

УДК 330.142.1

Шаповал Ю.І., молодший науковий співробітник відділу грошово-кредитних відносин ДУ “Інститут економіки та прогнозування НАН України”, вул. Панаса Мирного, 26, Київ, 01011, Україна, e-mail: shapovaljulia@ukr.net

КОНТРОЛЬ ЗА РУХОМ КАПІТАЛУ: ОСОБЛИВОСТІ СУЧАСНИХ ПІДХОДІВ І ВИСНОВКИ ДЛЯ УКРАЇНИ

Розкрито діалектику лібералізації та контролю руху капіталу в умовах глобальних трансформацій. Висвітлено переваги та негативи лібералізації міжнародних потоків капіталу для країн-реципієнтів. Розглянуто взаємозв'язок між лібералізацією рахунку операцій з капіталом і економічним зростанням, між припливом капіталу і появою нових ризиків. Проілюстровано суперечливі тенденції руху капіталу (зокрема, “Парадокс Лукаса” (“Lucas Paradox”) і “Загадки розміщення” (“Allocation Puzzle”). В історичному контексті розглянуто інтенсивність скасування контролю за рухом капіталу (активна фаза у 1960-х роках, уповільнення – у 1970-х, відновлення – у 1980-х роках). Виявлено, що в сучасних умовах тенденція до лібералізації руху капіталу переважає застосування контролю. Показано, що в багатьох випадках лібералізація проходила в рамках руху до ОЕСР, вступу до Єврозони, прийняття умов ст. VIII Статуту МВФ. Визначено три хвилі лібералізації країн – членів ОЕСР. Узагальнено підходи до лібералізації за темпом проведення: швидка (“Big Bang”) і послідовна (“Sequencing”). З'ясовано, що в більшості країн лібералізація руху капіталу проводилася за послідовним підходом. Установлено, що використання контролю, як інструменту нівелювання впливу припливу капіталу (зокрема, в Чилі, Бразилії, Колумбії, Малайзії, Таїланді) та відпливу капіталу (в Малайзії, Таїланді) доводить його переваги. Акцентовано увагу на останніх кризових періодах у країнах Балтії, Ісландії, Греції та на Кіпрі, де введення обмежень руху капіталу стабілізувало курс валюти та зупинило відплив капіталу. Визначено, що нині тенденція до лібералізації більш помітна серед країн, які розвиваються, ніж розвинених. На основі узагальнення світового досвіду з'ясовано, що з метою управління припливом або відпливом капіталу органи монетарної влади застосовують частіше політику низьких процентних ставок, валютних інтервенцій, а рідше – фіскальну політику, контроль за рухом капіталу. Обґрунтовано необхідність застосування в Україні послідовного підходу до лібералізації в комбінації з інструментами контролю за рухом капіталу.

Ключові слова: лібералізація, контроль за рухом капіталу, обмеження, приплив капіталу, відплив капіталу.

Shapoval Yu.I., junior scientific fellow, Department for monetary relations, Institute for Economics and Forecasting National Academy of Sciences of Ukraine, 26, Panasa Myrnoho Str., Kyiv, 01011, Ukraine, e-mail: shapovaljulia@ukr.net

CAPITAL FLOWS CONTROL: FEATURES OF INNOVATIVE APPROACHES AND INSIGHTS FOR UKRAINE

Paper dwells upon the dialectic of liberalization and capital flow controls under the conditions of global transformations. Author clarifies the pros and cons of the international capital flows liberalization for the recipient country. Defined are researches that study the relationship between the liberalization of the capital operations account and economic growth, between the capital flows and the new risks emergence. The paradoxes of capital movements are highlighted in practice, namely “Lucas Paradox” and “Allocation Puzzle”. By reviewing historical practice, it has been established that countries started to abolish capital controls in 1960s, but due to problems of the Bretton Woods

© Шаповал Ю.І., 2018

system in the early 1970s, this process slowed down and was restored only in early 1980s. It has been revealed that the tendency towards liberalization of capital movements still outweighs the use of control. It was shown that liberalization took place within the framework of the movement towards the OECD, joining the Eurozone, the adoption of the terms of Article VIII of the IMF Statute. Three waves of liberalization of OECD member countries are depicted. The international agreements between the WTO and ASEAN on trade liberalization, which contain provisions for the liberalization of the capital movement are indicated. The approaches to liberalization according to the rate of conducting, namely rapid ("Big Bang") and sequencing, are generalized. It was shown that Israel, the Baltic States, Mexico, Argentina, Peru, and Kenya were liberalizing by an accelerated scenario. The negative experience of Israel, whose financial stability of the economy has been undermined by the sudden abolition of restrictions on capital movements, points to the need to fulfill the conditions for liberalization, as a set out in the recommendations of the IMF. It was found that in most countries, liberalization was conducted with a consistent approach. It has been established that the use of control, as a tool for levelling the impact of capital inflows (in particular, Chile, Brazil, Colombia, Malaysia, Thailand) and outflows (in Malaysia, Thailand) proves its benefits. The focus is on recent crises in the Baltic, Iceland, Cyprus, and Greece, where the introduction of restrictions stabilized the currency and stopped the capital outflow. It is noted that now the trend towards liberalization is more evident among developing countries rather than among developed ones. World experience shows that in order to manage inflow/outflow, central authorities practice the policy of low-interest rates, currency interventions, and, less often, fiscal policies, and capital controls.

Keywords: liberalization, capital flows control, restrictions, inflow, outflow.

В умовах глобальної конкуренції економічні функції національних держав суттєво змінюються, що знаходить свій прояв не тільки у перегляді концептуальних основ регулювання руху капіталу, але й у трансформації напрямів, форм і методів такого регулювання. З 70-х років ХХ ст. спостерігаються два паралельних і водночас діалектично взаємопов'язаних процеси: з одного боку, обмеження регулюючих функцій держави, з іншого – поступове ускладнення форм державного втручання в економіку. У першому випадку йдеться про те, що під впливом транснаціоналізації бізнесу, зростаючої ролі наднаціональних інститутів “розмиваються” географічні кордони національних держав. В іншому – світова економічна криза 2008–2009 рр. довела неефективність інституціональної моделі глобального регулювання валютно-фінансової сфери. “Провали ринку”, підсилені “провалами глобалізації”, об’єктивно зумовлюють перегляд існуючих підходів у питаннях, пов’язаних з лібералізацією руху капіталу.

До глобальної економічної кризи 2008–2009 рр. вважалося, що відкритість економік (насамперед, в частині лібералізації інвестиційних і торговельних режимів) є однією з основних передумов економічного прискорення. Хоча в окремих випадках економічні реалії і спростовували цю догму, поглиблення інтеграції у світовій економіці залишалося вагомим причиною, яка примушувала (іноді навіть всупереч національним інтересам) лібералізувати та дерегулювати сферу руху капіталу. У результаті, як зазначає Е. де Сото, “...країни третього світу і колишні соціалістичні країни були змушені, хоч і з різним ступенем готовності й ентузіазму, піти на створення сприятливого режиму для іноземних інвестицій” [1, с. 14].

Подібне “вимушене настроювання”, як констатує О. Шаров¹, створювало умови, які викликали нові загрози економічній безпеці країн: порушення рівноваги платіжного балансу, посилення волатильності курсу національної грошової одиниці, зниження обсягу валютних резервів, прискорення темпів стихійного переміщення капіталів.

Наслідки впливу розворотів руху капіталу та пов’язаних з ними макроекономічних ризиків для країн, що розвиваються, зокрема після останніх фінансових криз, зумовили переосмислення домінуючих теоретичних постулатів про переваги лібералізації руху капіталу. Хоча довгий період часу контроль за рухом капіталу вважався менш ефективним, ризики, пов’язані з міжнародними потоками капіталу, стали більш очевидними. Отже, більш актуальним для країн, що розвиваються, став підхід, за якого краще, якщо їх економіки будуть відносно фінансово закритими. Крім того, провідними міжнародними експертами у цьому контексті була сформульована так звана “теорема про неможливість”, згідно з якою співіснування глобалізації, демократії та національної держави у довгостроковій перспективі є неможливим [2]. Зростання обсягів припливу та відпливу капіталу ставить перед органами монетарної влади таких економік, як Україна, питання щодо прийняття або протистояння такому потоку, і якою мірою, враховуючи при цьому те, який тип глобальної стратегії домінуватиме – поглиблення інтеграції чи посилення протекціонізму, торговельних і валютних воєн. Актуальність запровадження адекватних підходів у питаннях контролю за рухом капіталу для України посилюється у контексті вже здійснених кроків щодо валютної лібералізації. Так, з метою досягнення цілей, визначених дорожньою картою валютної лібералізації та концепцією нового валютного регулювання, НБУ вже скасував або пом’якшив тимчасові обмеження, запроваджені у 2014–2015 рр. Крім того, було схвалено проект Закону України “Про валюту”² у другому читанні, остаточне прийняття якого також актуалізує проблему управління потоками капіталу³.

З огляду на зазначене, **мета статті** полягає у систематизації особливостей застосування контролю, як реакції на приплив і відплив капіталу в умовах лібералізованих економік, та з’ясування результативності цих заходів.

Лібералізація руху капіталу: еволюція теоретичних підходів. З теоретичної точки зору, лібералізація потоків капіталу може принести вигоди за умови досконалих ринків і повноти інформації. Зокрема, лібералізація може сприяти розподілу ризиків, прискоренню розвитку фінансових ринків через більшу конкуренцію. М. Обстфельд і К. Рогофф стверджували, що вільні міжнародні ринки капіталу дозволяють бідним країнам залучати інвестиції й уникати потрясінь, тим самим підвищувати темпи економічного зростання [3]. Ф. Мартін і Е. Рей, Ч. Виплош, Е. Мендоза, Р. Маккінон зазначали про взаємозв’язок між лібералізацією рахунку операцій з капіталом і довгостроковим економічним зростанням. Основним аргументом на користь лібералізації руху капіталу є той факт, що країна, яка її проводить, стає більш привабливою для іно-

¹ Шаров О.М. Концепція валютного регулювання (неопублікована праця). Київ, 2018.

² Проект Закону України “Про валюту” від 19.03.2018 р. № 8152. URL: http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4_1?pf3511=63668

³ Офіційний сайт Національного банку України. URL: www.bank.gov.ua

земних інвесторів. Так, Дж. Бхагваті стверджував, що відкриті економіки більш схильні до залучення прямих іноземних інвестицій (далі – ПІІ). В. Гастанага підтримав ідею, що країни, які провели лібералізацію рахунку операцій з капіталом, залучають ПІІ частіше, ніж країни, які є закритими. К. К'яв передбачав, що країни, які розвиваються, можуть підвищити привабливість для ПІІ шляхом зменшення перешкод руху капіталу. М. Фратцшер і М. Бусье стверджували, що прискорення економічного зростання відразу після лібералізації часто викликане інвестиційним бумом, який фінансується за рахунок припливу портфельних інвестицій і боргового капіталу. К. Кінга зазначав, що контроль за рухом капіталу призведе до зниження якості ПІІ з точки зору як волатильності, так і масштабів. Дж. Буткевич і Х. Яніккая стверджували, що країни, які розвиваються, з меншою імовірністю отримують переваги від припливу капіталу за наявності контролю за його рухом [4].

Хоча лібералізацію руху капіталу пов'язують з певними вигодами, проте кризові періоди демонструють, що цей процес також може призвести до появи нових ризиків. Зокрема, ризики можуть виникнути через внутрішні (локальні) кредитні буми, “бульбашки” цін на активи, надмірне кредитування в іноземній валюті та структуру зовнішніх зобов'язань. Так, К. Рейнхарт і В. Рейнхарт довели зв'язок між припливом капіталу “bonanza”⁴ і ймовірністю банківської та валютної кризи в країнах, що розвиваються [5]; Е. Мендоса і М. Терронез виявили, що кризи в країнах, що розвиваються, пов'язані з кредитними бумами, які часто передують значному припливу капіталу [6].

У теорії передбачається, що потоки капіталу з розвинених економік у країни з дефіцитом капіталу приносять такі переваги, як вищі інвестиції (частка ВВП); економічне зростання (принаймні тимчасово); згладжування споживання; підвищення ефективності розподілу капіталу внаслідок посилення конкуренції; збільшення ліквідності завдяки кращому управлінню припливом капіталу; зменшення вразливості (диверсифікація портфеля забезпечує кращий розподіл ризиків, а також поліпшує здатність поглинання місцевих шоків через глобальну інтеграцію); посилення ефектів стабілізаційної політики [7, р. 12]. На практиці ж міжнародні потоки капіталу, як правило, спрямовуються від бідних до багатих країн. “Парадокс Лукаса” (“Lucas Paradox”) пояснює це нижчим рівнем людського капіталу, інституційними слабкостями та ризиками економічної політики в країнах, що розвиваються. Останній аргумент на користь позитивної кореляції між економічним зростанням і відпливом капіталу в країнах, що розвиваються, який наводиться у рамках концепту “Загадки розміщення” (“Allocation Puzzle”), зводиться до того, що для країн з більш швидким зростанням, у яких продуктивність капіталу є вищою, характерні менші потоки, ніж для країн з повільним темпом зростання. Крім того, приплив капіталу є нестабільним і, як правило, підвищує волатильність макроекономічних показників і може бути каналом шоків. Приплив, пов'язаний з підвищеною нестабільністю на споживчому ринку та циклами кредитних бумів, може збільшити ризик фінансових криз [7, р. 13].

⁴ Бонанза (англ. “bonanza”) – це епізод припливу великого обсягу капіталу через високу дохідність.

Останні фінансові кризи підтверджують, що системні ризики можуть зростати навіть у період “спокою” економіки⁵. Так, А. Корінек стверджує, що рішення урядів щодо зовнішнього фондування призводять до ефекту “фінансового акселератора”, що відіграє ключову роль при виникненні кризи в країнах, що розвиваються. Цей ефект призводить до недооцінювання системних ризиків, пов’язаних з різними формами потоків капіталу. Внаслідок цього економіки стають надмірно сприйнятливими до фінансової нестабільності [3]. А. Сеза-Б’янчі, А. Ферреро і А. Ребуччі, Р. Кіосакі та Дж. Мур зазначають, що стрибки припливу капіталу чинять зростаючий тиск на обмінні курси (й інші ціни активів), що призводить до підвищення вартості застави, збільшення обсягів запозичень і кредитування [9, р. 11].

Отже, в основі дискурсу про переваги та недоліки контролю за рухом капіталу, з одного боку, лежить спрощене уявлення про переваги припливу капіталу, що перебільшує вигоди, а з іншого – ігнорування того факту, що ускладнення глобалізаційних та інтеграційних процесів обмежує часові й інструментальні можливості для пошуку адекватних рішень стосовно регулювання руху капіталу (рис. 1).

Лібералізація руху капіталу: еволюція практичних підходів. Історична практика використання контролю, як інструменту нівелювання впливу нестабільних потоків капіталу, доводить його переваги. До 1914 р. контроль руху міжнародних потоків капіталу був відносно обмеженим, як і фінансове регулювання (рис. 2). Практика контролю поширилася після Великої депресії: країни, що пережили банківські кризи, забороняли репатріацію коштів. З кризою золотого стандарту (1931 р.) ряд країн посилили обмеження руху капіталу. У міжвоєнний період контроль за відпливом капіталу став більш поширеним. Після Другої світової війни мобільність капіталу та лібералізація торгівлі товарами й послугами стали несумісними, відповідно, у перші роки Бреттон-Вудської системи контроль за рухом капіталу залишався поширеним більше у розвинених країнах, ніж в країнах, що розвивалися, і переважно за відпливом, ніж за припливом [10, р. 4].

У 1960-х та 1970-х роках у багатьох країнах все ще зберігалися обмеження на рух капіталу. Поступовий перехід до лібералізації в останній чверті ХХ ст. був невід’ємною частиною трансформації від централізованого планування до ринкових відносин. Хоча з 1960-х років міжнародні фінансові установи закликали відмовитися від контролю та проводити фінансову лібералізацію, в більшості країн залишалися обмеження на транскордонні операції. Лібералізація в розвинених країнах почалась у 1970-х роках, коли поширилася ідеологія вільного ринку. Дедалі зростаюча інтернаціоналізація бізнесу (зокрема, у формі транснаціональних корпорацій) також суперечила контролю за рухом капіталу. Крім того, домінування США та Великої Британії, як глобальних фінансових центрів, та мотивація європейських країн до поглиблення регіональної інтеграції означали, що перешкоди для руху капіталу повинні бути ска-

⁵ Визначення системного ризику фінансового сектору як уніфікованого поняття було запропоновано у 2009 р. МВФ спільно з Банком міжнародних розрахунків і Радою з фінансової стабільності, як ризик виникнення “збою” в наданні фінансових послуг через погіршення стану всієї фінансової системи або її частини, що несе потенційні серйозні негативні наслідки для економіки [8, р. 6].

совані. У 1980-х роках країни, що розвивалися, почали лібералізацію рахунку операцій з капіталом [10, р. 5]. У 2000-х роках майже всі обмеження руху капіталу між індустріальними країнами були скасовані.

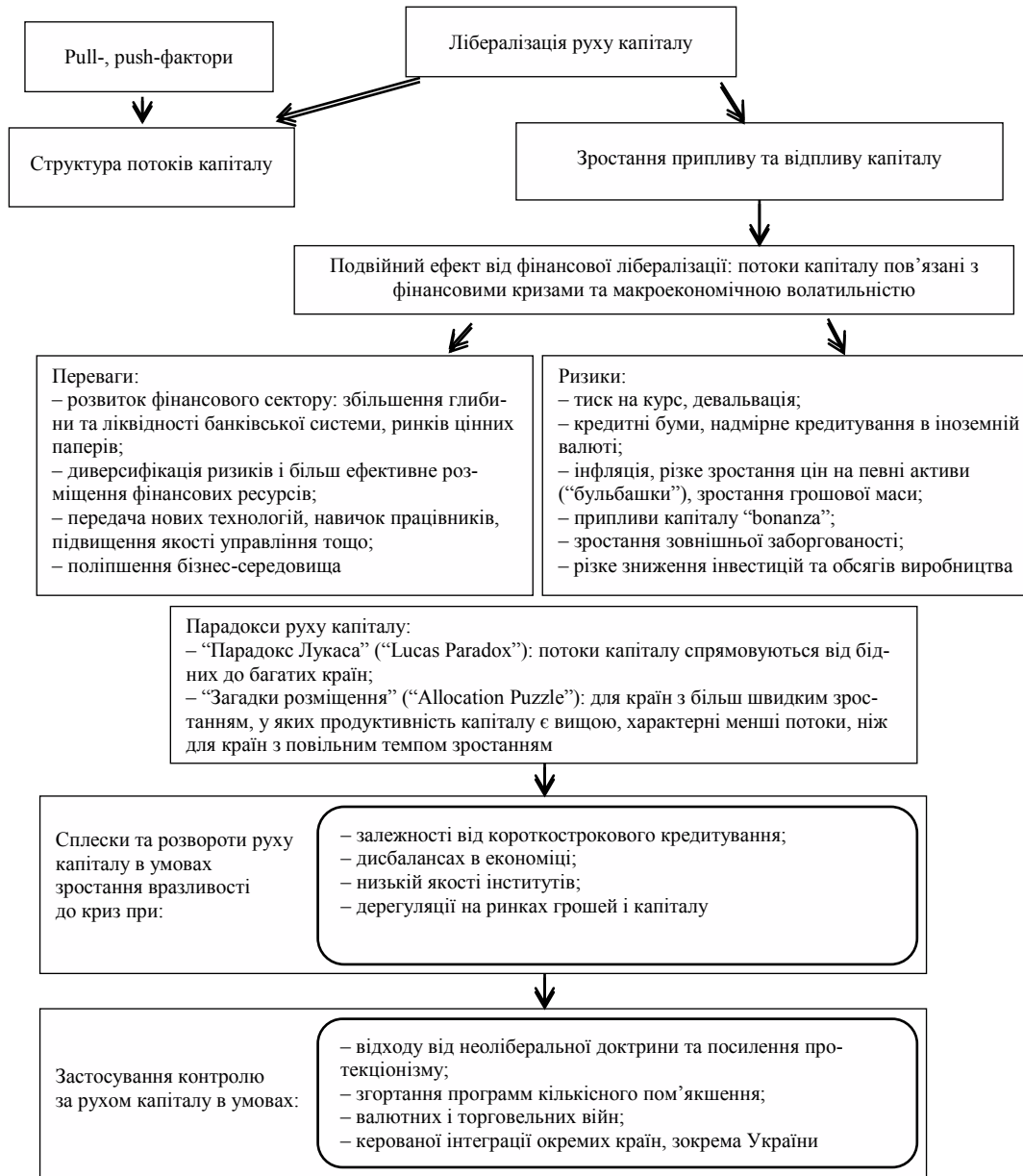


Рис. 1. Діалектика лібералізації та контролю руху капіталу в умовах глобальних трансформацій

Джерело: складено автором.

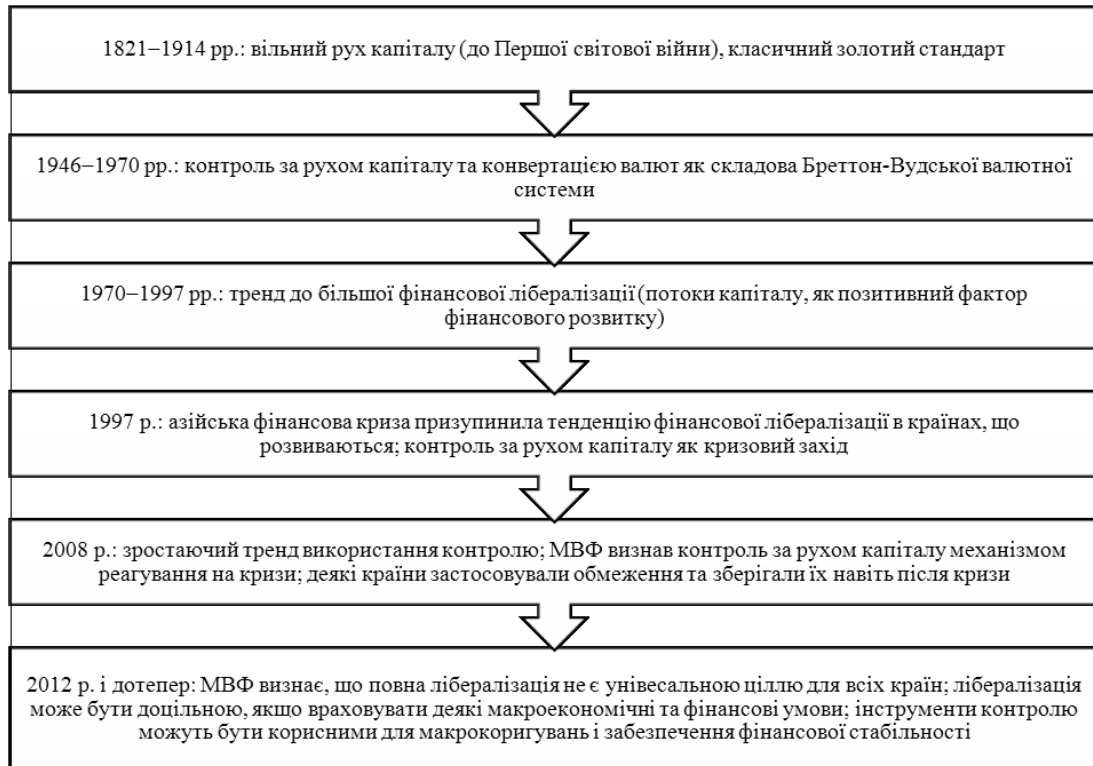


Рис. 2. Еволюція контролю та лібералізації руху капіталу

Джерело: складено автором за [11].

Лібералізації руху капіталу сприяла діяльність, зокрема, Організації економічного співробітництва та розвитку (ОЕСР) та ЄС⁶. Кодекс ОЕСР про лібералізацію капіталу став одним з інструментів тиску на країни-члени з метою скасування контролю. Крім того, політична готовність країн перебувати в Європейському економічному та валютному союзі (ЄВС) заохочувала до скасування контролю. МВФ так само підтримує лібералізацію (згідно зі ст. VIII Статуту МВФ) [12].

Більшість міжнародних угод про лібералізацію торгівлі багатостороннього, регіонального та двостороннього характеру містить положення щодо лібералізації руху капіталу. Відповідно до Генеральної угоди з торгівлі послугами (ГАТС), країни – члени СОТ зобов'язані застосовувати принципи найбільшого сприяння у сфері фінансових послуг і пов'язаних з ними потоків капіталу. Ця угода є досить гнучкою: країни, що мають виняткові обставини, такі як труднощі з платіжним ба-

⁶ У 1958 р. Римським договором було створено Європейське економічне співтовариство (ЄЕС). Можливість вільного руху капіталу в Європі була обмежена положенням, в якому зазначалося, що така лібералізація повинна здійснюватися лише тією мірою, яка необхідна для забезпечення належного функціонування спільного ринку.

лансом, можуть застосовувати тимчасові обмеження на платежі та перекази. Зокрема, Асоціацією держав Південно-Східної Азії (АСЕАН) було обрано гнучкий підхід у послідовній лібералізації потоків капіталу: передбачено, що лібералізація повинна здійснюватися відповідно до готовності економіки, і країни-учасниці можуть запровадити обмеження за певних обставин. Натомість законодавство ЄС забороняє країнам-членам встановлювати обмеження на рух капіталу. Це стосується потоків капіталу як між країнами – членами ЄС, так і між країнами-членами та третіми країнами. Уникнення цього зобов'язання можливе за обмежених умов [12].

Практика показує, що існує два способи проведення лібералізації руху капіталу, які залежать від різних чинників, включаючи ризики, рівень довіри, реальність проведення, інституційну спроможність та витрати (рис. 3) [13, р. 5].

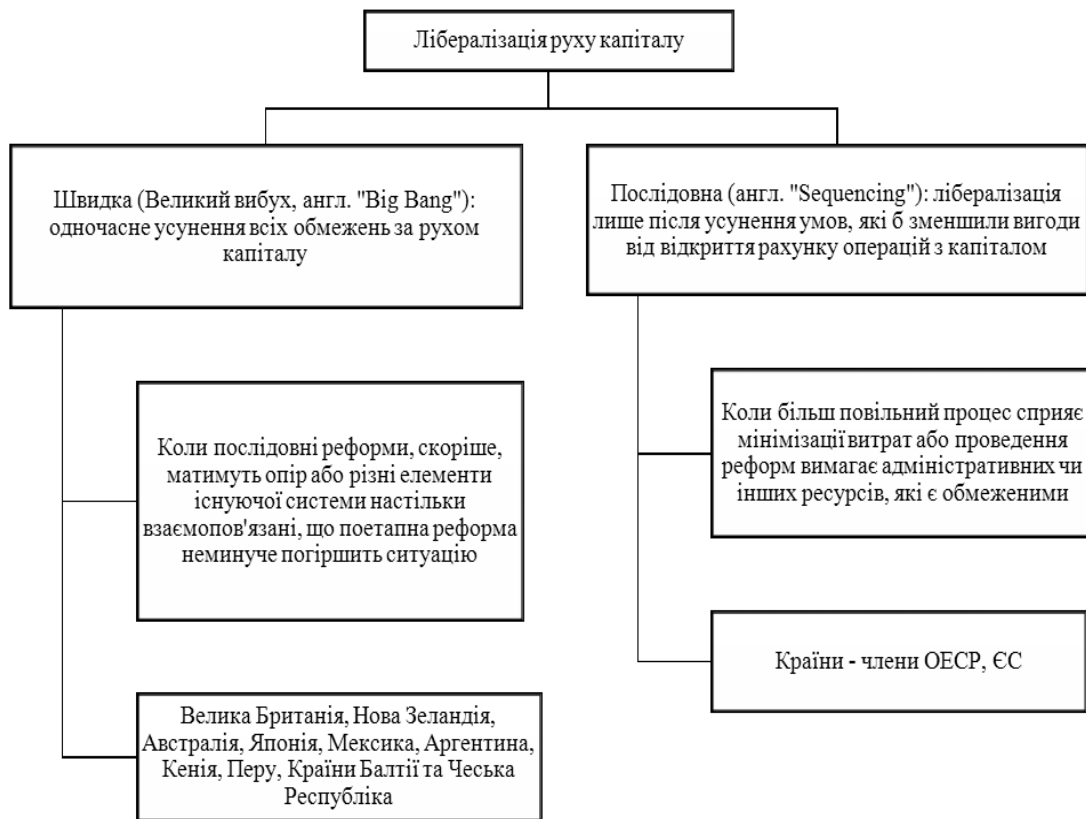


Рис. 3. Підходи до лібералізації рахунку операцій з капіталом

Джерело: складено автором за: [13].

Лібералізація капіталу проводиться найчастіше за послідовним сценарієм (рис. 4).



Рис. 4. Послідовність процесу лібералізації руху капіталу

Джерело: складено автором на основі [9, р. 34].

Послідовний сценарій лібералізації. Лібералізація валютного регулювання в країнах – учасниках ОЕСР відбувалася в умовах їх приєднання до Кодексу лібералізації руху капіталу ОЕСР у 1961 р. Лібералізація проводилася спочатку поступово, а у 1980-х і 1990-х роках – з прискоренням. Протягом перших 25 років було лібералізовано довгострокові потоки капіталу (ПІІ та торговельні операції), а короткострокові – значно пізніше: у 1980-х – на початку 1990-х років. На старті лібералізації було визнано типи країн – членів ОЕСР, що дозволило країнам зі статусом “з середнім рівнем доходу” проводити лібералізацію більш поступово, ніж її проводили розвинені країни. Згодом це змінилось, і нові члени почали стикатися з жорсткими вимогами щодо прискорення темпів лібералізації [14, р. 2].

Перша хвиля лібералізації країн ОЕСР пройшла в розвинених країнах, що приєдналися до ОЕСР у 1960–1970-ті роки (в Австрії, Бельгії, Данії, Франції, Німеччині, Ірландії, Італії, Люксембурзі, Нідерландах, Швеції, Швейцарії, США, Великій

Британії, Канаді, Японії, Фінляндії, Австралії та Новій Зеландії). У цих країнах лібералізація руху капіталу здійснювалася поступово.

Друга хвиля – в країнах “з середнім рівнем доходу” на момент вступу до ОЕСР. Ці країни були звільнені від будь-якого зобов’язання щодо лібералізації руху капіталу. Для країн другої хвилі характерним був досить повільний темп лібералізації (протягом понад 20 років), причому повна лібералізація відбулася тільки наприкінці 1980-х років, а прискорення процесу – з початку 1990-х років.

Третя хвиля – в країнах, що розвивалися, які приєдналися до ОЕСР у 1990-ті роки (у Мексиці, Південній Кореї, Чеській Республіці, Польщі та Угорщині), і перед якими було поставлено вимоги щодо швидшої лібералізації для вступу в зазначену організацію [14, р. 3–4].

Прискорений сценарій лібералізації. У жовтні 1977 р. урядом Ізраїля було прийнято рішення про лібералізацію на валютному ринку за сценарієм “Big Bang”, і реалізація якого здійснювалась на тлі неадекватних макроекономічних умов. Цей процес супроводжувався девальвацією в розмірі 50% і зміною режиму валютного курсу (від повзучої прив’язки до плаваючого курсу). Було скасовано всі обмеження на проведення операцій в іноземній валюті, а також знято контроль за операціями поточного та фінансового рахунків [15, р. 9]. Як результат, інфляція зростає з рівня 43% у 1977 р. до 111% у 1979 р. В умовах швидкої лібералізації не було створено інформаційну інфраструктуру, як альтернативу тій, що існувала в період дії валютного контролю. Коли унаочнився взаємозв’язок між лібералізацією та зростанням інфляції, валютний контроль був відновлений, і Банк Ізраїля повернувся до контролю валютного курсу. Ці заходи не змогли стримати інфляцію, яка збільшилась і досягла рекордного рівня (400% у 1984 р.) [15, р. 10]. У цілому лібералізація 1977 р. не була успішною.

На противагу негативним результатам першої лібералізації друга лібералізація (1987–2005 рр.), яка проводилась одночасно з макроекономічними реформами, дерегуляцією на ринках грошей і капіталу, переходом до довгострокового таргетування інфляції, до вільно плаваючого курсу та повністю конвертованої валюти, виявилась успішною. Протягом близько 20 років під час лібералізації економіка пережила лише два періоди фінансової нестабільності: в 1998 р. через вплив світової фінансової кризи і в 2002 р. через локальні фактори [16, р. 20].

У 1979 р. *Велика Британія*, 1983 р. – *Австралія*, 1984 р. – *Нова Зеландія* скасували практично всі обмеження руху капіталу. Швидка лібералізація в цій групі країн була обумовлена переважно ідеологічними причинами. У *Великій Британії* з прийняттям у 1986 р. закону про фінансові послуги (яким скасовано мінімальні фіксовані комісії торгів і поділ дилерів на тих, які консультували інвесторів; відкрито лондонський фондовий ринок для іноземних інвесторів) було обрано швидкий курс лібералізації (“Big Bang”): запроваджено систему саморегулювання, що дало фінансовій індустрії значну автономію. Ця дерегуляція спричинила появу компаній, які були “занадто ве-

ликими, щоб зазнати невдачі”⁷, що зробило фінансові центри Великої Британії вразливими під час кризи 2008 р. [16].

Серед країн ЄС *Естонія* (1994 р.), *Латвія* та *Литва* (1994–1995 рр.), *Чеська Республіка* (1994–1995 рр., 1999 р., 2001 р.) відносно швидко лібералізували свої рахунки операцій з капіталом, і більшість операцій проводилися без обмежень вже до кінця 1995 р. Унаслідок швидкого темпу лібералізації економіка *Чеської Республіки* до середини 1990-х років була одержувачем масивного припливу капіталу, переважно короткострокового (понад 16% ВВП у 1995 р.). Незважаючи на те, що у 1997 р. країна зазнала незначної валютної кризи, уряд не застосовував інструментів контролю [14, р. 20].

Хоча *Японії* було запропоновано послабити контроль за рухом капіталу ще до вступу в ОЕСР у 1964 р., уряд застосував швидкий варіант лібералізації (“Big Bang”) лише в 1996 р., коли в економіці відбулися структурні зміни в зовнішньому секторі: збільшення активного сальдо платіжного балансу. Ця політика була зосереджена на: сприянні співпраці між банками, установами з торгівлі цінними паперами та страховими компаніями; усуненні регулювання за фінансовими послугами, яке передбачало розподіл на довгострокові та короткострокові види; лібералізації податків і зборів, валютних операцій (скасування вимоги щодо участі 2-х уповноважених іноземних банків) [17, р. 2].

У *Мексикі* лібералізація проводилась у 1989–1990 рр.: уряд дозволив нерезидентам купувати фінансові інструменти на грошовому ринку, інвестувати на фондовій біржі, в т.ч. у внутрішні державні облігації. Як наслідок, Мексика зазнала значного припливу капіталу: в основному короткострокового (близько 7% ВВП у 1992–1994 рр.). Державні облігації, якими володіли іноземці, були ключовим чинником мексиканської кризи 1994–1995 рр. [18, р. 21].

В *Аргентині* (1991 р.), *Кенії* (1991–1995 рр.), *Перу* (1990–1991 рр.) лібералізація передувала періоду суттєвих дисбалансів в економіці. Так, в *Аргентині* лібералізація відбулася після періоду гіперінфляції та падіння попиту на банківські послуги. Ці події спонукали владу у 1991 р. прийняти план, який передбачав створення валютної ради та ліквідацію всіх обмежень операцій за поточним рахунком і рахунком операцій з капіталом. У *Перу* лібералізація проводилась після гіперінфляції, скорочення валютних резервів і різкого зниження обсягів виробництва та інвестицій у кінці 1980-х років. У *Кенії* лібералізація проходила після періоду значного бюджетного дефіциту, погіршення платіжного балансу, недостатнього рівня валютних резервів, високої інфляції та уповільнення темпів економічного зростання. У всіх трьох країнах лібералізація операцій з капіталом була частиною широкомасштабної програми лібералізації, яка включала в себе дерегуляцію фінансової системи (зокрема, процентної

⁷ Вираз “занадто великі, щоб зазнати невдачі” (англ. “too big to fail”) застосовується до фінансових установ, які настільки великі за активами та мають таку кількість економічних зв’язків, що їх банкрутство матиме катастрофічні наслідки для економіки в цілому.

ставки та контролю за кредитною діяльністю), лібералізацію торгівлі та приватизацію державних підприємств.

Після лібералізації відбувся приплив іноземних інвестицій в Аргентину та Перу, і меншою мірою – в Кенію. Подальший вплив капіталу, пов'язаний з мексиканською кризою 1994–1995 рр., відбувся без застосування контролю за рухом капіталу, але з посиленням фіскальної політики та збільшенням ліквідності в банківській системі. Крім того, вжито додаткові заходи щодо подовження строків державного боргу. Значний приплив капіталу у Перу був пов'язаний з ревальвацією національної валюти та погіршенням поточного рахунку. Зростання залежності банків від короткострокового кредитування зробило фінансову систему вразливою, про що свідчило погіршення фінансового стану ряду установ. Проте заходи уряду щодо посилення пруденційного регулювання допомогли підвищити стійкість банків. Після лібералізації економічне зростання відновилося, а інфляція різко скоротилась. У Кенії лібералізація не змогла запобігти економічній кризі, яка супроводжувалася істотним зростанням грошової маси та інфляції, появою зовнішньої заборгованості та різким знеціненням валюти. Криза проходила на тлі виборчого періоду на початку 1990-х років, проблем управління у фінансовій системі, слабкого пруденційного нагляду та затримок структурних реформ [18, р. 31].

Хоча у 1990-ті роки спостерігався сплеск потоків капіталу до країн, які розвивалися, що було зумовлено глобальними чинниками та політикою цих країн щодо лібералізації, яка сприяла збільшенню припливу капіталу, після азійської та мексиканської криз експерти МВФ почали більше приділяти уваги ризикам швидкої лібералізації за відсутності необхідних умов для її проведення.

Особливості застосування контролю за припливом капіталу. Зростання припливу капіталу⁸ до країн, що розвивалися, протягом 1990-х і 2000-х років спричинило в ряді випадків запровадження контролю. Так, у *Чилі* (1991–1998 рр.), *Бразилії*⁹ (1993–1997 рр.), *Колумбії* (1993–1998 рр.), *Малайзії* (1994 р.), *Таїланді* (1995–1997 рр.) застосовувався контроль з метою обмеження припливу короткострокового капіталу, щоб зберегти або посилити автономію монетарної політики. У більшості випадків активне використання стерилізаційних інструментів було першою реакцією на приплив. Обмеження за надходженням капіталу було введено з метою зменшення залежності від політики стерилізації, оскільки такі операції включали витрати центрального банку (внаслідок різниці між вартістю випуску цінних паперів і доходом від іноземних активів). Операції зі стерилізації могли стимулювати додатковий приплив капіталу,

⁸ Приплив довгострокового капіталу був зумовлений структурними факторами, зокрема, широко-масштабними економічними реформами (Чилі, Колумбія та Малайзія) або лібералізацією зовнішніх операцій (Бразилія, Колумбія і Таїланд). Приплив короткострокового капіталу був наслідком високих відсоткових ставок за фіксованих (Таїланд) або сильно керованих валютних курсів (Бразилія, Чилі, Колумбія та Малайзія). Великі та стійкі припливи капіталу ускладнювали проведення грошово-кредитної політики, іноді через відсутність адекватних монетарних інструментів (Таїланд).

⁹ У 1990-х роках було розпочато поступову лібералізацію і досягнуто фінансової відкритості економіки в середині 2000-х.

оскільки вони спричиняли зростання процентних ставок. Контроль за припливом супроводжувався й іншою політикою, включаючи лібералізацію контролю за відпливом (Чилі та Колумбія), коригування або поступове збільшення гнучкості валютного курсу (Чилі та Колумбія) та подальше зміцнення пруденційного регулювання фінансових систем (Чилі, Колумбія та Малайзія). У деяких країнах застосовувалася жорстка фіскальна політика (Чилі та Малайзія), в інших – менш жорстка (Бразилія і Таїланд), а в деяких випадках – слабка, що посилювало тиск на монетарну політику (Колумбія) [18, р. 6; 19, р. 21–24].

У Чилі¹⁰ необхідність скорочення чистого припливу капіталу була зумовлена потребою запобігти девальвації чилійського песо¹¹. Незважаючи на суттєві обмеження руху капіталу на початку 1980-х, порівнюючи з 1990-ми роками, неефективне регулювання банківської системи Чилі спричинило чималий приплив боргового капіталу. Законодавство, ухвалене на початку 1974 р., дозволяло чилійським нефінансовим фірмам і окремим особам запозичувати за кордоном. Проте приплив був обмежений строками погашення. Внаслідок цього концентрація активів через кредитування пов'язаних осіб і очікування фінансової підтримки банків сприяли глибокій фінансовій кризі Чилі в 1982 р. У квітні 1976 р. внаслідок дестабілізуючого ефекту короткострокового припливу капіталу чилійська влада додатково збільшила цей мінімальний строк погашення з 6-ти місяців до 2-х років. У 1979 р. було введено, як додаткове обмеження на короткострокову заборгованість, безпроцентний обов'язковий резерв (“unremunerated reserve requirement” (URR), ісп. “encaje” – мереживо) за всіма іноземними кредитами строком менше ніж 65 місяців. У результаті цих заходів короткостроковий борг у 1981 р. становив лише 19% загальної суми боргу [20, р. 255–256]. Досвід Чилі на початку 1980-х років свідчить, що навіть якщо контроль за рухом капіталу є ефективним в обмеженні короткострокового боргу, це не дає гарантії захисту від валютних криз.

Під час кризи 1998 р. чилійське песо зазнало три раунди спекулятивних атак. Ці турбулентності ознаменувалися різким підвищенням процентних ставок і масовим проведенням валютних інтервенцій¹². Внаслідок цих дій і ряду негативних зовнішніх потрясінь у 1999 р. економіка пережила перший за багато років спад. Проте падіння виробництва було невеликим, порівнюючи з іншими країнами, які також зазнали раптових зупинок припливу капіталу. Крім того, у 1999 р. економіка Чилі уникнула фінансової кризи. Це дало підстави багатьом експертам стверджувати, що застосування безпроцентного обов'язкового резерву (“encaje”) зменшило зовнішню вразливість Чилі і було основним елементом м'якої рецесії. Це вплинуло на скорочення частки короткострокової заборгованості, змінну, яку багато експертів виокремили як ключове

¹⁰ З кінця 1980-х – 1991 рр. було скасовано або пом'якшено адміністративний контроль за припливом капіталу.

¹¹ Крім того, стверджувалося, що контроль за капіталом дозволить забезпечити певний ступінь незалежності грошово-кредитної політики в контексті керованого валютного курсу, який майже до кінця 1990-х років мав діапазон коливальності.

¹² МВФ підтримав введення контролю за припливом капіталу у 1991–1998 рр.

джерело фінансової вразливості. Вплив безпроцентного обов'язкового резерву ("encaje") на рівень і склад потоків капіталу в 1990-х роках свідчить про те, що контроль не був визначальним елементом успіху економічної політики Чилі [20].

На початку 1990-х років у *Бразилії* інфляційні очікування, пов'язані з постійними потребами фінансування державного бюджету, стимулювали велику різницю процентних ставок, що призвело до прискореного припливу капіталу в умовах жорстко керованого валютного курсу. Ці надходження зросли через проведення лібералізації припливу капіталу у 1987–1992 рр. (зокрема, звільнення іноземних інвесторів від податку на прибуток). Проте багаторазові спроби уряду Бразилії обмежити приплив капіталу (з середини 1993 р. було запроваджено податок на фінансові операції (IOF), який став основним інструментом управління припливом капіталу) виявилися невдалими через високі відсоткові ставки за відсутності фіскального коригування [18, р. 45–46].

У *Колумбії* у відповідь на девальвацію песо через значний приплив капіталу у вересні 1993 р. було введено контроль за рухом капіталу в формі URR¹³ (невідшкодувані резервні вимоги на зовнішні запозичення резидентів), а на початку 1994 р. запроваджено режим повзучої прив'язки. Проте приплив приватного капіталу залишався чималим, збільшившись з 5% ВВП у 1993 р. до 8,4% ВВП у 1996 р. Водночас частка середньо- та довгострокового зовнішнього боргу зросла з 40% у 1993 р. до 70% від загального обсягу в 1996 р. [18, р. 49].

У *Малайзії* на початку 1994 р.¹⁴ було введено ряд прямих і регулюючих заходів контролю для обмеження припливу короткострокового капіталу в формі банківських зовнішніх запозичень і депозитів іноземних клієнтів у рингітах, що призвело до девальвації. У цілому застосування контролю у 1994 р. із зниженням процентних ставок і скороченням операцій зі стерилізації сприяли уповільненню припливу короткострокових надходжень та зміні складу припливу капіталу [18, р. 50].

У *Таїланді* реформа фінансового сектору відставала від проведення лібералізації руху капіталу. Крім того, лібералізація короткострокових потоків у поєднанні з високими внутрішніми відсотковими ставками призвела до істотного та нестабільного нарощування короткострокових зобов'язань банками та небанківськими установами. Контроль 1995–1996 рр.¹⁵ у Таїланді скоротив приплив капіталу та зменшив частку короткострокових припливів, частку короткострокової заборгованості й зростання облігацій нерезидентів у тайському баті [18, р. 52]. Проте це погіршило довіру інвесторів, і згодом приплив капіталу різко уповільнився.

Країни, які застосовували контроль за відпливом капіталу. У період азійської кризи 1997 р.¹⁶ в *Малайзії*¹⁷ (обмеження були запроваджені у вересні 1998 р., а

¹³ МВФ підтримав введення контролю за припливом капіталу у 1993–2000 рр.

¹⁴ МВФ не підтримав введення контролю за припливом капіталу.

¹⁵ МВФ підтримав введення контролю за припливом капіталу.

¹⁶ Під час азійської кризи 1997 р. економіки Китаю та Індії не сильно постраждали, оскільки на той момент уряди не скасували обмеження на рух капіталу.

¹⁷ МВФ частково підтримав введення контролю за відпливом капіталу.

повністю зняті у грудні 2002 р.), і в Таїланді¹⁸ (обмеження були запроваджені у травні 1997 р., а зняті – у січні 1998 р.) контроль було введено в умовах, коли вже було лібералізовано рахунок операцій з капіталом. У Таїланді нерезиденти могли вільно отримувати кредити в локальній валюті від банків-резидентів. У Малайзії було лібералізовано більшість потоків відпливу портфельних інвестицій (виняток становили потоки корпорацій щодо внутрішніх запозичень) і прийнято ліберальний підхід до припливу портфельних інвестицій. У країні було також лібералізовано транскордонні операції у рингиті, в тому числі трансакції, пов'язані з торгівлею, та фінансові операції з нерезидентами; була дозволена офшорна торгівля цінних паперів у рингиті. Внаслідок цього було розвинуто офшорний ринок як для рингиту, так і для тайського бату [18, р. 18].

Хоча обмеження руху капіталу в Таїланді були в основному спрямовані на нерезидентів (на форвардні операції, вимоги до експортних поставок і вимоги до виручки в тайському баті від продажу акцій, що підлягала конвертації), контроль також поширився й на резидентів. Застосування цих обмежень не зупинило падіння курсу національної валюти (50% через 6 місяців після встановлення обмежень), різке скорочення резервів (20% – через 6 місяців) і зростання процентних ставок [21, р. 5].

Малайзія вважається прикладом успішного досвіду застосування обмежень руху капіталу, оскільки на відміну від інших кризових економік регіону уряд Малайзії дотримувався власної стратегії, яка передбачала запровадження контролю за відпливом короткострокового капіталу у поєднанні з фіксованим курсом¹⁹. Після спроби пом'якшити відплив за рахунок підвищення процентних ставок уряд ввів у вересні 1998 р. набір обмежень, які закрили всі юридичні канали для офшорної торгівлі національною валютою. Обмеження дозволили владі акумулювати резерви на фоні стабільного валютного курсу та реалізувати політику, спрямовану на поживлення економіки, зокрема зниження процентних ставок [21, р. 5].

Інструменти фіскальної політики були недостатньо використані для пом'якшення значного припливу капіталу в країнах Балтії²⁰, де грошово-кредитна політика була обмежена валютними комітетами [22, р. 17]. У відповідь на різке зростання припливу капіталу й розширення кредитування: у 1997 р. монетарна влада Естонії підвищила коефіцієнт достатності капіталу з 8% до 10%, розширила резервні вимоги (включивши чисті зобов'язання перед іноземними банками), ввела вимогу додаткової ліквідності в розмірі 3% необхідної резервної бази; у 2004 р. влада Латвії збільшила резервні вимоги, значно розширила резервну базу та збільшила офіційні процентні ставки; у 2007 р. у Литві підвищено вимоги до капіталу для конкретних банків [22, р. 13]. Коли у листопаді 2008 р. уряд Латвії націоналізував Parag Bank, щоб уникнути банкрутства банку, було запроваджено часткове замороження депозитів. Цей захід був незначним обмеженням руху капіталу, і МВФ погодився щодо необхідності його застосування. Обмеження були повністю скасовані у грудні 2011 р. [22, р. 15].

¹⁸ МВФ не підтримав введення контролю за відпливом капіталу.

¹⁹ У 1998 р. МВФ критично оцінював введення контролю за відпливом капіталу.

²⁰ Провели лібералізацію руху капіталу у 1992 р.

Лібералізація руху капіталу в Ісландії розпочалась у 1994 р. внаслідок приєднання до Європейської економічної зони, а приватизація та лібералізація банківської системи – у 2003 р. У 2008 р. після банкрутства трьох найбільших ісландських банків було введено жорсткі обмеження на виведення капіталу з метою стабілізації курсу ісландської крони²¹. Контроль поширювався на трансакції як резидентів, так і нерезидентів. Курс національної валюти вдалося стабілізувати в короткі строки. Хоча обмеження були застосовані як тимчасовий захід (до 6 місяців), вони діяли понад 6 років (їх почали пом'якшувати лише у 2015 р.). Контроль за відпливом було послаблено у два етапи – у жовтні 2016 р. та у січні 2017 р. 12 березня 2017 р. було оголошено про укладення угоди з декількома найбільшими власниками офшорних крон і скасування більшості інших кризових обмежень, що означало повернення Ісландії на міжнародні фінансові ринки [23, р. 5]. Домашні господарства та підприємства більше не підпадали під обмеження валютних операцій, іноземних інвестицій, хеджування або транскордонного кредитування чи вимог репатріації в іноземній валюті. Проте обмеження поширилися на торгівлю похідними фінансовими інструментами не для цілей хеджування, а на транскордонні операції з іноземною валютою без посередництва фінансової компанії та кредитування в іноземній валюті резидентами нерезидентів [23, р. 30].

Кіпр став першою країною, яка запровадила обмеження вільного руху капіталу в рамках валютного союзу наприкінці березня 2013 р., коли банківська система постраждала від збитків унаслідок реструктуризації грецької державної заборгованості²². З метою запобігання масовому відпливу ліквідності були обмежені операції рахунку з капіталом, зокрема, зняття депозитів у банках і грошові перекази за кордон (наприклад, місячні ліміти для фізичних осіб у розмірі 20 тис. євро, а для туристів – 10 тис. євро). Кіпр отримав фінансову допомогу від ЄС та МВФ на суму 10 млрд фунтів стерлінгів. З травня 2014 р. були зняті всі обмеження щодо внутрішнього контролю капіталу, і до січня 2015 р. всі інші обмеження також були скасовані.

У 2010 р. урядом Греції вдалося уникнути застосування контролю за рухом капіталу, проте лише до відновлення кризи у 2015 р. Незважаючи на членство у валютному союзі²³ (у Греції обмеження на рух капіталу були зняті в травні 1994 р.), 28 червня 2015 р. були введені обмеження після тривалої економічної кризи на тлі загрози виходу країни з Єврозони. Хоча встановлені обмеження виявились ефективними (зокрема, було уповільнено відплив депозитів з банківської системи), економіка країни перейшла до рецесії. З 1 вересня 2017 р. було послаблено заходи контролю за рухом капіталу, а повне скасування очікується до кінця 2018 р.

Дані МВФ показують (рис. 5 і 6), що кількість заходів лібералізації припливу та відпливу капіталу (264) перевищує кількість застосування обмежень (74). Тенденція

²¹ Обмеження були запроваджені за підтримки МВФ.

²² У 2012 р. уряд Греції реструктуризував свій суверенний борг, переклавши збитки на власників облігацій приватного сектору, серед яких були великі та недостатньо капіталізовані банки Кіпру, які вже постраждали від фінансової кризи 2008 р.

²³ Європейська комісія дозволила Греції ввести контроль за рухом капіталу через вагомні підстави для порушення європейського законодавства.

до лібералізації помітна більше серед країн, що розвиваються, ніж розвинених. Це підтверджується й де-юре індексом відкритості операцій з капіталом Чін-Іто (“Chinn-Ito”)²⁴ (рис. 7).

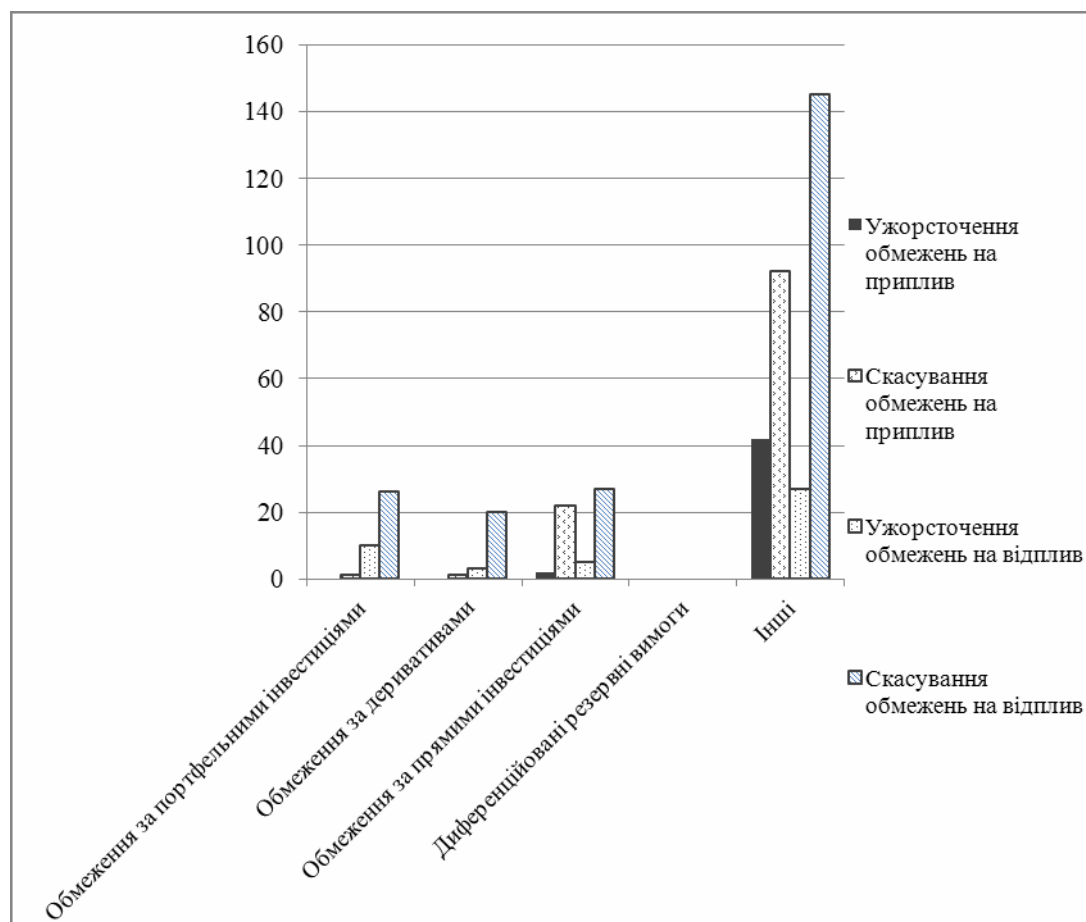


Рис. 5. Застосування обмежень руху капіталу в розвинених країнах у 2013–2016 рр., кількість заходів

Джерело: складено автором за: [23, р. 31; 25].

²⁴ Індекс Чін-Іто (“Chinn-Ito”) (2006, 2008) заснований на 4-х компонентах: змінна, яка визначає наявність декількох обмінних курсів (k1), змінна обмежень на операції з поточним рахунком (k2), змінна обмежень на операції з капіталом (k3), змінна, яка визначає вимогу про видачу експортних надходжень (k4). Більше значення індексу характеризує вищий ступінь фінансової відкритості держави і навпаки. Слід зауважити, що різка зміна індексу в 1996 р. пояснюється переглядом методології звіту МВФ про валютні режими та валютні обмеження (AREAER). Крім того, індекс не фіксує поступових змін в контролі капіталу: якщо все обмеження не скасовано, то значення “KAOPEN” залишається незмінним.

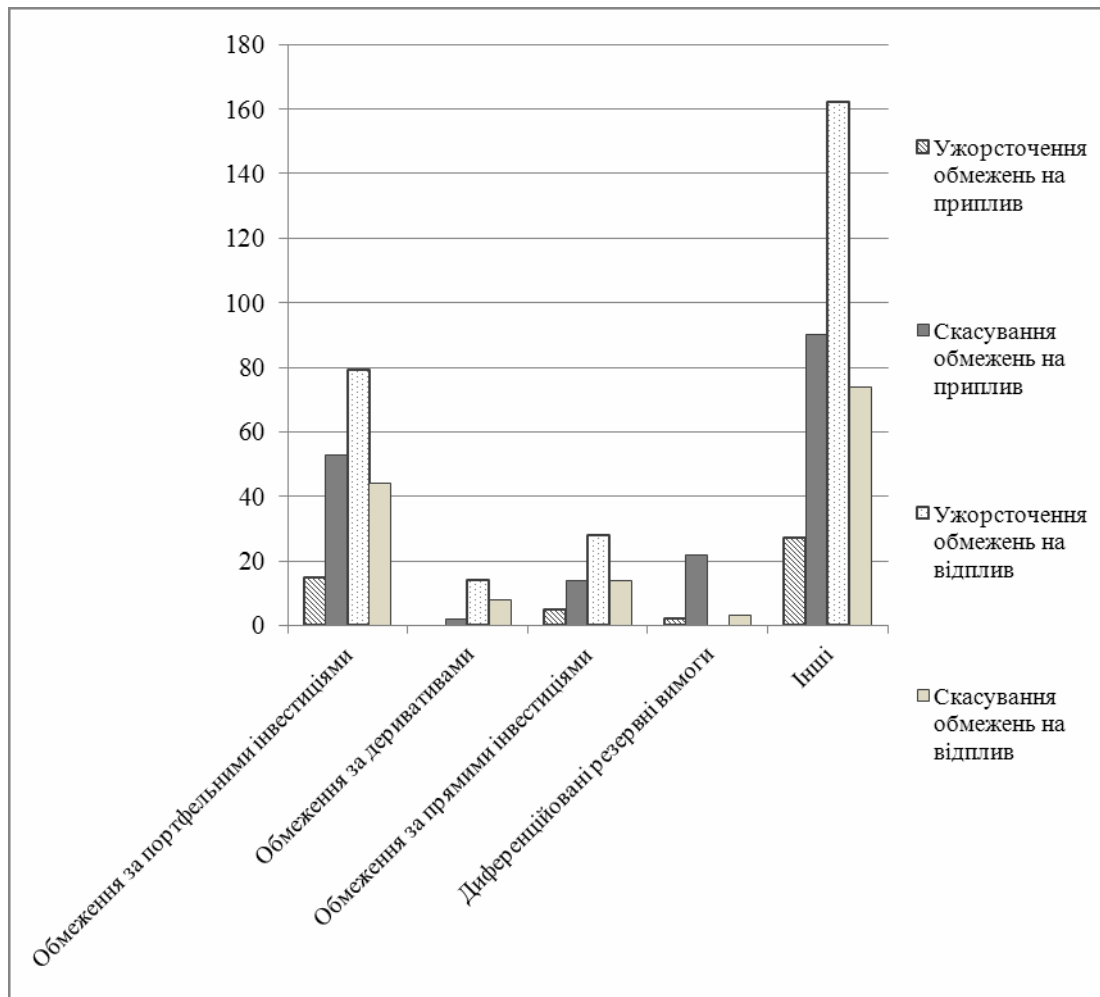


Рис. 6. Застосування обмежень руху капіталу в країнах, що розвиваються, у 2013–2016 рр., кількість заходів

Джерело: складено автором за: [24, р. 31; 25].

Сьогодні у лібералізованому світі застосовують різні варіанти політик реагування на приплив капіталу: частіше – монетарні інструменти (політику низьких процентних ставок), валютні інтервенції, рідше – фіскальну політику, контроль за рухом капіталу (табл. 1). Центральні банки країн, що проводили валютні інтервенції, спиралися на сильні міжнародні резерви, а ті, які опинились у кризі, встановлювали обмеження за рухом капіталу. Світовий досвід показує, що немає чіткого механізму реагування на зміни руху капіталу, і країни повинні вдаватися до “раціонального” поєднання політик, залежно від конкретних обставин [24].

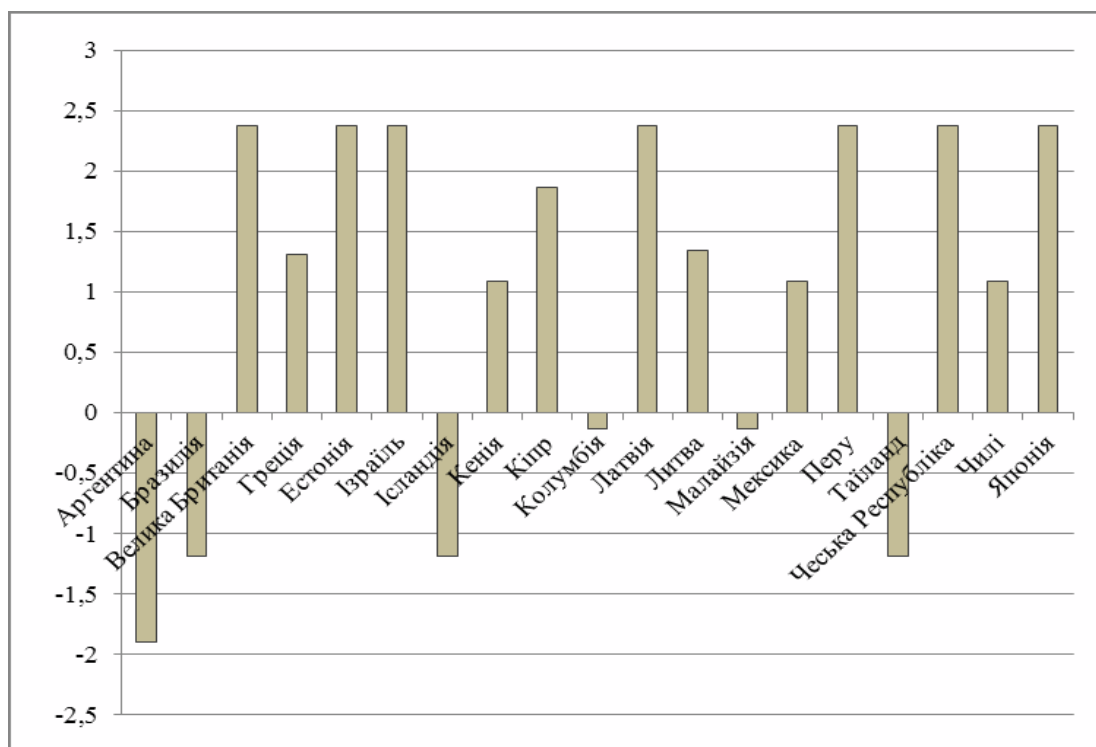


Рис. 7. Індекс Chinn-Ito окремих країн у 2015 р.

Джерело: складено автором за: [26].

Внаслідок розворотів руху капіталу у країнах, де валюти не девальвували, і валютні ризики не були великими, гнучкість валютного курсу стала основним амортизатором (у Бразилії, Індонезії, Росії, Південній Африці, Туреччині та на Філіппінах). Більшість країн проводили валютні інтервенції, накопичивши для цього достатні резерви. Втручання було спрямоване переважно на пом'якшення надмірної нестабільності та відновлення належних ринкових умов (у Мексиці, Польщі й Таїланді). У деяких країнах втручання призвело до зниження обсягів резервів нижче, ніж відповідний рівень (у Малайзії та Туреччині), але уповільнення відпливу капіталу дало змогу розпочати відновлення обсягів резервів (в Індонезії й Туреччині). У поєднанні з інтервенціями багато країн використовували процентну політику: деякі країни підвищили процентні ставки у відповідь на зростаючу інфляцію, частково обумовлену девальвацією (Бразилія, Росія та Південна Африка), або у відповідь на тиск зовнішніх боргів (Македонія, Індія, Росія та Туреччина). Тим не менш, кілька країн послабили монетарну політику (Чилі, Китай, Корея, Мексика, Перу, Польща і Таїланд), оскільки інфляція була в межах цільового рівня. Зміна потоків капіталу виявилася шоком для багатьох країн з високим рівнем державного боргу. У відповідь уряди ряду країн раціоналізували структури витрат, скоротивши паливні субсидії або оголосивши плани щодо

фіскальної консолідації (Бразилії, Індії, Індонезії та Південної Африки). Чилі, Корея та Таїланд змогли послабити як монетарну, так і фіскальну політику, оскільки мали адекватні фіскальні буфери [24, р. 18].

Таблиця 1

Інструментарій реагування на розвороти руху капіталу у 2013–2016 рр.

Гнучкий валютний курс	Валютні інтервенції	Політика монетарної рестрикції	Експансійна фіскальна політика	Обмеження на вплив капіталу
Бразилія Індонезія Філіппіни Росія Південна Африка Туреччина	Білорусь Бразилія Індія Індонезія Китай Корея Македонія Малайзія Мексика Перу Польща Росія Таїланд Україна Філіппіни	Бразилія Індія Македонія Росія Південна Африка Туреччина	Бразилія Китай Корея Македонія Перу Росія Таїланд Туреччина Філіппіни Чилі	Білорусь Греція Ісландія Китай Кіпр Македонія Росія Україна Філіппіни

Джерело: складено автором за: [24, р. 19].

Висновки. Країни почали скасовувати контроль за рухом капіталу у 1960-х роках. Проте через проблеми Бреттон-Вудської системи на початку 1970-х років цей процес уповільнився і лише на початку 1980-х років – відновився. У цілому лібералізація проходила в рамках руху до ОЕСР та вступу до Єврозони. Швидкість визначалася вимогами багатосторонніх організацій до лібералізації валютного регулювання. Поступовість лібералізації залежала від початкових економічних умов і проводилася переважно за послідовним підходом. Досвід лібералізації в країнах, що обрали швидкий сценарій (“Big Bang”), підкреслює важливість одночасного проведення макроекономічних реформ, дерегуляції на ринках грошей і капіталу та переходу до вільно плаваючого курсу. За відсутності всіх необхідних передумов лібералізація може збільшити вразливість до зовнішніх і внутрішніх шоків.

Після мексиканської та азійської криз МВФ просував ідею послідовності проведення лібералізації руху капіталу. Як наслідок, лібералізація не тільки спричинила збільшення масштабу потоків капіталу, але й вплинула на механізми трансмісії та поширення криз. За останньої хвилі нестабільності на фінансовому ринку відбулася зміна акцентів щодо контролю за рухом капіталу. Після фінансової кризи 2008 р. позиція МВФ стала більш “лояльною” у питаннях використання контролю, як інструменту врегулювання кризових ситуацій. Незважаючи на те, що вжиття контролю суперечить багатостороннім угодам, уряди вдавалися до нього, щоб тимчасово обмежити деякі види потоків капіталу та валютних операцій, які могли б призвести до нестабільності валютних курсів.

Обмеження тиску на валютний курс було одним з головних мотивів запровадження контролю. Обмеження, введені за кризових обставин, мали і адміністративний характер, та стосувались банків і кредитних установ. Це були країни з менш гнучким валютним курсом і більш низьким рівнем фінансової відкритості. Хоча деякі країни почали пом'якшувати або скасовувати обмеження вже через півроку або рік після їх запровадження, уряди, як правило, зловживали строком їх дії.

Внаслідок проведення фінансової лібералізації багато країн, що розвиваються, зокрема, в Азії та Латинській Америці, зіткнулися з масовим припливом спекулятивного капіталу. Після використання стерилізаційних інструментів органи монетарної влади застосовували такі заходи регулювання, як обов'язковий резерв (URR), податок на фінансові операції (IOF), ужорсточення валютних обмежень. Їх досвід свідчить про те, що контроль за припливом змінює склад іноземного капіталу, зменшуючи короткострокові нестабільні боргові потоки. Контроль же за дестабілізуючим впливом капіталу рідко був успішним, оскільки не охоплював всі прогалини законодавства або обмеження було легко обійти. Інакше кажучи, комплексність інструментів контролю відіграє важливу роль в ефективності обмежень і залежить від рівня розвитку фінансового ринку та характеру потоків капіталу. У більшості країн застосування обмежень за впливом і припливом у кризові періоди призвело до зниження рівня волатильності валютного курсу.

Хоча в більшості випадків обмеження руху капіталу не дозволили досягти усіх поставлених цілей, вони найчастіше були необхідною мірою протидії фінансовій кризі та зіграли важливу роль у стабілізації валютного курсу і забезпеченні середньострокової фінансової стійкості національних економік.

Отже, враховуючи практичний досвід інших країн, в Україні поетапна лібералізація (згідно з дорожньою картою валютної лібералізації та концепцією нового валютного регулювання НБУ) повинна здійснюватися в комбінації з інструментами контролю за рухом капіталу. Зняття обмежень, що передбачено проектом Закону України "Про валюту", є передчасним на сучасному етапі розвитку вітчизняної економіки через відсутність реальних макроекономічних передумов до лібералізації та може призвести до відпливу капіталу з України.

Список використаних джерел

1. Де Сото Э. Загадка капитала. Почему капитализм торжествует на Западе и терпит поражение во всем остальном мире. Москва: ЗАО "Олимп-Бизнес", 2004. 271 с.
2. Rodrik D. The Globalization Paradox: Democracy and the Future of the World Economy. New York and London: W.W. Norton, 2011. 368 p. URL: <https://drodrik.scholar.harvard.edu/publications/globalization-paradox-democracy-and-future-world-economy>
3. Korinek A. Regulating capital flows to emerging markets: An externality view. 2010. May. 39 p. URL: <http://www.hec.unil.ch/documents/seminars/deep/404.pdf>
4. Gammoudi M., Cherif M. Capital Account Openness, Political Institutions and FDI in the MENA Region: An Empirical Investigation. *Discussion Paper*. 2015. February 18. No. 2015-10. 24 p. URL: <http://www.economics-ejournal.org/economics/discussionpapers/2015-10>
5. Reinhart C.M., Reinhart V.R. Capital flow bonanzas: an encompassing view of the past and present. *NBER Working Paper*. 2008. September. No. 14321. URL: <http://www.nber.org/papers/w14321.pdf>

6. Mendoza E.G., Terrones M.E. An Anatomy Of Credit Booms: Evidence From Macro Aggregates And Micro Data. *NBER Working Paper*. 2008. May. No. 14049. URL: <http://www.nber.org/papers/w14049.pdf>
7. Dealing with large and volatile capital flows and the role of the IMF. *ECB Occasional Paper Series*. 2016. September. No. 180. 57 p. URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scopops/ecbop180.en.pdf?0001f5df909966d972f1df6047a5241>
8. Key Aspects of Macroprudential Policy. *IMF Policy Paper*. 2013. June 10. 61 p. URL: <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/061013b.pdf>
9. Increasing Resilience to Large and Volatile Capital Flows: the Role of Macroprudential Policies. *IMF Policy Paper*. 2017. September. 44 p. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2017/07/05/pp060217-increasing-resilience-to-large-and-volatile-capital-flows>
10. Ghosh A.R., Qureshi M.S. What's In a Name? That Which We Call Capital Controls. *IMF Working Paper*. 2016. February. 44 p. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2016/wp1625.pdf>
11. Klein M. Capital Controls: Gates versus Walls. *Brookings Papers on Economic Activity*. 2012. 317–367 p. URL: https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2012/09/2012b_Klein.pdf
12. Bakker A., Chapple B. Advanced Country Experiences with Capital Account Liberalization. *IMF Occasional Paper*. 2002. September 26. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/nft/op/214/index.htm>
13. Nsouli S.M., Rached M., Funke N. The Speed of Adjustment and the Sequencing of Economic Reforms: Issues and Guidelines for Policymakers. *IMF Working Paper*. 2002. August 1. No. 02/132. 37 p. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/30/The-Speed-of-Adjustment-and-the-Sequencing-of-Economic-Reforms-Issues-and-Guidelines-for-15978>
14. Griffith-Jones S., Gottschalk R., Cirera X. The OECD experience with capital account liberalisation. Brighton: Institute of Development Studies, University of Sussex. 2000. November. 22 p. URL: <https://www.ids.ac.uk/ids/global/finance/pdfs/caloeecd2.pdf>
15. Balfour O., Shelly B., Soffer R. Israel's financial account liberalization. Bank of Israel. Foreign exchange activity department. 2005. August. 22 p. URL: <http://www.boi.org.il/deptdata/neumim/neum190e.pdf>
16. Robertson J. How the Big Bang changed the City of London for ever. *BBC News*. 2016. October 27. URL: <http://www.bbc.com/news/business-37751599>
17. Yaguchi M. Changes of Tokyo Financial Market: From a Perspective of a Global Financial Center. 2018. February. Vol. 3. 6 p. URL: https://www.iima.or.jp/Docs/newsletter/2018/NL2018No_3_e.pdf
18. Ariyoshi A., Habermeyer K., Laurens B., Otker-Robe I., Canales-Kriljenko J., Kirilenko A. Capital Controls: Country Experiences with Their Use and Liberalization. *IMF Occasional Paper*. 2000. May 17. 119 p. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/op/op190/index.htm>
19. Baba C., Kokenyne A. Effectiveness of Capital Controls in Selected Emerging Markets in the 2000s. *IMF Working Paper*. 2011. December. 44 p. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp11281.pdf>
20. Cowan K., De Gregorio J. International borrowing, capital controls and the exchange rate: lessons from Chile. *Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies: Policies, Practices and Consequences* / S. Edwards (ed.). Chicago: University of Chicago Press, 2007. 241–296 p. URL: <http://www.nber.org/chapters/c0154>
21. Saborowski C., Sanya S., Weisfeld H., Yopez J. Effectiveness of Capital Outflow Restrictions. *IMF Working Paper*. 2014. January. WP/14/8. 33 p. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2014/wp1408.pdf>
22. Grønn A., Fredholm M. Baltic and Icelandic Experience of Capital Flows and Capital Flow Measures. *IMF Working Paper*. 2013. December. WP/13/242. 33 p. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp13242.pdf>
23. Article IV consultation – press release; staff report; and statement by the executive director for Iceland. *IMF Country Report*. 2017. June. No. 17/163. 45 p. URL: <https://www.imf.org/en/>

Publications/CR/Issues/2017/06/22/Iceland-2017-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-and-Statement-by-the-44998

24. Capital Flows – Review of Experience with the Institutional View on the Liberalization and Management of Capital Flows. *IMF Policy Paper*. 2016. December. 55 p. URL: <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2016/110416a.pdf>

25. Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions. *IMF Report*. 2016. November 11. 78 p. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/Annual-Report-on-Exchange-Arrangements-and-Exchange-Restrictions/Issues/2017/01/25/Annual-Report-on-Exchange-Arrangements-and-Exchange-Restrictions-2016-43741>

26. Chinn M., Ito H. What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions. *Journal of Development Economics*. 2006. October. Vol. 81, Issue 1. P. 163–192. URL: http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm

Отримано 28.05.18 та оновлено 11.06.18

References

1. De Soto, H. (2004). The mystery of capital. Why capitalism triumphs in the West and fails everywhere else. Moscow: ZAO “Olymp-Byznes” [in Russian]

2. Rodrik, D. (2011). The Globalization Paradox: Democracy and the Future of the World Economy. New York and London: W.W. Norton. URL: <https://drodrik.scholar.harvard.edu/publications/globalization-paradox-democracy-and-future-world-economy> [in English]

3. Korinek, A. (2010, May). Regulating capital flows to emerging markets: An externality view. URL: <http://www.hec.unil.ch/documents/seminars/deep/404.pdf> [in English]

4. Gammoudi, M., Cherif, M. (2015, February 18). Capital Account Openness, Political Institutions and FDI in the MENA Region: An Empirical Investigation. *Discussion Paper*, 2015-10. URL: <http://www.economics-ejournal.org/economics/discussionpapers/2015-10> [in English]

5. Reinhart, C.M., Reinhart, V.R. (2008, September). Capital flow bonanzas: an encompassing view of the past and present. *NBER Working Paper*, 14321. URL: <http://www.nber.org/papers/w14321.pdf> [in English]

6. Mendoza, E.G., Terrones, M.E. (2008, May). An Anatomy Of Credit Booms: Evidence From Macro Aggregates And Micro Data. *NBER Working Paper*, 14049. URL: <http://www.nber.org/papers/w14049.pdf> [in English]

7. Dealing with large and volatile capital flows and the role of the IMF. (2016, September). ECB *Occasional Paper Series*, 180. URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbop180.en.pdf?ff0001f5df909966d972f1df6047a5241> [in English]

8. Key Aspects of Macroprudential Policy. (2013, June 10). *IMF Policy Papers*. URL: <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/061013b.pdf> [in English]

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

10. Ghosh, A.R., Qureshi, M.S. (2016, February). What’s In a Name? That Which We Call Capital Controls. *IMF Working Paper*. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2016/wp1625.pdf> [in English]

11. Klein, M. (2012). Capital Controls: Gates versus Walls. *Brookings Papers on Economic Activity*, 317–367. URL: https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2012/09/2012b_Klein.pdf [in English]

12. Bakker, A., Chapple, B. (2002, September 26). Advanced Country Experiences with Capital Account Liberalization. *IMF Occasional Paper*. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/nft/op/214/index.htm> [in English]

13. Nsouli, S.M., Rached, M., Funke, N. (2002, August 1). The Speed of Adjustment and the Sequencing of Economic Reforms: Issues and Guidelines for Policymakers. *IMF Working Paper*, 02/132. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/30/The-Speed-of-Adjustment-and-the-Sequencing-of-Economic-Reforms-Issues-and-Guidelines-for-15978> [in English]
14. Griffith-Jones, S., Gottschalk, R., Cirera, X. (2000, November). The OECD experience with capital account liberalisation. Brighton: Institute of Development Studies, University of Sussex. URL: <https://www.ids.ac.uk/ids/global/finance/pdfs/caloeed2.pdf> [in English]
15. Balfour, O., Shelly, B., Soffer, R. (2005, August). Israel's financial account liberalization. Bank of Israel. Foreign exchange activity department. URL: <http://www.boi.org.il/deptdata/neumim/neum190e.pdf> [in English]
16. Robertson, J. (2016, October 27). How the Big Bang changed the City of London for ever. *BBC News*. URL: <http://www.bbc.com/news/business-37751599> [in English]
17. Yaguchi, M. (2018, February). Changes of Tokyo Financial Market: From a Perspective of a Global Financial Center. 3. URL: https://www.iima.or.jp/Docs/newsletter/2018/NL2018No_3_e.pdf [in English]
18. Ariyoshi, A., Habermeier, K., Laurens, B., Otker-Robe, I., Canales-Kriljenko, J., Kirilenko, A. (2000, May 17). Capital Controls: Country Experiences with Their Use and Liberalization. *IMF Occasional Paper*. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/op/op190/index.htm> [in English]
19. Baba, C., Kokenyne, A. (2011, December). Effectiveness of Capital Controls in Selected Emerging Markets in the 2000s. *IMF Working Paper*. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp11281.pdf> [in English]
20. Cowan, K., De Gregorio, J. (2007). International borrowing, capital controls and the exchange rate: lessons from Chile. In S. Edwards (Ed.), *Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies: Policies, Practices and Consequences* (pp. 241-296). URL: <http://www.nber.org/chapters/c0154> [in English]
21. Saborowski, C., Sanya, S., Weisfeld, H., Yopez, J. (2014, January). Effectiveness of Capital Outflow Restrictions. *IMF Working Paper*, WP/14/8. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2014/wp1408.pdf> [in English]
22. Grønn, A., Fredholm, M. (2013, December). Baltic and Icelandic Experience of Capital Flows and Capital Flow Measures. *IMF Working Paper*, WP/13/242. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp13242.pdf> [in English]
23. Article IV consultation – press release; staff report; and statement by the executive director for Iceland. (2017, June). *IMF Country Report*, 17/163. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2017/06/22/Iceland-2017-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-and-Statement-by-the-44998> [in English]
24. Capital Flows – Review of Experience with the Institutional View on the Liberalization and Management of Capital Flows. (2016, December). *IMF Policy Paper*. URL: <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2016/110416a.pdf> [in English]
25. Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions. (2016, November 11). *IMF report*. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/Annual-Report-on-Exchange-Arrangements-and-Exchange-Restrictions/Issues/2017/01/25/Annual-Report-on-Exchange-Arrangements-and-Exchange-Restrictions-2016-43741> [in English]
26. Chinn, M., Ito, H. (2006, October). What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions. *Journal of Development Economics*, 81, 1, 163-192. URL: http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm [in English]

Received on 28.05.18 and updated on 11.06.18