ПІ, ПІ та банківські кредити є волатильними потоками і сприяють зміцненню РЕОК. Грошові перекази менше впливають на зміцнення РОЕК і швидше є контрциклічними МПК. Підвищення гнучкості обмінного курсу обмежує темпи його зміцнення в умовах припливу МПК.
43	Mirdala R., Svrcekova A., Semanckova J.	Дослідження зв’язку фінансової інтеграції та флуктуацій випуску за 40 років на прикладі країн розвинених та тих,

#	Автор, назва	Напрям та результати дослідження
	(2015). **On the Relationship between Financial Integration, Financial Liberalization and Macroeconomic Volatility**	що розвиваються. Виявлено, що фінансова інтеграція мала суттєвий вплив на коливання обсягу виробництва. Зв'язок сильніший у країнах, що розвиваються.
44	Estrada G., Park D., Ramayandi A. (2015). **Financial Development, Financial Openness, and Economic Growth**	Загалом фінансова відкритість та поглиблення фінансового сектора позитивно впливають на економічне зростання, але в країнах, що розвиваються, цей зв'язок є слабшим, а волатильність факторів вища. При цьому вплив фінансової відкритості на зростання нижчий у країнах з вищим рівнем фінансового розвитку, а ефект від фінансового розвитку на зростання, як правило, слабший у країнах з вищим ступенем фінансової відкритості.
45	Koepke R. (2019). **What drives capital flows to emerging markets? A survey of the empirical literature**	Емпіричні докази побудовані на основі визнання того, що рушії потоків капіталу змінюються в часі та в різних типах потоків капіталу. Драйвери класифікуються за допомогою традиційного розмежування драйверів push та pull, що продовжує слугувати корисною основою. Такі фактори, як загальне несприйняття ризиків та відсоткові ставки, мають найбільше значення для портфельного боргу та ПІІ, але дещо менше для банківських кредитів.
46	Gygli S., Haelg F., Potrafke N., Sturm, J. (2018). **The KOF globalisation index-revisited**	Представлено композитний (43 чинники) індекс оцінки рівня економічної глобалізації (політичної, економічної та соціальної) з 1970 років окремих країн за економічною, політичною та соціальною складовими. Відзначили обмежений двосторонній зв’язок між номінальною та реальною відкритістю економік.

Джерело: складено автором.

Додаток Б

Дані щодо вступу країн ЦСЄ до інтеграційних об'єднань

Країна	Інтеграція до ЄС	МВФ	ОЕСР
Болгарія	• Європейська Угода – 02.1995 р.; • заявка на членство у ЄС – 12.1995 р.; • Європейська угода про торгівлю – 03.1993 р.	Ратифікація VIII статті Статуту – 09.1998 р.	–
Латвія	• Європейська Угода – 02.1998 р.; • заявка на членство у ЄС – 10.1995 р.; • Угода про вільну торгівлю з ЄС – 07.1994 р.	Ратифікація VIII статті Статуту – 06.1994 р.	Дата вступу – 01.07.2016 р.
Литва	• Європейська Угода – 02.1998 р.; • заявка на членство у ЄС – 12.1995 р.; • Угода про вільну торгівлю з ЄС – 07.1994 р.	Ратифікація VIII статті Статуту – 05.1994 р.	Дата вступу – 05.07.2018 р.
Естонія	• Європейська Угода – 02.1998 р.; • заявка на членство у ЄС – 11.1995 р.; • Угода про вільну торгівлю з ЄС – 03.1992 р.	Ратифікація VIII статті Статуту – 08.1994 р.	Дата вступу – 03.06.2010 р.
Польща	• Європейська Угода – 02.1994 р.; • заявка на членство у ЄС – 04.1994 р.; • Угода про вільну торгівлю з ЄС – 03.1992 р.	Ратифікація VIII статті Статуту – 06.1995 р.	Дата вступу – 22.05.1996 р.
Словаччина	• Європейська Угода – 02.1995 р.; • заявка на членство у ЄС – 06.1995 р.; • Угода про вільну торгівлю з ЄС – 03.1992 р.	Ратифікація VIII статті Статуту – 10.1995 р.	Дата вступу – 14.12.2000 р.
Словенія	• Європейська Угода – 02.1999 р.; • заявка на членство у ЄС – 06.1996 р.;	Ратифікація VIII статті Статуту – 09.1995 р.	Дата вступу – 24.07.2010 р.
Угорщина	• Європейська Угода – 02.1994 р.; • заявка на членство у ЄС – 03.1994 р.; • Європейська угода про торгівлю – 03.1992 р.	Ратифікація VIII статті Статуту – 01.1996 р.	Дата вступу – 07.05.1996 р.
Румунія	• Європейська Угода – 02.1995 р.; • заявка на членство у ЄС – 06.1995 р.; • Європейська угода про торгівлю – 02.1993 р.	Ратифікація VIII статті Статуту – 03.1998 р.	–
Чехія	• Європейська Угода – 02.1995 р.; заявка на членство у ЄС – 01.1996 р.; • Європейська угода про торгівлю – 03.1992 р. • Членство в ЄС – 2000 р.	Ратифікація VIII статті Статуту – 10.1995 р.	Дата вступу – 21.12.1995р.
Україна	• Угода про Асоціацію – 2014 р.	Ратифікація VIII статті Статуту – 09.1992 р.	–

Джерело: складено автором на підставі офіційних даних інтеграційних об'єднань.

Додаток В

Дані щодо рівня фінансової відкритості «де-юре» країн ЦСЄ

Роки	CZE	EST	LTU	LVA	HUN	HRV	POL	ROU	SVK	SVN	UA
1995	0,42	0,88	0,88	0,78	0,17	0,34	0,42	0,00	0,17	0,17	0,17
1996	0,42	0,88	0,94	0,88	0,42	0,42	0,17	0,17	0,17	0,17	0,17
1997	0,42	0,94	1,00	0,94	0,42	0,42	0,17	0,17	0,17	0,42	0,00
1998	0,42	1,00	1,00	0,94	0,42	0,42	0,17	0,17	0,17	0,42	0,17
1999	0,42	1,00	1,00	0,94	0,42	0,42	0,17	0,17	0,17	0,42	0,17
2000	0,48	1,00	1,00	0,94	0,42	0,42	0,17	0,17	0,17	0,70	0,17
2001	0,82	1,00	1,00	0,94	0,76	0,42	0,17	0,17	0,17	0,70	0,17
2002	0,88	1,00	1,00	0,94	0,82	0,42	0,45	0,45	0,17	0,70	0,17
2003	0,94	1,00	1,00	1,00	0,88	0,70	0,45	0,51	0,45	0,76	0,17
2004	1,00	1,00	1,00	1,00	0,94	0,70	0,45	0,82	0,45	0,82	0,17
2005	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0,70	0,45	0,88	0,51	0,88	0,17
2006	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0,70	0,45	0,94	0,57	0,94	0,17
2007	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0,70	0,45	1,00	0,63	1,00	0,17
2008	1,00	1,00	0,94	1,00	1,00	0,70	0,45	1,00	0,69	0,94	0,17
2009	1,00	1,00	0,88	1,00	1,00	0,70	0,45	1,00	0,75	0,88	0,00
2010	1,00	1,00	0,82	1,00	1,00	0,70	0,45	1,00	0,75	0,82	0,00
2011	1,00	1,00	0,76	1,00	1,00	0,70	0,45	1,00	0,75	0,76	0,00
2012	1,00	1,00	0,70	1,00	1,00	0,70	0,45	1,00	0,75	0,70	0,00
2013	1,00	1,00	0,70	1,00	1,00	0,70	0,45	1,00	0,75	0,70	0,00
2014	1,00	1,00	0,70	1,00	1,00	0,70	0,45	1,00	0,75	0,70	0,00
2015	1,00	1,00	0,76	1,00	1,00	0,70	0,70	1,00	0,75	0,70	0,00
2016	1,00	1,00	0,82	1,00	1,00	0,70	0,70	1,00	0,75	0,70	0,00
2017	1,00	1,00	0,88	1,00	1,00	0,70	0,70	1,00	0,75	0,70	0,00

Джерело: Chinn, M. D. and H. Ito, The Chinn-Ito Index, http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm;

Додаток Г

Дані щодо рівня фінансової відкритості «де-факто» країн ЦСЄ

Роки	CZE	EST	LTU	LVA	HUN	HRV	POL	ROU	SVK	SVN	UA
1994	3,4	6,0	0,5	6,7	8,2	0,7	2,2	1,4	2,7	1,0	0,3
1995	6,2	6,6	7,4	4,9	16,3	0,5	3,6	2,3	5,2	2,7	0,6
1996	3,8	15,7	24,0	8,8	9,6	3,1	3,5	6,1	10,7	6,6	1,9
1997	2,8	22,6	16,7	16,8	14,3	5,2	4,8	7,1	14,5	5,8	6,6
1998	6,2	12,8	13,7	6,7	12,2	4,8	5,8	6,4	7,2	4,1	3,1
1999	10,8	14,7	14,3	8,6	15,0	7,1	4,6	7,0	3,5	5,7	3,0
2000	9,4	11,1	9,8	21,3	8,7	5,8	7,8	5,4	10,8	7,4	4,1
2001	10,3	15,0	11,4	14,0	11,4	11,0	3,9	6,5	12,3	10,4	3,7
2002	11,0	16,3	9,3	13,4	9,8	10,8	3,6	8,2	14,2	17,3	4,1
2003	4,4	19,0	18,9	16,2	12,7	11,5	4,7	6,7	7,9	13,4	9,3
2004	10,3	21,7	13,8	20,2	14,0	5,2	10,8	15,1	11,7	15,7	13,0
2005	14,9	63,1	23,2	18,1	43,0	13,7	9,8	15,3	25,5	27,7	16,5
2006	10,1	50,1	22,7	17,6	36,6	21,9	11,2	13,6	15,4	29,9	17,4
2007	14,4	36,1	28,9	23,8	52,1	17,5	9,6	14,2	18,8	34,2	22,1
2008	10,9	19,8	14,3	12,2	39,0	24,8	4,6	14,9	9,7	29,5	16,4
2009	9,5	28,3	15,0	10,8	9,4	12,7	8,8	7,2	13,5	33,3	5,7
2010	13,8	34,4	4,9	22,1	35,0	17,5	13,8	4,2	5,6	25,8	11,2
2011	8,0	34,5	8,3	25,0	20,4	23,6	8,7	4,4	9,7	21,3	7,8
2012	12,7	17,6	7,9	26,7	16,7	34,9	6,8	5,2	11,8	16,1	11,6
2013	15,9	11,4	7,8	21,3	8,5	13,0	1,7	8,2	11,9	21,8	8,7
2014	14,1	14,5	3,8	28,5	19,1	13,5	6,3	5,4	6,9	21,7	3,5
2015	10,7	9,9	9,6	30,4	16,4	13,6	6,2	6,7	6,8	20,7	8,6
2016	16,3	23,5	20,7	18,5	51,7	7,8	8,8	6,2	19,6	23,0	8,2
2017	17,3	23,8	5,0	21,9	21,8	16,1	4,5	7,1	24,7	16,2	6,9
2018	12,3	10,6	7,1	10,6	41,4	11,3	4,4	6,0	17,5	12,4	4,7

Джерело: розраховано автором на основі даних про двосторонні потоки капіталу World Development Indicators. URL: https://databank.worldbank.org/reports.aspx

Додаток Д

Дані для розрахунку індикаторів продуктивного впливу фінансової відкритості на економічне зростання

Дані для розрахунку індикатора співвідношення інвестицій та заощаджень

Роки	**Капітальні інвестиції,** *млрд грн*	**Валове заощадження,** *млрд грн*	**Індекс приросту КІ**	**Індекс приросту ВЗ**	**Співвідношення індексів КІ та ВЗ (IS)**
2002	46,6	62,6	1,29	1,21	**1,08**
2003	59,9	74,3	1,29	1,19	**1,08**
2004	89,3	109,8	1,49	1,48	**1,01**
2005	111,2	113,4	1,25	1,03	**1,21**
2006	149	127	1,34	1,12	**1,20**
2007	222,7	177,2	1,49	1,40	**1,07**
2008	272,1	197,5	1,22	1,11	**1,10**
2009	192,9	151,3	0,71	0,77	**0,93**
2010	189,1	197,7	0,98	1,31	**0,75**
2011	259,9	208,4	1,37	1,05	**1,30**
2012	293,7	198,7	1,13	0,95	**1,19**
2013	267,7	152,6	0,91	0,77	**1,19**
2014	219,4	183,6	0,82	1,20	**0,68**
2015	273,1	353	1,24	1,92	**0,65**
2016	359,2	483,4	1,32	1,37	**0,96**
2017	448,5	530,5	1,25	1,10	**1,14**
2018	578,7	541,8	1,29	1,02	**1,26**

Джерело: складено за даними ДССУ: Зведені національні рахунки. URL: http://www.ukrstat.gov.ua/operativ/operativ2005/vvp/znr/znr_u.htm

Дані для розрахунку індикатора інституційної спроможності фінансового сектора України (алокація фінансових ресурсів)

Роки	Кредити надані ДГ, *млрд дол США*	Кредити надані НФК, *млрд дол США*	Індекс перевищення темпів приросту кредитів ДГ над кредитами НФК	Коефіцієнт інтенсивності залучення заощаджень банками, *%*	Індекс концентрації банківського ринку України, *(ІНН)*
2002	0,7	7,0	1,39	30,5	382,3
2003	1,8	12,1	1,49	40,6	422,3
2004	2,8	13,9	1,35	28,0	445,9
2005	6,7	21,8	1,53	60,2	423,0
2006	16,2	31,8	1,66	52,8	426,5
2007	31,8	51,8	1,21	76,2	438,9
2008	45,3	71,6	1,03	60,6	487,8
2009	30,2	57,8	0,83	18,8	447,5
2010	26,5	63,4	0,80	55,9	437,5
2011	25,2	71,9	0,84	42,0	430,0
2012	23,5	75,7	0,89	44,1	470,0
2013	24,2	86,5	0,90	89,0	520,0
2014	15	57,5	0,93	26,0	490,0
2015	7,7	34,4	0,86	11,1	730,0
2016	6,3	31,7	0,89	22,5	910,0
2017	6,1	29,6	1,04	20,0	1180,0
2018	7,2	30,7	1,14	12,7	1210,0

Джерело: розраховано за даними НБУ (Кредити надані депозитними корпораціями / Показники фінансової діяльності. URL: https://bank.gov.ua/statistic/sector-financial/data-sector-financial#2fs) та ДССУ (Зведені національні рахунки. URL: http://www.ukrstat.gov.ua/operativ/operativ2005/vvp/znr/znr_u.htm).

Дані для розрахунку індикатора наявності кредитного буму в економіці України

Роки	ВВП, *млн грн*	Кредитний портфель банків, *млн грн*	Відношення банківського кредитного портфелю до ВВП	Відношення банківського кредитного портфелю до ВВП *(HP trend)*	C-t-GDP Gap (розрив з трендом)
2002	225 810	42 228	0,190	0,29	-0,099
2003	267 344	67 892	0,265	0,35	-0,083
2004	345 113	88 615	0,286	0,41	-0,124
2005	441 452	143 423	0,389	0,47	-0,083
2006	544 153	245 230	0,498	0,53	-0,034
2007	720 731	429 817	0,703	0,59	0,116
2008	948 056	741 441	0,965	0,63	0,336
2009	913 345	697 529	0,830	0,66	0,173
2010	1 082 569	694 828	0,705	0,67	0,035
2011	1 302 079	755 557	0,639	0,67	-0,030
2012	1 411 238	770 977	0,571	0,66	-0,088
2013	1 465 198	866 550	0,594	0,64	-0,044
2014	1 586 915	981 622	0,717	0,61	0,109
2015	1 988 544	962 664	0,672	0,57	0,103
2016	2 383 182	985 447	0,484	0,52	-0,041
2017	2 982 920	1 016 657	0,416	0,48	-0,060
2018	3 558 706	1 076 139	0,349	0,42	-0,076

Джерело: розраховано автором на підставі даних НБУ (Кредити надані депозитними корпораціями. URL: https://bank.gov.ua/statistic/sector-financial/data-sector-financial#2fs)

Дані для розрахунку індикатора наявності цінової «бульбашки» на ринку нерухомості м. Києва

Роки	Індекс цін на нерухомість	Індекс доходів ДГ	відношення ціни до доходу	відношення ціни до доходу, *(HP trend)*	Розрив ціни з трендом
2002	1,14	1,19	0,96	1,16	-0,20
2003	1,50	1,14	1,31	1,13	0,18
2004	1,88	1,27	1,48	1,11	0,37
2005	1,54	1,25	1,23	1,08	0,15
2006	1,27	1,18	1,08	1,05	0,03
2007	1,06	1,17	0,90	1,03	-0,13
2008	0,88	1,12	0,79	1,00	-0,21
2009	0,76	0,96	0,80	0,98	-0,18
2010	0,96	1,23	0,78	0,96	-0,18
2011	0,68	1,06	0,65	0,94	-0,29
2012	1,23	1,18	1,04	0,92	0,12
2013	1,05	1,06	0,99	0,90	0,09
2014	0,89	1,00	0,89	0,88	0,01
2015	0,84	0,85	0,99	0,87	0,12
2016	0,87	1,06	0,82	0,85	-0,04
2017	0,96	1,11	0,87	0,84	0,03
2018	1,03	1,11	0,93	0,82	0,11

Джерело: розраховано автором на підставі даних середньої ціни за кв. м. у дол. США м. Києві за 2002–2018 рр. дані щорічних звітів АН "Столична нерухомість" (URL: https://100realty.ua) та даних доходів населення м. Києва за 2013–2016 рр. (ГУ статистики у м. Києві. URL: http://www.kiev.ukrstat.gov.ua/p.php3?c=421&lang=1).

Дані для розрахунку індикатора динаміки промислового виробництва та сальдо поточного рахунку платіжного балансу України

Роки	Індекс ПВ	Індекс ВВП	Різниця	Сальдо ПБ, *% ВВП*
2002	114,6	105,2	**9,4**	7,5
2003	115,8	109,5	**6,3**	5,8
2004	112,5	112,1	**0,4**	10,7
2005	103,1	103,0	**0,1**	3
2006	106,2	107,4	**-1,2**	-1,5
2007	107,1	107,6	**-0,5**	-3,7
2008	95,0	102,3	**-7,3**	-7,1
2009	79,4	85,2	**-5,8**	-1,5
2010	112,2	104,1	**8,1**	-2,2
2011	108	105,2	**2,8**	-6,3
2012	99,3	100,3	**-1,0**	-8,2
2013	95,7	100,0	**-4,3**	-9
2014	89,9	93,4	**-3,5**	-3,4
2015	87,0	90,2	**-3,2**	1,8
2016	102,8	102,4	**0,4**	-1,4
2017	100,4	102,5	**-2,1**	-2,2
2018	101,6	103,3	**-1,7**	**-3,6**

Джерело: складено за даними ДССУ (Промисловість. URL: http://www.ukrstat.gov.ua/operativ/menu/menu_u/prom.htm) та НБУ (Платіжний баланс. URL: https://bank.gov.ua/statistic/sector-external/data-sector-external#1)

Додаток Е

Дані для розрахунку фінансової відкритості «де-факто» країн ЦСЄ

Україна, *млрд дол. США*

Роки	ВВП	ПІІ, приплив	ПІІ, відплив	ПІ, приплив	ПІ, відплив	Кредити банків
1995	48,21	0,27	0,01	0,00	0,00	0,02
1996	44,56	0,52	0,01	0,20	0,00	0,13
1997	50,15	0,62	0,04	1,60	0,25	0,80
1998	41,88	0,74	0,00	0,05	0,23	0,26
1999	31,58	0,50	0,01	0,00	0,13	0,32
2000	31,26	0,60	0,00	0,14	0,15	0,39
2001	37,97	0,79	0,02	0,00	0,09	0,50
2002	42,35	0,69	0,01	0,34	0,10	0,59
2003	50,08	1,42	0,01	0,87	0,08	2,28
2004	64,82	1,72	0,00	2,07	0,00	4,63
2005	86,06	7,81	0,28	2,76	0,08	3,24
2006	107,65	5,60	0,13	3,58	0,32	9,06
2007	142,58	10,19	0,98	5,75	0,72	13,91
2008	179,82	10,70	0,80	0,39	1,28	16,36
2009	117,11	4,77	0,12	0,11	1,53	0,18
2010	136,01	6,45	0,69	4,34	0,29	3,40
2011	163,16	7,21	0,19	1,57	0,52	3,16
2012	175,78	8,18	0,98	4,62	0,52	6,03
2013	183,31	4,51	0,43	8,79	1,18	1,03
2014	133,50	0,85	0,55	2,70	0,24	0,29
2015	91,03	3,05	0,04	0,37	0,18	4,19
2016	93,36	3,44	0,17	0,29	0,07	3,70
2017	112,19	2,83	0,23	1,80	0,11	2,80
2018	130,83	2,48	0,12	2,08	0,01	1,49

Джерело: World Development Indicators. URL: https://databank.worldbank.org/reports.aspx

Болгарія, *млрд дол. США*

Роки	ВВП	ПІІ, приплив	ПІІ, відплив	ПІ, приплив	ПІ, відплив	Кредити банків
1995	18,87	0,09	0,01	0,00	0,07	0,09
1996	12,18	0,11	0,03	0,00	0,13	0,10
1997	11,21	0,50	0,00	0,13	0,50	0,02
1998	14,94	0,54	0,00	0,00	0,24	0,09
1999	13,53	0,82	0,02	0,00	0,20	0,24
2000	13,15	1,00	0,00	0,00	0,18	0,11
2001	14,08	0,81	0,01	0,06	0,00	0,15
2002	16,28	0,90	0,03	0,02	0,08	0,31
2003	20,98	2,10	0,03	0,02	0,21	0,31
2004	25,96	3,07	0,19	0,02	0,52	1,62
2005	29,64	4,10	0,09	0,00	1,30	2,67
2006	34,13	7,87	0,29	0,36	0,15	3,88
2007	44,41	13,88	0,97	0,00	0,84	8,99
2008	54,41	10,30	1,12	0,11	1,08	14,07
2009	51,88	3,90	0,36	0,01	0,82	4,88
2010	50,61	1,84	0,59	0,00	0,85	1,92
2011	57,42	2,10	0,49	0,05	0,49	7,31
2012	53,90	1,79	0,41	0,00	1,19	0,95
2013	55,56	1,99	0,35	0,02	0,16	1,21
2014	56,81	1,09	0,88	1,65	0,00	0,60
2015	50,20	2,18	0,11	0,56	0,00	3,51
2016	53,24	1,48	0,83	0,73	0,00	1,36
2017	58,22	2,02	0,51	3,01	0,00	0,49
2018	65,13	1,22	0,87	0,00	1,74	0,85

Джерело: World Development Indicators. URL: https://databank.worldbank.org/reports.aspx

Естонія,
млрд дол. США

Роки	ВВП	ПІІ, приплив	ПІІ, відплив	ПІ, приплив	ПІ, відплив	Кредити банків
1995	4,50	0,21	0,01	0,01	0,02	0,05
1996	4,78	0,17	0,06	0,17	0,15	0,21
1997	5,15	0,27	0,14	0,13	0,26	0,35
1998	5,67	0,60	0,02	0,03	0,01	0,07
1999	5,76	0,33	0,10	0,24	0,02	0,16
2000	5,69	0,42	0,09	0,03	0,09	0,00
2001	6,26	0,59	0,25	0,03	0,03	0,03
2002	7,37	0,34	0,19	0,05	0,15	0,47
2003	9,88	1,04	0,27	0,11	0,17	0,28
2004	12,14	1,09	0,39	0,18	0,73	0,25
2005	14,10	3,13	0,87	1,36	2,25	1,29
2006	17,01	2,21	1,54	0,31	1,28	3,19
2007	22,45	3,43	2,45	0,29	0,49	2,40
2008	24,37	1,87	1,26	0,30	0,70	0,70
2009	19,74	1,87	1,36	0,10	2,07	0,20
2010	19,69	2,59	1,24	0,10	0,55	2,30
2011	23,39	1,12	1,37	0,03	1,64	3,93
2012	23,19	1,79	1,28	0,12	0,12	0,78
2013	25,27	1,10	0,85	0,02	0,72	0,20
2014	26,77	1,78	1,14	0,06	0,65	0,25
2015	23,05	0,72	0,58	0,04	0,60	0,34
2016	24,00	0,93	0,37	0,05	2,72	1,59
2017	26,79	1,70	0,63	0,10	3,02	0,92
2018	30,73	1,18	0,24	0,08	1,06	0,70

Джерело: World Development Indicators. URL: https://databank.worldbank.org/reports.aspx

Литва,
млрд дол. США

Роки	ВВП	ПІІ, приплив	ПІІ, відплив	ПІ, приплив	ПІ, відплив	Кредити банків
1995	7,87	0,07	0,00	0,00	0,00	0,50
1996	8,39	0,15	0,00	0,63	0,63	0,60
1997	10,12	0,36	0,03	0,57	0,02	0,70
1998	11,24	0,92	0,00	0,02	0,00	0,60
1999	10,97	0,56	0,09	0,60	0,02	0,30
2000	11,54	0,38	0,01	0,75	0,00	0,00
2001	12,25	0,44	0,00	0,64	0,01	0,30
2002	14,28	0,66	0,03	0,41	0,03	0,20
2003	18,80	0,22	0,96	0,01	0,96	1,40
2004	22,65	0,87	0,38	0,18	0,38	1,30
2005	26,13	1,29	0,55	1,53	0,10	2,60
2006	30,22	2,26	0,52	0,00	0,47	3,60
2007	39,74	2,60	0,88	0,52	0,48	7,00
2008	47,85	1,73	0,55	0,11	1,04	3,40
2009	37,44	0,36	0,60	0,02	0,71	3,90
2010	37,02	1,10	0,11	0,18	0,43	0,00
2011	43,42	1,88	0,81	0,02	0,88	0,00
2012	42,83	0,68	0,42	2,27	0,00	0,00
2013	46,45	0,71	0,33	2,58	0,00	0,00
2014	48,49	0,36	0,54	0,95	0,00	0,00
2015	41,39	1,04	0,36	0,08	0,08	2,40
2016	43,02	0,96	0,81	0,00	1,42	5,70
2017	47,63	1,19	0,58	0,00	0,32	0,30
2018	53,43	0,87	0,81	0,00	0,80	1,30

Джерело: World Development Indicators. URL: https://databank.worldbank.org/reports.aspx

Латвія,
млрд дол. США

Роки	ВВП	ПІІ, приплив	ПІІ, відплив	ПІ, приплив	ПІ, відплив	Кредити банків
1995	5,77	0,24	0,00	0,00	0,04	0,00
1996	5,95	0,33	0,05	0,00	0,14	0,00
1997	6,51	0,47	0,04	0,01	0,57	0,00
1998	7,15	0,37	0,07	0,03	0,01	0,00
1999	7,52	0,35	0,02	0,27	0,01	0,00
2000	7,93	0,32	0,01	0,01	0,26	1,10
2001	8,33	0,17	0,08	0,11	0,00	0,80
2002	9,53	0,16	0,05	0,00	0,17	0,90
2003	11,73	0,32	0,09	0,00	0,20	1,30
2004	14,36	0,59	0,09	0,22	0,30	1,70
2005	16,91	0,81	0,23	0,00	0,13	1,90
2006	21,44	1,71	0,21	0,04	0,02	1,80
2007	30,90	2,71	0,77	0,01	0,66	3,20
2008	35,66	1,43	0,34	0,36	0,00	2,20
2009	26,25	0,15	0,19	0,17	0,01	2,30
2010	23,80	0,47	0,08	0,00	0,40	4,30
2011	28,25	1,52	0,11	0,00	0,62	4,80
2012	28,17	1,08	0,16	1,29	0,00	5,00
2013	30,28	0,99	0,49	0,00	0,26	4,70
2014	31,38	1,04	0,67	0,09	0,05	7,10
2015	27,09	0,81	0,15	0,00	2,98	4,30
2016	27,73	0,33	0,23	0,04	1,22	3,30
2017	30,20	1,14	0,59	0,00	2,58	2,30
2018	34,41	0,45	0,34	1,58	0,00	1,30

Джерело: World Development Indicators. URL: https://databank.worldbank.org/reports.aspx

Чехія,
млрд дол. США

Роки	ВВП	ПІІ, приплив	ПІІ, відплив	ПІ, приплив	ПІ, відплив	Кредити банків
1995	59,78	2,57	0,04	0,02	0,01	1,06
1996	66,99	1,44	0,15	0,06	0,02	0,90
1997	61,79	1,29	0,03	0,19	0,03	0,20
1998	66,49	3,70	0,13	0,01	0,05	0,20
1999	64,87	6,31	0,09	0,51	0,01	0,10
2000	61,65	4,99	0,04	0,26	0,01	0,50
2001	67,52	5,64	0,16	0,02	0,26	0,90
2002	81,91	8,50	0,21	0,01	0,02	0,30
2003	99,63	2,02	0,21	0,00	0,25	1,90
2004	119,16	6,42	2,48	0,01	0,23	3,10
2005	136,28	13,73	2,10	0,00	0,27	4,20
2006	155,46	7,13	3,09	0,00	0,25	5,20
2007	189,23	13,82	4,85	0,23	0,17	8,10
2008	235,72	8,82	6,56	0,00	0,11	10,20
2009	206,18	5,27	3,32	1,28	0,00	9,80
2010	207,48	10,17	5,25	2,22	0,04	11,00
2011	227,95	4,19	1,60	1,73	0,01	10,70
2012	207,38	9,43	3,25	1,25	0,00	12,50
2013	209,40	7,36	7,74	0,01	1,89	16,40
2014	207,82	8,09	4,07	1,31	0,02	15,80
2015	186,83	1,70	3,73	0,09	0,04	14,50
2016	195,09	10,85	3,14	3,81	0,05	13,87
2017	215,91	11,23	9,40	1,69	0,03	14,90
2018	245,23	8,49	4,39	0,01	1,94	15,40

Джерело: World Development Indicators. URL: https://databank.worldbank.org/reports.aspx

Хорватія,
млрд дол. США

Роки	ВВП	ПІІ, приплив	ПІІ, відплив	ПІ, приплив	ПІ, відплив	Кредити банків
1995	22,42	0,11	0,01	0,00	0,00	0,00
1996	23,71	0,49	0,03	0,00	0,22	0,00
1997	23,85	0,60	0,25	0,00	0,40	0,00
1998	25,47	1,00	0,16	0,00	0,06	0,00
1999	23,40	1,45	0,06	0,00	0,05	0,10
2000	21,67	1,06	0,04	0,02	0,06	0,07
2001	23,18	0,98	0,12	0,06	1,32	0,08
2002	26,82	0,95	0,56	0,04	1,23	0,10
2003	34,69	1,83	0,13	0,06	1,89	0,09
2004	41,59	1,29	0,37	0,01	0,42	0,08
2005	45,39	1,79	0,23	0,15	3,95	0,11
2006	50,45	3,30	0,26	2,79	4,50	0,19
2007	60,18	4,57	0,34	0,83	4,58	0,22
2008	70,29	5,19	1,32	1,28	9,38	0,29
2009	62,67	3,20	1,38	0,04	3,09	0,27
2010	59,81	1,42	0,15	0,13	8,47	0,31
2011	62,35	1,42	0,14	0,01	12,87	0,28
2012	56,49	1,47	0,09	0,42	17,39	0,36
2013	58,06	0,94	0,16	0,07	6,03	0,37
2014	57,64	3,96	2,22	0,14	1,04	0,44
2015	49,53	0,16	0,02	0,01	5,89	0,66
2016	51,60	1,86	0,29	0,03	0,75	1,10
2017	55,32	2,04	0,64	0,02	5,40	0,80
2018	60,97	1,28	0,45	1,52	2,63	1,01

Джерело: World Development Indicators. URL: https://databank.worldbank.org/reports.aspx

Словенія,
млрд дол. США

Роки	ВВП	ПІІ, приплив	ПІІ, відплив	ПІ, приплив	ПІ, відплив	Кредити банків
1995	21,35	0,15	0,01	0,00	0,01	0,40
1996	21,51	0,17	0,01	0,64	0,00	0,60
1997	20,76	0,33	0,03	0,24	0,00	0,60
1998	22,15	0,22	0,01	0,09	0,00	0,60
1999	22,71	0,11	0,05	0,35	0,00	0,80
2000	20,29	0,14	0,07	0,19	0,02	1,10
2001	20,88	0,50	0,13	0,08	0,06	1,40
2002	23,49	1,85	0,34	0,00	0,07	1,80
2003	29,63	0,54	0,71	0,06	0,26	2,40
2004	34,41	0,76	0,48	0,00	0,77	3,40
2005	36,21	0,97	1,06	0,00	2,00	6,00
2006	39,48	0,69	0,91	0,00	2,79	7,40
2007	48,01	1,88	2,22	0,00	3,09	11,40
2008	55,55	1,08	1,33	1,28	0,00	12,70
2009	50,37	0,35	0,34	6,35	0,04	9,70
2010	48,16	0,32	0,20	2,57	0,13	9,20
2011	51,52	0,88	0,01	2,36	0,01	7,70
2012	46,58	0,03	0,57	0,42	0,29	6,20
2013	48,40	0,10	0,03	5,46	0,07	4,90
2014	49,93	1,02	0,21	5,45	0,14	4,00
2015	43,09	1,73	0,33	3,35	0,01	3,50
2016	44,65	1,45	0,48	5,52	0,03	2,80
2017	48,44	1,20	0,63	3,51	0,02	2,50
2018	54,01	1,52	0,44	1,52	0,84	2,40

Джерело: World Development Indicators. URL: https://databank.worldbank.org/reports.aspx

Румунія,
млрд дол. США

Роки	ВВП	ПІІ, приплив	ПІІ, відплив	ПІ, приплив	ПІ, відплив	Кредити банків
1995	37,44	0,42	0,00	0,03	0,00	0,41
1996	36,94	0,26	0,26	1,22	0,00	0,50
1997	35,57	1,22	0,01	0,88	0,20	0,23
1998	41,69	2,03	0,01	0,13	0,10	0,38
1999	35,95	1,04	0,02	0,00	0,72	0,76
2000	37,25	1,04	0,01	0,10	0,06	0,79
2001	40,39	1,16	0,02	0,58	0,01	0,85
2002	46,07	1,14	0,02	0,38	0,02	2,24
2003	57,81	1,84	0,04	0,58	0,07	1,32
2004	74,97	6,44	0,07	0,11	0,53	4,17
2005	98,45	6,50	0,33	0,96	0,23	7,06
2006	122,02	11,01	0,50	0,00	0,30	4,80
2007	174,59	10,10	0,67	0,62	0,74	12,63
2008	214,31	13,67	0,31	0,00	0,71	17,19
2009	174,10	4,64	0,01	0,76	0,01	7,04
2010	166,23	3,21	0,24	1,26	0,00	2,21
2011	183,44	2,37	0,06	2,46	0,04	3,17
2012	171,20	3,05	0,21	4,61	0,41	0,60
2013	190,95	3,85	0,06	7,18	1,05	3,50
2014	199,63	3,87	0,27	3,77	0,53	2,33
2015	177,89	4,32	3,84	0,00	0,36	3,36
2016	188,49	6,25	1,26	1,05	0,00	3,23
2017	211,70	5,95	0,39	3,36	0,06	5,31
2018	239,55	7,34	1,50	3,41	0,48	1,53

Джерело: World Development Indicators. URL: https://databank.worldbank.org/reports.aspx

Словаччина,
млрд дол. США

Роки	ВВП	ПІІ, приплив	ПІІ, відплив	ПІ, приплив	ПІ, відплив	Кредити банків
1995	25,84	0,24	0,01	0,21	0,00	0,90
1996	27,93	0,35	0,05	0,02	0,28	2,30
1997	27,71	0,18	0,10	0,01	1,02	2,70
1998	29,86	0,65	0,23	0,78	0,00	0,50
1999	30,45	0,34	-0,39	0,65	0,47	0,00
2000	29,17	2,18	0,15	0,82	0,00	0,00
2001	30,75	1,53	0,02	0,00	1,82	0,40
2002	35,13	4,21	0,11	0,55	0,10	0,00
2003	46,82	0,97	0,43	0,00	0,59	1,70
2004	57,33	4,06	0,00	1,25	0,00	1,40
2005	62,79	3,92	1,01	4,15	0,00	6,90
2006	70,71	5,70	0,50	4,23	0,44	0,00
2007	86,45	5,06	1,64	0,00	2,58	7,00
2008	100,47	4,64	0,52	0,41	1,04	3,10
2009	89,05	1,52	2,49	0,00	2,38	5,60
2010	90,18	2,12	1,24	1,68	0,00	0,00
2011	99,00	5,43	2,70	0,00	0,94	0,50
2012	94,42	1,78	-1,23	10,60	0,00	0,00
2013	98,72	1,00	1,28	8,65	0,86	0,00
2014	101,17	0,36	0,28	2,40	0,18	3,80
2015	88,46	1,52	1,42	2,40	0,68	0,00
2016	89,64	4,74	4,07	0,38	4,39	4,00
2017	95,24	4,23	1,50	0,00	1,40	16,40
2018	105,90	2,55	1,63	0,00	4,40	10,00

Джерело: World Development Indicators. URL: https://databank.worldbank.org/reports.aspx

Польща,
млрд дол. США

Роки	ВВП	ПІІ, приплив	ПІІ, відплив	ПІ, приплив	ПІ, відплив	Кредити банків
1995	142,14	3,66	0,04	0,22	1,18	0,04
1996	159,94	4,50	0,06	0,75	0,30	0,06
1997	159,12	4,91	0,05	0,60	2,11	0,00
1998	174,39	6,38	0,33	1,73	1,70	0,00
1999	169,72	7,41	0,17	0,01	0,14	0,00
2000	171,89	9,34	0,01	0,45	3,34	0,36
2001	190,52	5,68	0,13	0,31	1,12	0,23
2002	198,68	4,09	0,19	0,55	1,89	0,35
2003	217,51	5,37	1,09	0,84	2,44	0,57
2004	255,10	13,87	2,14	1,66	9,24	0,75
2005	306,13	11,04	4,13	1,33	12,58	0,84
2006	344,75	21,47	10,80	2,13	2,94	1,14
2007	429,06	25,03	7,59	0,47	6,22	1,99
2008	533,82	14,57	4,67	0,57	2,36	2,63
2009	439,80	14,03	5,93	1,58	14,76	2,24
2010	479,32	18,40	9,52	7,40	29,06	1,82
2011	528,83	18,49	4,82	3,08	17,38	2,04
2012	500,36	7,36	1,33	3,61	19,66	2,08
2013	524,23	0,80	3,41	2,65	0,24	2,05
2014	545,39	19,78	6,80	3,15	2,25	2,41
2015	477,58	15,07	4,91	4,12	3,18	2,12
2016	472,03	18,32	13,92	2,64	3,71	3,01
2017	526,22	11,76	3,93	1,40	4,68	2,00
2018	585,66	16,70	1,91	0,88	4,38	1,70

Джерело: World Development Indicators. URL: https://databank.worldbank.org/reports.aspx

Наукове видання

Є.О. БУБЛИК

ФІНАНСОВА ВІДКРИТІСТЬ ТРАНЗИТИВНИХ ЕКОНОМІК

Монографія

Редактори: *І.І. Бажал, А.К. Кокошко*
Оригінал-макет: *С.В. Чимбай*

Підписано до друку 27.05.2020 р.
Формат 60 90/16. Гарнітура Times.
Ум. друк. арк. 20,25. Обл.-вид. арк. 15,7.
Наклад 300 прим. Замовлення № ___
Видавець і виготовлювач: ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України»
вул. Панаса Мирного, 26, м. Київ, 01011
Свідоцтво про внесення до Державного реєстру видавців, виготовлювачів
і розповсюджувачів видавничої продукції ДК № 5793 від 22.11.2017