

Іващенко О.А.*

ПРОБЛЕМА КОНТРОЛЮ ЗА РУХОМ КАПІТАЛУ В УМОВАХ ВОЛАТИЛЬНОСТІ: РИЗИКИ ГЛОБАЛЬНОЇ ФІНАНСОВОЇ ЛІБЕРАЛІЗАЦІЇ

В статті аналізуються методи контролю над движением капитала. Рассмотрены выгоды и риски от притока капитала. Дана оценка использованию резервов с целью поддержки валютного курса.

Ключевые слова: финансовая либерализация, потоки капитала, контроль над капиталом, риски утечки капитала, волатильность, макропруденциальная политика.

В статті аналізуються методи контролю над рухом капіталу. Розглянуті вигоди і ризики від припливу капіталу. Дана оцінка використанню резервів з метою підтримки валютного курсу.

Ключові слова: фінансова лібералізація, потоки капіталу, контроль над капіталом, ризики втечі капіталу, волатильність, макропруденційна політика.

The paper analyzes the methods of control over the movement of capital. It examines the benefits and risks of capital inflows. It depicts the use of reserves to support the exchange rate.

Key words: financial liberalization, capital flows, capital controls, the risk of capital flight, volatility, macroprudential policy

Постановка проблеми. У країнах з ринками, що формуються, фінансове регулювання і контроль над потоками капіталів знаходяться не на належному рівні. Коли фінансова лібералізація породжує нові ризики, слабкі регулюючі та контролюючі системи не можуть обмежити так званий «моральний ризик», що створюється державною підтримкою. Більше того, результатом масового припливу капіталу може стати кредитний бум, що призводить до прийняття підвищених ризиків з боку банків. Так, погіршення банківських балансів було ключовою домінантою, яка призвела країни, що розвиваються до фінансової кризи.

Крім того, існує національний (внутрішній) і міжнародний (зовнішній) механізми зростання фінансової вразливості, які можуть взаємодіяти і загострювати проблему асиметричної інформації, сприяючи її поширенню з міжнародних ринків у внутрішню фінансову систему. Фінансова інтеграція може також загострити ризики, пов'язані з нерозсудливою бюджетною політикою, адже доступ до світових ринків капіталу ризикує призвести до надмірних запозичень і непродуктивних витрат уряду.

Таким чином, врахування вищезазначених ризиків при прийнятті рішення щодо проведення лібералізації рахунків капіталу є надзвичайно актуальним з огляду на необхідність забезпечення фінансової безпеки національної економіки.

* доцент кафедри менеджменту зовнішньоекономічної діяльності Національної академії статистики, обліку та аудиту

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Проблеми лібералізації руху капіталу та поглиблення глобальної фінансової інтеграції опинялись в ракурсі наукових інтересів чисельних закордонних науковців, серед яких П. Кругман, М. Обстфельд, Р. Дорнбуш, Дж. Стігліц, С. Фішер, Дж. Сакс, А. Торнел, Г. Камінські, А. Веласко, К. Рейнхарт, А. Роуз, Б. Ейхенгрін, Ч. Віплош. Серед вітчизняних вчених, що вивчають проблематику взаємозв'язків потоків капіталів та стабільності національних фінансових систем заслуговують на увагу праці М. Відякіної, В. Козюка, З. Луцишин, О. Рогача, Н. Резнікової, О. Шниркова, В. Шевчука та інших.

Мета і завдання. Втім, особливої актуальності набуває подальше дослідження негативних наслідків неконтрольованих переливів капіталів, і, серед іншого – збільшення тієї їхньої частки, що спрямовується як до країн, що розвиваються, так і в зворотному напрямку.

Виклад основного матеріалу. Беззаперечним є той факт, що під час фінансової кризи відбувались характерні раптові відпливи ліквідності, деномінованої в іноземній валюті, навіть з тих країн, що опинились позаруйнівної кризової дії. Як наслідок, протягом останніх років – а особливо після краху Lehman Brothers в вересні 2008 р. – поряд з буферними запасами, асоційованими, в першу чергу, із золотовалютними резервами, виникли нові механізми короткострокового постачання ліквідності до країн та їх центральних банків. В цілому, основною метою цих механізмів було надання ліквідності країнам з метою уможливлення їхньої своєчасної реакції на зовнішні шоки. В розпал фінансової кризи, наприкінці 2008-2009 рр., вони, зокрема, включали таке:

1. Міжнародні механізми, наприклад, кредит МВФ «Гнучка кредитна лінія». Крім того, як частина заходів у відповідь на фінансову кризу, запроваджених G20, країни-члени МВФ вирішили в серпні 2009 року випустити СДР на загальну суму 250 млрд. доларів США. Це супроводжувалось здійсненням спеціального одноразового рівноправного розміщення СДР, що розглядалось з 1997р. Загальне розміщення ставило за мету забезпечити ліквідністю світову фінансову систему, поповнивши золотовалютні резерви країн-членів МВФ, та збільшивши обсяг світових резервів.

2. Регіональні механізми, наприклад, Фонд фінансової допомоги ЄС (MTFA) та Ініціатива Чіанг-май (СМІМ) (Див.Табл.1). Остання, виступаючи спільною фінансовою структурою, шляхом акумуляції коштів, сприятиме їхньому спрямуванню на реалізацію інвестиційних цілей та інфраструктурних проєктів, активізації малого та середнього бізнесу, наданню кредитів країнам, що розвиваються. Окрім того, такий крок гарантовано відкріє доступ до азійських ринків капіталу і валютного ринку та дозволить країнам-учасникам угруповання вирішувати проблеми з ліквідністю, спричинені обмеженою пропозицією зовнішнього кредитування з боку розвинених країн світу внаслідок глобальної кризи.

3. Двосторонні механізми, тобто двосторонні валютні свопи та угоди репо з провідними центральними банками (такими як Федеральна Резервна Система (ФРС), Європейський Центральний Банк (ЄЦБ), Банк Японії та Народний Банк Китаю).

Розглядаючи FSN з позиції структурного підходу, одна проблема, на думку авторів, може стати об'єктом суперечок між центральними банками, а саме їх роль в системі стабільного функціонування світової фінансової системи. Ця суперечка допоможе зрозуміти переваги та недоліки посилення ролі центральних банків. Наприклад, це допомогло б розробити найкращі механізми укладання своп-ліній з метою полегшення їх часткової стандартизації. Втім, справедливим є й те, що повна прогнозована стандартизація є одночасно небажаною та нереальною, оскільки центральні банки багатьох країн зіштовхнуться з законодавчими обмеженнями.

Крім того деякі науковці стверджують, що МВФ та G20 досліджують переваги та недоліки створення глобальної системи постачання ліквідності до країн, важливих для системи, які зіштовхнулись зі зовнішніми шоками. Розподіл ресурсів на глобальному рівні з метою більш ефективного подолання системних шоків є актуальним, але реалізація цього наміру є проблематичною. Зокрема, нещодавня пропозиція МВФ створити під керівництвом організації «Глобальний стабілізаційний механізм» (GSM) зіштовхнулась з опором. Розвиток цієї пропозиції вимагає досягнення консенсусу МВФ та G20 по трьом основним питанням. Перше з них полягає в тому, що створений глобальний стабілізаційний механізм повинен допомагати лише країнам зі здоровою структурою економіки, яка на даному етапі має порушення функціонування фінансових ринків. До останніх експерти відносять, серед іншого, нестачу ліквідності в іноземній валюті чи раптові зупинки припливу капіталу, через перенесення кризових явищ каналами зовнішніх шоків. Втім, вплив специфічних шоків, які трапляються в країні внаслідок неефективної політики, не повинен бути нейтралізований за допомогою GSM. Це актуалізує проведення детального аналізу причин порушень функціонування фінансових ринків. Друге питання напряму стосується механізму переливу ліквідності між країнами, який, цілком прогнозовано, не буде працювати без співпраці із центральними банками. Це зумовлено тим, що лише центральні банки можуть створювати ліквідність без обмежень, і саме цю функцію більше ніхто не здатний за них виконувати.

Таблиця 1

Наслідки акумуляції резервів вище ліміту оптимальності в середньостроковій перспективі

	<i>Викривлення, витрати та ризики</i>
Глобальний рівень	<p>Акумуляція резервів супроводжується значним переміщенням потоків капіталу через державний сектор країни, що акумулює резерви. Це зумовлює виникнення значних викривлень в глобальній економіці та на світових фінансових ринках та може мати негативні наслідки для:</p> <p>(i) <i>глобальних умов ліквідності</i>, сприяючи штучному зниженню дохідності;</p> <p>(ii) <i>виникнення бульбашок на ринках активів</i>, в тій мірі, в якій накопичені резерви не були стерилізовані;</p> <p>(iii) <i>режимів валютного курсу</i>, включаючи ризик відхилення реального валютного курсу від рівноважного;</p> <p>(iv) <i>торгових потоків</i>, в тій мірі, в якій акумуляція резервів прирівнюється до проведення протекціоністської політики, з метою підтримання експорту та стримування імпорту.</p>
Регіональний рівень	<p>Акумуляція резервів країною з найпотужнішою економікою в регіоні викликає ревальвацію валюти країн-конкурентів в цьому регіоні. Це:</p> <p>(i) <i>обмежує гнучкість валютного курсу інших валют</i> в регіоні</p> <p>(ii) <i>може підвищити волатильність потоків капіталу</i> в інших країнах цього регіону через відхилення реального валютного курсу від рівноважного.</p>

	<i>Викривлення, витрати та ризики</i>
Національний рівень	Акумуляція резервів може:
	(i) <i>витіснити монетарну політику, орієнтовану на забезпечення стабільності, якщо монетарна політика країни якірної валюти більш експансіоністська, ніж потрібно цій країні;</i>
	(ii) <i>завадити передачі імпульсів монетарної політики через ринкові механізми або розвитку внутрішніх фінансових ринків;</i>
	(iii) <i>бути витратною, оскільки резерви мають відносно нижчу дохідність та вимагають витрат на проведення стерилізації;</i>
	(iv) <i>викривляти розміщення ресурсів, стримувати розвиток сектору послуг, обмежувати споживання та зайнятість, шляхом заохочення експортних секторів та стримування секторів, що не пов'язані з зовнішньою торгівлею;</i>
	(v) <i>негативно впливати на перерозподіл доходів та зростання споживання наносячи шкоду сектору домогосподарств, внаслідок штучно занижених відсоткових ставок по депозитам в країнах з нерозвиненими фінансовими ринками.</i>

Джерело: [1]

Третє питання сфокусовано на розгляді участі центральних банків у визначенні умов постачання міжнародної ліквідності під час кризових проявів (наприклад, попередньо оголошуючи вимоги для укладання своп та репо-угод в випадку системних криз). Підхід «конструктивної невизначеності» центральних банків допомагає зберегти автономність їх монетарної політики, врівноваженість їх балансів та, зрештою, природу самих цих органів. Випереджальний підхід провідними центральними банками сприяє виникненню морального ризику на глобальному рівні.

Зв'язок між системою забезпечення стабільного функціонування світової фінансової системи та процесом накопичення резервів свідомо опиняється в фокусі наших наукових досліджень. Оскільки основною ціллю системи забезпечення стабільного функціонування світової фінансової системи є запобігання поширенню криз, то виникає питання чи зможе вона замінити накопичення резервів в односторонньому порядку, враховуючи той факт, що акумуляція резервів вище порогу оптимальності викликає викривлення та ризики на глобальному, регіональному та національному рівнях.

Розповсюдженою є думка, що існує дві основні причини накопичення резервів: для застережних цілей та для незастережних потреб (наприклад, як побічний ефект підтримання заниженого курсу національної валюти). Інструменти FSN не можуть вирішити проблему накопичення резервів для незастережних цілей, але вони, принаймні частково, можуть замінити попит на резерви, деноміновані в іноземній валюті, для застережних потреб. Звичайно, FSN є більш ефективним механізмом убезпечення країни від зовнішніх шоків, ніж накопичення резервів в односторонньому порядку. Втім, як справедливо зазначає Л. Матеос, залишається незрозумілим, чи буде такий крок доцільним, і чи знайдуться аргументи переконання країн у доцільності зниження темпів накопичення резервів для застережних цілей.

На нашу думку, сумнівно, що FSN вдасться знизити темпи накопичення резервів в іноземній валюті для застережних цілей в коротко та середньостроковому періоді.

Принаймні на початковому етапі, незалежно від того, якими гнучкими та досконалими є механізми FSN, стереотип щодо отримання фінансової допомоги з зовнішніх джерел сприятиме недовірі до FSN. Однак, якщо зросте довіра до FSN, країни можуть переглянути варіанти накопичення резервів. Підвищення ролі цих країн в управлінні МВФ та нагляді сприятиме досягненню мети. В той же час важливо, щоб впроваджені механізми не викликали негативних наслідків, наприклад, морального ризику.

Таким чином, чітко побудована FSN допоможе країнам задовольнити свій попит на резерви в застережних цілях, знижуючи акумуляцію резервів в односторонньому порядку. Втім, це не єдиний механізм. Необхідні інші багатосторонні механізми, які дозволять задовольнити одночасно попит на резерви в застережних та незастережних цілях.

Основною причиною накопичення країнами резервів в застережних цілях є боротьба з волатильністю потоків капіталу, особливо різким відпливом капіталу. Існують інші способи уникнення порушень економічної та фінансової діяльності внаслідок волатильності потоків капіталу і МВФ має можливості допомогти.

Хоч зазвичай ризику стосуються відпливу капіталу, але вони також властиві і притокам капіталу, оскільки їхнє збільшення стає передумовою відпливів, що мають важкі наслідки для економіки та виникнення бумів на ринку.

Пояснюючи джерела виникнення ризиків, виділяють дві групи чинників, що особливо властиві країнам з фіксованим валютним курсом національної валюти та/або нерозвиненими фінансовими ринками:

1) ризику, що виникають внаслідок дії зовнішніх факторів, таких як волатильність портфельних інвестицій внаслідок погоні за прибутком, різкої зміни схильності до ризику та поширенню криз. Ці ризику стосуються одночасно припливів до та відпливів від країн, що розвиваються, але основний акцент зроблено на проблемах, що виникають внаслідок раптового відпливу капіталу, коли міжнародні інвестори вилучають свої кошти. Варто зазначити, що не величина потоків є проблемою (крім окремих країн), а саме їх волатильність. Наприклад, в момент написання цієї роботи, деякі країни наражались на ризику, пов'язані з волатильністю, такі як завищення або заниження валютного курсу, неправильна оцінка активів та раптові зміни руху капіталу;

2) ризику, що виникають внаслідок дії внутрішніх факторів та пов'язані з коливаннями цін на активи, а також збільшенням та скороченням кредитування в середньостроковій перспективі. До них відносять, зокрема, структурні чинники (такі, як нерозвиненість фінансових ринків) та/або неефективність політики (наприклад, створюючи очікування ревальвації національної валюти внаслідок заниження курсу протягом тривалого періоду часу). Останні сприяють виникненню ризиків фінансової нестабільності через приплив капіталу (навіть за відсутності зовнішніх шоків). Зокрема, значний чистий приплив капіталу, особливо портфельних інвестицій, може призвести до завищення цін на активи та нерухомість та збільшення кредитування.

Враховуючи ці ризику, у деяких країнах, що розвиваються може виникнути спокуса збільшити акумуляцію резервів для запобіжних цілей та посилити контроль руху капіталу. Однак така поведінка не є необхідною. Вирішуючи, як подолати наслідки значного припливу капіталу, країни проводять перевірку своєї політики, зосереджуючи свою увагу на макроекономічному та макропруденційному аспектах. З точки зору макроекономіки, необхідно провести чотири основні послідовні перевірки. По-перше, чи є причини для ревальвації національної валюти. По-друге, чи є причини і далі накопичувати резерви для запобіжних цілей та якщо є, то чи можна провести стерилізацію потоків капіталу, що прибули з-за кордону. По-третє, чи є причини послаблення монетарної політики. По-четверте, чи є причини проведення обмежувальної фіскальної політики. Стосовно

макропруденційних аспектів, то п'ятою перевіркою є пошук відповіді на питання, чи є адекватним пруденційне регулювання і чи потребує воно зміни з метою уникнення надмірного позичання з-за кордону та/чи кредитного буму всередині країни.

Прикметно, що лише у випадку, коли виявиться, що заходи політики є неадекватними, країні слід розглянути можливість запровадження тимчасових заходів контролю за рухом капіталу. Слід звернути увагу на те, що практика та історичний досвід свідчать про неоднозначність ефективності таких заходів. Водночас, неефективні заходи контролю за рухом капіталу матимуть негативний вплив на глобальну економіку, зокрема, такі, як відхилення валютних курсів від рівноважного значення, посилення глобальних дисбалансів, стримування фінансової інтеграції та значне зниження світового виробництва та добробуту.

Саме ці негативні зовнішні фактори пояснюють, чому міжнародні організації та форуми, такі як МВФ та G20 повинні допомогти країнам вирішити проблему надмірної волатильності потоків капіталу. В свою чергу, здатність МВФ допомогти в вирішенні цієї проблеми обмежується глибиною охоплення проблеми руху капіталу відповідно до його повноважень та відсутністю повноважень в регулюванні фінансового рахунку. Однак, внаслідок кризи, МВФ отримав повноваження посилити свій нагляд за рухом капіталу.

Шукаючи способи вирішення проблеми волатильності потоків капіталу, важливо зберегти усі вигоди, мінімізуючи ризики, що виникають від потоків капіталу. Потоки капіталу, особливо до країн, що розвиваються, приносять країні вигоду через те, що вони:

- дозволяють фінансувати прибуткові інвестиційні проекти в країнах з недостатніми заощадженнями;
- стимулюють розвиток та реформування фінансових ринків в країнах з нерозвиненим фінансовим сектором;
- сприяють диверсифікації інвестиційних ризиків та міжчасовій торгівлі фінансовими активами країнах-реципієнтах.

Координація зусиль МВФ та G20 з метою мінімізації негативних наслідків лібералізації капіталів, має бути спрямована в наступних напрямках, серед яких, зокрема, такі:

- 1) допомога країнам, що розвиваються слідувати за рухом капіталу (МВФ);
- 2) створення кодексу поведінки при впровадженні тимчасових заходів контролю за рухом капіталу (G20) та давати рекомендації при розробці цих заходів (МВФ);
- 3) заохочення країн розглядати заходи в середньостроковій перспективі, з врахуванням негативних наслідків обмеження руху капіталу, якщо ці заходи стануть напівпостійними або постійними (МВФ);
- 4) пропозиції альтернативних заходів до контролю за рухом капіталу – наприклад, вигоди від введення більш гнучкого обмінного курсу та збільшення автономності монетарної політики (МВФ);
- 5) оцінка ефективності заходів контролю за рухом капіталу та інформування членів про її результати (МВФ та G20). Важливо, що країни, розглядаючи можливості введення обмежень, повинні пам'ятати, що ефективність обмежень руху капіталу не доведена практикою;
- 6) надання країнам-членам Річного звіту про режим валютного курсу та валютні обмеження (що зараз обмежується інформативними цілями), включаючи в нього оцінку ефективності різної політики та тенденції;
- 7) посилення нагляду МВФ за фінансовим сектором, та рекомендації шляхів посилення пруденційного регулювання фінансового сектору (наприклад, пропонуючи доцільні заходи для зменшення ризиків).

Серед іншого, слід вказати ще й на можливість надання рекомендацій з нагляду за рухом капіталу та інших заходів, що впливають на рух капіталу; на аналіз досвіду країн в регулюванні руху капіталу та побічних ефектів в кожному підході та сприяння діалогу та координації політики, що стосується транскордонного руху капіталу на міжнародному рівні та між країнами експортерами та реципієнтами капіталу.

Висновки. Значна частина світових резервів акумулюється в незастережних цілях – головним чином як побічний наслідок утримання заниженого курсу національної валюти. Інструменти постачання ліквідності та інші інструменти, системи забезпечення стабільного функціонування світової фінансової системи не можуть скоротити такий попит на резерви. В той же час, розгляд лише зміни режиму валютного курсу є дуже вузьким та спрощеним підходом. Для зниження попиту на резерви в незастережних цілях необхідні додаткові заходи.

По-перше, при забезпеченні двостороннього нагляду МВФ необхідно звернути увагу на чинники накопичення резервів в незастережних цілях, особливо в країнах, найбільш важливих для системи. Наразі проблема накопичення резервів майже не згадується в доповідях МВФ. Крім того МВФ звертає більше уваги на цю проблему в менших країнах.

По-друге, активно досліджувати, в який спосіб акумуляція резервів з боку КНР може вплинути на глобальну та регіональну стабільність.

По-третє, потрібно забезпечити збільшення прозорості накопичення резервів. Необхідно вжити заходів як із забезпечення повного розкриття інформації країнами щодо режиму валютного курсу, так із забезпечення більшої транспарентності при повідомленні валютної структури золотовалютних резервів. Втім, добровільність звітування є неприйнятною, адже МВФ визначає вартість СДР на основі лише відомих йому золотовалютних резервів.

По-четверте, в контексті процесу взаємної оцінки в рамках Групи 20, наслідки зниження темпів накопичення резервів повинні обговорюватись як частина альтернативних заходів, що проводяться з метою досягнення постійного, стійкого та збалансованого зростання.

Водночас, оцінка адекватності золотовалютних резервів залишається галуззю, що потребує подальшого дослідження.

Список використаних джерел

1. Резнікова Н.В. Потоки капіталу в умовах фінансової лібералізації: макроекономічні виміри регулювання / Н.В. Резнікова, М.М. Відякіна // Культура народів Причорномор'я. – 2012. – С. 45-54.
2. Obstfeld M. Increased Capital Mobility: A Challenge for National Macroeconomic Policies [Electronic resource] / M. Obstfeld. - Mode of access: <http://www.econ.kuleuven.ac.be/ew/academic/intecon/publications/wp1e012.pdf>.
3. Arisoy I., Saving, Investment and Capital Mobility in G-7 Countries: Time Varying Parameters Approach [Electronic resource] / I.Arisoy, H.Uçak. - Mode of access: http://www.eurojournals.com/irjfe_58_07.pdf.
4. Herzog R.W. Testing Saving and Investment Rates To Understand Capital Mobility and Current Account Solvency [Electronic resource] / R.W.Herzog. - Mode of access: www.nber.org.
5. Міжнародний валютний фонд [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.imf.org>.