

# Міжнародний досвід лібералізації руху капіталу

■ **Марія Репко**  
Центр економічної стратегії

■ **Олександр Кашко**  
Центр економічної стратегії

■ **Ірина Піонтківська**  
Центр економічної стратегії

*Головну увагу в дослідженні зосереджено на такому інструменті регуляторної політики, як обмеження на рух капіталу та валютне регулювання. У статті висвітлено міжнародний досвід управління потоками капіталів, розглянуто результати політики багатьох країн світу щодо управління рухом капіталу та валютного регулювання, а також підсумовано рекомендації міжнародних фінансових організацій із цього приводу.*

*З огляду на глобалізацію економічних процесів та високий рівень відкритості економіки України, стратегічною метою реформи валютного регулювання в країні має стати поступова лібералізація руху капіталу. Саме це зокрема зафіксовано в Угоді про Асоціацію між Україною та Європейським Союзом, інших документах. Для того, щоб повною мірою скористатися перевагами лібералізації та мінімізувати ризики, пов'язані з волатильністю потоків капіталу, необхідно впровадити низку заходів, спрямованих на поліпшення інституційної спроможності управляти наслідками як припливу, так і відпливу капіталу на проміжних етапах лібералізації.*

*Викладений підхід загалом відповідає Комплексній програмі розвитку фінансового сектору України до 2020 року, Меморандуму між МВФ та Україною й Угоді про Асоціацію між Україною та Європейським Союзом.*

**JEL: F2, F3, G18, G28**

**Ключові слова:** транскордонний рух капіталу, валютне регулювання, лібералізація, міжнародний досвід.

## 1. Чому міжнародний досвід лібералізації актуальний для України?

Падіння економіки та вплив капіталу внаслідок розгортання воєнних дій та політико-економічної кризи у 2014–2015 роках змусили НБУ вдатися до жорстких заходів валютного регулювання, щоб заспокоїти валютний ринок та зменшити тиск на платіжний баланс. Запроваджені НБУ заходи адміністративного валютного регулювання допомогли стабілізувати валютний ринок та поліпшити стан платіжного балансу, проте ці заходи разом із застарілою конфігурацією валютного регулювання стримують процес відновлення економічного зростання. Тому питання лібералізації валютного регулювання нині є одним із найбільш пріоритетних в економічній політиці держави.

Для України це тим більше важливо, що протягом усього періоду незалежності транскордонний рух капіталу був обмеженим, особливо щодо інвестування резидентів за кордон, а чинна законодавча рамка збереглася із ранніх пострадянських часів.

З одного боку, порівняно легкий прилив боргового капіталу під час висхідного економічного циклу в середині 2000-х через валютне кредитування обернувся на розвороті глобального тренду в 2008–2009 роках стрімким зростанням левериджу компаній та погіршенням якості активів банківської системи внаслідок девальвації гривні. В подальшому схожа проблема спіткала державу: оскільки дефіцит бюджету і платіжного балансу фінансувався завдяки зовнішнім запозиченням, після кризи 2014–2015 року боргове навантаження на бюджет стрімко зросло. Девальвація гривні збільшила оцінку боргу, деномінованого в іноземній валюті, і відповідає приблизно за дві третини зростання відношення сукупного державного боргу до ВВП.

З іншого боку, в часи незалежності економічні агенти-резиденти України практично не мали змоги інвестувати в закордонні активи. Таке інвестування обмежувалося в основному офшорними юрисдикціями з метою оптимізації оподаткування, а також інвестиціями великого бізнесу. Навіть за умов абсолютно обмеженого доступу українських резидентів усередині країни до світових фінансових ринків ринок цінних паперів так і не дістав належного розвитку, не зростає якість корпоративного управління. Якісний та широкий ринок фінансових послуг (управління активами, недержавні пенсійні фонди, хедж-фонди тощо) за цих умов також не розвинувся. Причинами такого стану (хоча дані питання потребують окремого дослідження) можуть бути відсутність конкуренції за кошти інвесторів з боку іноземних емітентів із високими стандартами прозорості, корпоративного управління та якісного захисту прав акціонерів і кредиторів. Не останню роль тут відіграла також відсутність в Україні ефективної судової системи. Основними інвестиційними інструментами залишилися депозити в банках та (для населення) готівкова іноземна валюта.

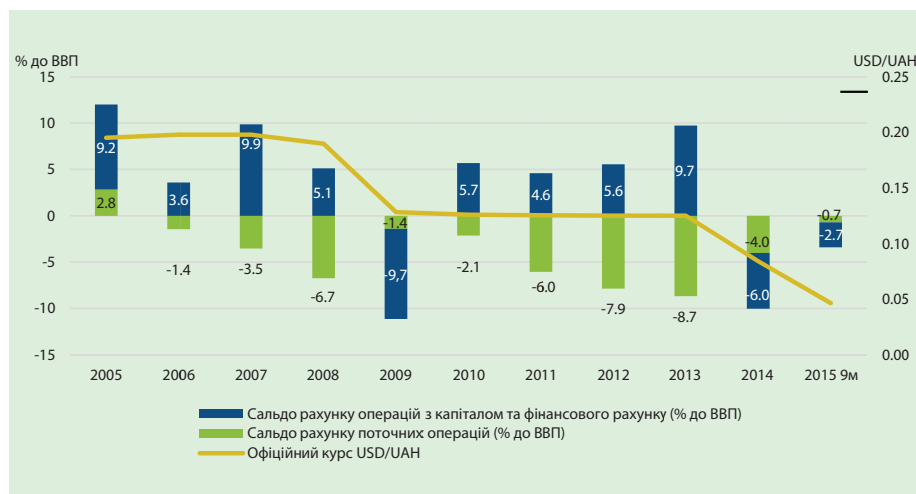
Водночас стандарти нагляду банківської системи були порівняно слабкими, що давало змогу недобросовісним власникам банків з українським капіталом виводити кошти вкладників на пов'язані компанії, а також використовувати банківські установи в ролі розрахункових центрів для власного бізнесу. З початку 2014 року НБУ вивів з ринку 64 банки, у п'яти банках працює тимчасова адміністрація. Загалом це близько 40% загальної кількості банків, які працювали на ринку до кризи 2014 року. Характерно, що жоден із ліквідованих банків не належав іноземним банківським групам. Станом на кінець 2015 року з 13 найбільших українських банків (приблизно 80% активів банківської системи) лише п'ять належали українським власникам (три з них – державні). Таким чином, є всі підстави стверджувати, що лібералізація руху акціонерного капіталу в пострадянські часи і поява в результаті цього в Україні іноземного банківського капіталу сприяла стабільності вітчизняної банківської системи.

З огляду на глобалізацію економічних процесів та високий рівень відкритості економіки України, стратегічною метою реформи валютного регулювання в країні має стати поступова лібералізація руху капіталу. Саме це зокрема зафіксовано в Угоді про Асоціацію між Україною та Європейським Союзом та інших документах. Для того, щоб повною мірою скористатися перевагами лібералізації та мінімізувати ризики, пов'язані з волатильністю потоків капіталу, необхідно впровадити низку заходів, спрямованих на поліпшення інституційної спроможності управляти наслідками як припливу, так і відпливу капіталу на проміжних етапах лібералізації.

Лібералізація транскордонного руху капіталу сприяє прискоренню економічного розвитку, оскільки приплив іноземного капіталу дає змогу фінансувати структурні дефіцити поточних рахунків, які утворюються в результаті швидкого зростання інвестиційної та споживчої активності. В довгостроковій перспективі приплив капіталу сприяє розвитку фінансового сектору в країнах-реципієнтах і розширює можливості для інвестицій усередині країни шляхом полегшення доступу економічних агентів до фінансових ресурсів, стимулюючи таким чином економічний розвиток.

Згідно з рекомендаціями IMF (2013a) зняття обмежень на рух капіталу, запроваджених для боротьби з кризовими явищами, має бути поступовим і виваженим кроком, оскільки зниження бар'єрів на міжнародний рух капіталу в країнах, що розвиваються, несе економічні ризики для країн-реципієнтів. Висока проциклічність глобального руху капіталу зумовлює сильну волатильність цих потоків у країнах, що розвиваються. Це призводить до ще більш вираженої циклічності економічних процесів – періодів зростання та спаду. В Україні ми мали змогу спостерігати подібний ефект під час криз 2008 – 2009 рр. та 2014 – 2015 рр., коли розворот тренду припливу боргового капіталу зумовлював важкі кризи платіжного балансу та призводив до стрибкоподібної девальвації гривні після тривалих періодів фіксованого курсу (див. рисунок 1).

**Рисунок 1. Платіжний баланс та офіційний курс USD/UAH**



Джерело: статистичні дані Національного банку України.

Тому в процесі фінансової лібералізації багато країн, що розвиваються, практикували і практикують використання інструментів контролю за рухом капіталу з метою зменшення негативних наслідків для своїх економік різкого припливу чи відпливу капіталу (Kose and Prasad, 2012; World Bank, 2005). Використання інструментів впливу на рух капіталу залежить від причин та масштабів проблем, які виникли в економіці.

Зокрема, агрегований із різних джерел міжнародний досвід щодо використання обмежень на рух капіталу (IMF, 2013a; IMF, 2013b) свідчить, що:

- використання адміністративних обмежень повинно бути тимчасовим антикризовим заходом;
- приплив капіталу легше контролювати, ніж його відплив;
- запровадження обмежень має бути одномоментним і широкомасштабним;
- ефективність обмежень на рух капіталу вища, якщо фінансова система країни має високі стандарти регулювання та нагляду, котрі знижують ризики уникнення таких обмежень;
- запровадження нових обмежень тягне за собою великі адміністративні витрати.

У процесі лібералізації необхідно враховувати досвід країн, котрі вже пройшли цей шлях, та рекомендації міжнародних організацій, які супроводжували даний процес або сприяли йому в різних країнах. Це допоможе мінімізувати ризики розгортання кризових явищ та досягти максимального економічного ефекту в результаті лібералізації. Тому головну увагу в своєму дослідженні ми зосереджуємо на висвітленні міжнародного досвіду з цього питання та рекомендаціях міжнародних організацій, котрі необхідно врахувати в подальшій політиці управління рухом капіталів в Україні.

## 2. Переваги та ризики лібералізованого руху капіталу

З огляду на глобалізацію та нинішній рівень розвитку фінансових інструментів і послуг, а також на відкритий характер економіки України, де значною є частка імпорту й експорту, фінансова лібералізація, безперечно, прискорить економічний розвиток, сприятиме ефективнішому використанню ресурсів (як фінансових, так і матеріальних), допоможе поширенню сучасних технологій та поліпшить можливості диверсифікації ризиків. У підсумку це створить підґрунтя для сталого та збалансованого економічного розвитку і зростання добробуту населення.

Повна лібералізація руху капіталу стимулюватиме приплив довгострокового капіталу в реальний сектор економіки та реалізацію економічного потенціалу України. Можливість вільного виходу з інвестицій в українські активи та спрощення процедур конвертації і переказу валют є важливим фактором припливу нових інвестицій та розвитку й посилення ліквідності внутрішнього фінансового сектору. А це, в свою чергу, сприятиме розвитку інструментів хеджування валютного ризику та інших фінансових інструментів. У результаті підприємства реального сектору матимуть кращі умови фінансування – як завдяки розширенню кількості інструментів, так і завдяки нижчій вартості капіталу. Вкладники отримають вигідніші умови розміщення своїх заощаджень, у тому числі пенсійних. Підвищення ліквідності грошового ринку посилить попит на гривню за рахунок додаткових іноземних гравців, що зменшуватиме навантаження на резерви НБУ в періоди спекулятивних коливань.

Для українських компаній та населення лібералізація відпливу капіталу розширить можливості для диверсифікації активів. Полегшення доступу економічних агентів до закордонних фінансових ресурсів сприятиме згладжуванню коливань в обсягах споживання та інвестицій у випадку зовнішніх шоків на основних експортних ринках.

Водночас, фінансова лібералізація сприятиме глибшій інтеграції України в глобальні економічні процеси, що може спричинити більшу волатильність валютного курсу та потребуватиме підвищення стандартів управління ризиками як на рівні регулятора, так і з боку інших учасників ринку.

Таблиця 1. Переваги та недоліки вільного руху капіталу для економік, що розвиваються

	<i>Вільний рух капіталу</i>	<i>Обмежений рух капіталу</i>
<i>Переваги</i>	Кращий доступ до міжнародного інвестиційного капіталу	Фінансування дефіцитів за неринковими ставками
	Нижча/ринкова вартість фінансових ресурсів для реального сектору	Більш автономна монетарна політика
	Наявність широкого спектра фінансових інструментів для внутрішнього інвестора	Можливість надання урядом преференцій окремим учасникам ринку
	Розвинутий фінансовий сектор	Нижча волатильність обмінного курсу/можливість утримання фіксованого курсу
	Розвиток пенсійних фондів завдяки можливостям диверсифікації	
	Вища бюджетна дисципліна	
	Вища продуктивність використання інвестиційних ресурсів	
	Конкурентніше середовище	
<i>Недоліки/ризики</i>	Висока волатильність потоків капіталу	Обмежений доступ реального сектору до фінансових ресурсів
	Фінансування бюджетного дефіциту на ринкових засадах	Менш конкурентне середовище у фінансовому секторі
	Більша волатильність обмінного курсу	Вища вартість фінансових ресурсів
	Необхідність упровадження високих стандартів пруденційного нагляду	Вища ймовірність непродуктивних інвестицій
	Менша автономність (необхідність активнішої) монетарної політики	Вища вартість ведення бізнесу
	Вища ймовірність розгортання кризових явищ	Низький ступінь розвитку фінансового сектору
		Обмежений спектр фінансових інструментів для внутрішнього інвестора
		Низький рівень ризику менеджменту у фінансовому секторі
		Більша ймовірність ринкових викривлень (пошук ренти, корупція)
	Високі витрати на адміністрування обмежень	

Джерело: Центр економічної стратегії.

Ризики лібералізації руху капіталу багатократно зростають, якщо лібералізацію проводить країна, яка не досягла достатнього рівня фінансового та інституційного розвитку (як приклад – перші спроби лібералізації в Туреччині та Ізраїлі (IMF, 2013b). За відсутності відповідного рівня пруденційного регулювання та нагляду (який має постійно вдосконалюватися з огляду на розвиток фінансових інновацій) фінансова відкритість економіки може створити стимули для фінансових інституцій брати на себе занадто високі ризики, що, зрештою, призводить до припливу короткострокових волатильних інвестицій, особливо в не виробничі сектори (наприклад, на ринок нерухомості). Це може спричинити утворення “цінових бульбашок” на таких ринках. Раптовий відплив короткострокових інвестицій спроможний викликати кризу ліквідності й банківські труднощі (World Bank, 2005). Проте нещодавні дослідження (Hartwell, 2014) довели, що ймовірність розгортання кризових явищ зменшується з поглибленням процесу фінансової лібералізації за умови проведення виваженої макроекономічної політики та гнучкості обмінного курсу.

З точки зору регулятора вільний рух капіталу накладає обмеження на проведення автономної грошово-кредитної політики для невеликої відкритої економіки, якою є Україна, оскільки центральний банк постає перед “класичною трилемою”: не можна одночасно контролювати вартість грошей усередині країни, обмінний курс та рух капіталу. Грошово-кредитна політика фінансово відкритих економік, що розвиваються, може мати певний ступінь автономності, хоча й існують обмеження щодо цілей, яких вона здатна досягти (Obstfeld, 2015). Obstfeld (2015) зазначає, що в країнах, де немає фіксованого валютного курсу, існує значний рівень монетарної автономії, зокрема, щодо впливу на короткострокові процентні ставки, але в довгостроковій перспективі процентні ставки демонструють високий ступінь кореляції в різних країнах із невисокою залежністю від режиму валютного курсу.

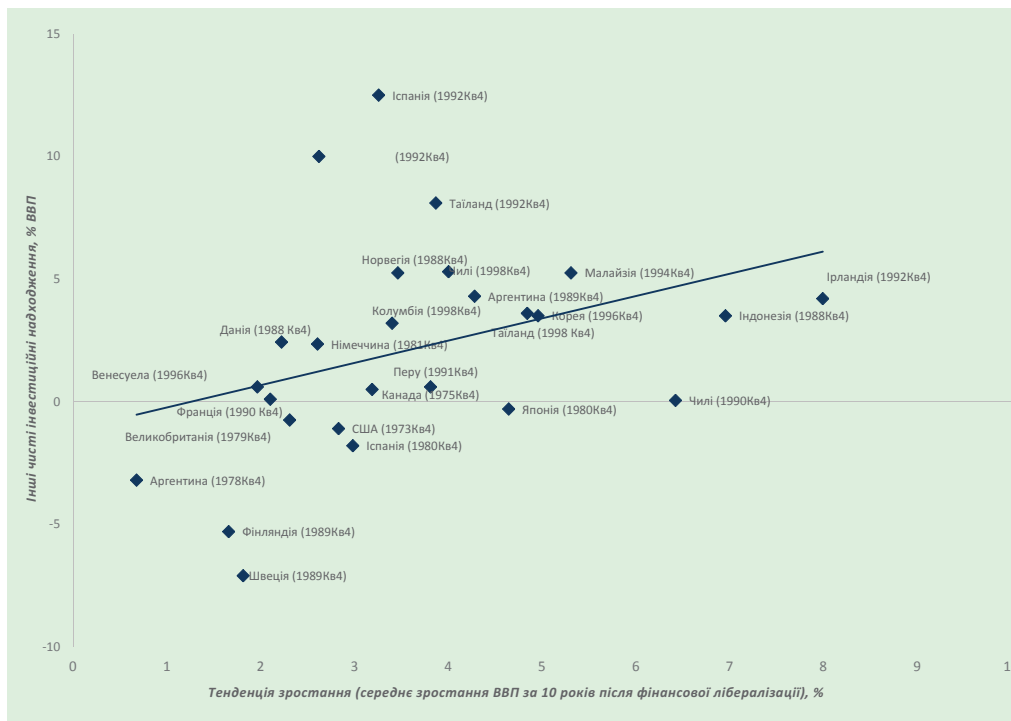
### 3. Міжнародний досвід

З огляду на загальну глобалізацію у світі, загалом серед країн, що розвиваються, та країн із перехідною економікою нині зберігається тенденція до лібералізації фінансових потоків. Зміни в індексі обмежень на рух капіталу (Chinn and Ito, 2015) (розраховується на основі щорічного звіту МВФ щодо валютообмінних режимів та обмежень на рух капіталу (IMF, 2012, 2013, 2014 Annual Reports) свідчать, що кількість економік світу, котрі класифікуються як здебільшого фінансово відкриті, із середини 1990-х до 2010 року зросла із 78 до 93 з-поміж 185 країн (Chinn and Ito, 2015). Втім, кількість здебільшого фінансово закритих економік за той самий період зменшилася лише незначним чином (із 65 до 62).

Лібералізація транскордонного руху капіталу сприяє прискоренню економічного розвитку, оскільки приплив іноземного капіталу дає змогу фінансувати структурні дефіцити поточних рахунків, які утворюються в результаті швидкого зростання інвестиційної та споживчої активності. Також вільний міжнародний рух капіталу дає змогу диверсифікувати інвестиції. Емпіричні дослідження (Saadi and Sun, 2012) впливу потоків капіталу на економічний розвиток свідчать про позитивний ефект від припливу прямих іноземних інвестицій та інших неборгових потоків, особливо для країн, що розвиваються, та країн із перехідною економікою, в тому числі завдяки позитивному впливу імпорту сучасних технологій. У довгостроковій перспективі приплив капіталу сприяє розвитку фінансового сектору в країнах-реципієнтах і розширює можливості для інвестицій усередині країни, полегшуючи доступ економічних агентів до фінансових ресурсів та стимулюючи економічний розвиток. У країнах, котрі повністю лібералізували рух капіталу, спостерігалася тенденція до сталого економічного зростання в довгостроковій перспективі не лише завдяки припливу прямих іноземних інвестицій (позитивний вплив яких на економічний розвиток країн-реципієнтів добре задокументовано в економічній літературі), а й за рахунок припливу більш волатильних категорій інвестицій (IMF, 2013b). Рисунок 2 демонструє позитивну кореляцію між чистим припливом іноземних інвестицій за статтею “Інші інвестиційні надходження”<sup>1</sup> після повної фінансової лібералізації та середніми темпами економічного зростання впродовж десяти років потому. Це опосередковано свідчить на користь лібералізації в довгостроковому періоді, хоча і не є доказом прямої залежності одного від іншого, оскільки, крім іноземних інвестицій, на економічне зростання може впливати багато інших факторів.

<sup>1</sup> “Інші інвестиційні надходження” – категорія інвестицій, якій притаманна висока волатильність, до неї не входять прямі та портфельні іноземні інвестиції і похідні фінансові інструменти. IMF, (2007) Balance of Payments and International Investment Position Manual. 6th Edition, Chapter 6. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2007/pdf/chap6.pdf>.

**Рисунок 2. Кореляція між довгостроковим економічним зростанням та зміною обсягів припливу інвестицій із-за кордону в період: один рік до лібералізації/один рік після лібералізації**



\* Тенденція зростання визначається як середнє зростання реального ВВП протягом десяти років після повної лібералізації.

Джерело: IMF (2013b).

Не варто забувати про те, що висока проциклічність глобального руху капіталу зумовлює волатильність потоків капіталу з- та в країну, і це також призводить до більш вираженої циклічності внутрішніх економічних процесів – періодів зростання та спаду. Таким чином, для країн, що розвиваються (якщо вони є реципієнтами потоків капіталу), це може посилювати циклічні коливання та ризики, пов’язані з ними, і потребуватиме відповідного і швидкого коригування фіскальної та монетарної політики.

Досвід країн, котрі лібералізували рух капіталу, свідчить, що в перші роки після відкриття рахунку капіталу відбувався масовий приплив капіталу в країну (IMF, 2012a; IMF, 2013b; Hartwell, 2014). Це спричиняло девальваційний тиск на валюту країни-реципієнта, протистояти якому за допомогою стерилізаційних операцій центрального банку не завжди вдавалося. В результаті конкурентоспроможність експортних товарів знижувалася з подальшим погіршенням торговельного балансу, ціни в неторговельних секторах зростали не виправдано швидко (бум на ринках нерухомості), як і внутрішнє кредитування, споживання та інвестиції за рахунок припливу фінансових ресурсів із-за кордону, в тому числі короткострокового боргу. Все це, зрештою, призводило до погіршення макроекономічних показників – розширення дефіциту поточного рахунку, підвищення інфляційного тиску, сповільнення зростання ВВП і згодом – до зменшення припливу або й до відпливу іноземного капіталу навіть за відсутності інших негативних факторів.

У зв’язку із циклічними коливаннями на глобальних ринках різка зміна припливу капіталу відпливом призводила до того, що девальваційний тиск зростав, ціни на ринках нерухомості падали, а рівень проблемних активів на балансах банківських установ збільшувався надвисокими темпами. Залежно від масштабу цих процесів країни поставали або перед тимчасовими фінансовими труднощами, або перед системними кризами платіжного балансу, банківськими та/або валютними кризами. Все це потребувало коригування монетарної та фіскальної політики, а то й повернення до використання обмежень на рух капіталу.

Накопичений досвід подолання наслідків та застосування різних антикризових інструментів дають можливість зробити висновки щодо ефективності використання різних заходів політики контролю за рухом капіталу, які допомагають уникнути або зменшити негативні наслідки волатильності потоків капіталу для країн, що розвиваються.

### 3.1. Характер заходів з управління рухом капіталу

У процесі фінансової лібералізації багато країн, що розвиваються, практикували і практикують використання інструментів контролю за рухом капіталу та з метою зменшення для своїх економік негативних наслідків різкого припливу чи відпливу капіталу (IMF, 2012, 2013, 2014 Annual Reports).

#### Адміністративні та ринково орієнтовані інструменти управління рухом капіталу

Використання інструментів впливу на рух капіталу залежить від причин та масштабів проблем, які виникли в економіці. Розрізняють дві широкі категорії обмежень на рух капіталу (Klein, 2012) (див. таблицю 2):

- 1) адміністративні обмеження (отримання дозволів, заборони на окремі трансакції);
- 2) ринково орієнтовані або цінові заходи контролю (оподаткування, резервні вимоги тощо).

**Таблиця 2. Приклади обмежень руху капіталу та окремі випадки їх застосування**

Обмеження відпливу капіталу		Обмеження припливу капіталу	
<i>Адміністративні</i>			
Заборона репатріації дивідендів	Україна (2014–2015), Малайзія (1998)	Ліміти на залучення короткострокового капіталу резидентами	Індонезія (2011)
Обмеження (мораторій) на зняття депозитів та купівлю готівкової іноземної валюти	Україна (2014–2015), Аргентина (1994, 2001)	Мінімальний період утримання внутрішніх активів на балансі до перепродажу	Індія, Індонезія (2011)
Обов'язковий продаж експортної виручки	Україна (1998, 2014), Таїланд (1997)	Отримання дозволу або вимога реєстрації міжнародних запозичень	Корея (2010), Кіпр, Україна
Період затримки виведення виручки нерезидентів від продажу внутрішніх активів за межі країни	Ісландія (2008)	Обмеження строковості боргових запозичень	Індія, Україна (2008)
Мінімальний період перебування іноземного капіталу в країні	Чилі (1990-ті), Індія		
Затримка конвертації доходів нерезидентів від продажу внутрішніх активів (від 5 днів до 12 місяців)	Україна (2008), Малайзія (1998)		
Заборона конвертації активів, деномінованих у внутрішній валюті	Ісландія (2008)		
<i>Ринково орієнтовані (цінові обмеження)</i>			
Оподаткування виручки нерезидентів від продажу цінних паперів	Малайзія (1998)	Оподаткування процентного доходу та доходів від продажу внутрішніх цінних паперів нерезидентами	Корея (2011), Таїланд (2010)
Множинність обмінних курсів	Аргентина (2002–2013), Венесуела (2003–2015)	Резервування частини припливу короткострокового капіталу на окремих рахунках у центробанку	Чилі (1990-ті), Словенія (1995–1999)
		Оподаткування портфельних інвестицій та припливу боргового капіталу	Бразилія (2009)

Джерела: Міжнародний валютний фонд, Національний банк України, Центр економічної стратегії.

Адміністративні обмеження, як правило, є менш прозорими, більш дискреційними (відданими на розсуд чиновника, який приймає рішення) та більше викривлюють діяльність економічних агентів, тоді як ринково орієнтовані покликані, радше, дестимулювати певні трансакції (підвищуючи їхню вартість, а не повністю їх забороняючи) та є прозорими, зрозумілими й обов'язковими для всіх правилами гри, за якими працює ринок.

### **Тривалість застосування заходів контролю за рухом капіталу**

Вважається, що тривале застосування політики контролю за рухом капіталу в більшості випадків має негативні наслідки для економіки (IMF, 2012a; Klein, 2012; Saborowski et al., 2014). Зокрема, воно знижує рівень дисципліни учасників фінансових ринків та контролю за державними фінансами, звужує простір для фінансування інвестиційних проектів та зменшує можливості резидентів для диверсифікації своїх активів, негативно позначаючись на економічному зростанні. Також існують витрати держави, пов'язані з моніторингом і контролем дотримання валютних регулювань та інших обмежень. Існування обмежень непрямо заохочує економічних агентів до пошуку ренти й корупційних дій, аби обійти заборони. Таким чином, тривале використання обмежень на рух капіталу є контрпродуктивним, оскільки змушує регулятора постійно видозмінювати регулювання, щоб обмеження поширювалися на більше коло транскордонних операцій, а це невпинно збільшує витрати для держави та економічних агентів.

Виятком у цьому сенсі, щодо якого точаться дискусії, є Китай, де рух капіталу тривалий час був обмежений, що не заважало його економіці зростати. Контроль за рухом капіталу в Китаї обходили (Ma and McCauley, 2007) завдяки паралельному існуванню широких "офшорного" та "оншорного" валютних ринків. З 2009-го до 2014 року основною проблемою був контроль над припливом, а не над відпливом капіталу, яка змінилася на протилежну лише у 2015 році. Поточні тренди в китайській економіці та на фондовому ринку ще чекають свого дослідника з точки зору дієвості та доцільності механізмів контролю за рухом капіталів, що застосовувалися владою протягом тривалого часу. Але в будь-якому випадку для України приклад Китаю є не таким показовими, як приклади менших держав (Польщі, Ісландії, азійських країн), оскільки вона належить до невеликих відкритих економік.

Як сформулював Krugman (1998), для того, щоб контроль за рухом капіталу став ефективним інструментом у подоланні кризи і не перетворився на причину економічної стагнації, структурних деформацій, відсутності іноземних інвестицій та подальшого перетікання коштів у тіньовий сектор, необхідно, щоб ці обмеження:

- якомога менше впливали на зовнішньоекономічну діяльність бізнесу;
- не застосовувалися занадто довго, щоб не викликати структурних спотворень в економіці;
- не використовувалися для захисту переоціненої валюти та не трансформувалися з інструменту тимчасової боротьби зі спекулянтами на перманентну систему протекціонізму;
- сприяли реальним реформам, а не були альтернативою їм.

## **3.2. Передумови для повного зняття обмежень на рух капіталу**

З огляду на уроки глобальної фінансової кризи, МВФ наразі не рекомендує впроваджувати заходи щодо повного відкриття рахунків капіталу країнам, які не досягли певного рівня розвитку внутрішнього фінансового сектору та інституційної спроможності. Міжнародний досвід свідчить, що лібералізація руху капіталу має більше шансів бути успішною у випадку проведення виваженої фіскальної, монетарної та валютної політики (IMF, 2012a; Arvai, 2005). Гнучкість обмінного курсу може допомогти згладжувати шоки від волатильності потоків капіталу для реальної економіки (IMF, 2012b).

Згідно з рекомендаціями МВФ, виробленими з урахуванням досвіду країн-учасниць (IMF, 2012a; IMF, 2012b), які впроваджували заходи щодо лібералізації рахунків капіталу, передумовами для зняття обмежень на рух капіталу є:

- стає економічне зростання;
- низька інфляція та висока гнучкість обмінного курсу;
- достатній рівень міжнародних резервів;
- значна частка ПІІ та акціонерного капіталу в складі припливу капіталу;
- достатній рівень розвитку фінансового сектору;
- високі стандарти пруденційного нагляду та регулювання;
- позитивне сприйняття інвесторами якості державного управління та інституцій у країні;
- відкритість економіки у зовнішньоторговельних відносинах.

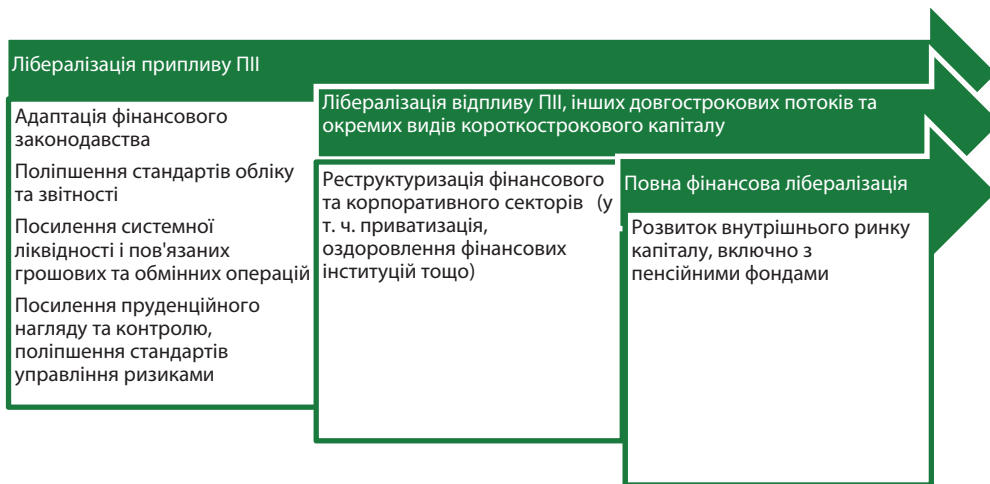


### 3.3. Послідовність кроків щодо лібералізації рахунку капіталу

Фахівці одностайні в хибності ідеї одномоментної лібералізації потоків капіталу, навіть за досягнення наведених вище передумов.

Агрегувавши досвід різних країн, МВФ рекомендує дотримуватися певної послідовності в знятті обмежень на рух капіталу задля зменшення негативних наслідків високої волатильності міжнародного капіталу (IMF, 2012b), див. рисунок 3.

Рисунок 3. Узагальнена схема послідовності заходів лібералізації руху капіталу



Джерело: IMF (2012b). <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/031312.pdf>.

### 3.4. Вибір темпів лібералізації руху капіталу

Протягом останніх десятиліть темпи лібералізації потоків капіталу уповільнилися через повторюване розгортання кризових явищ у різних країнах. Багато країн запроваджували нові чи поверталися до застосовуваних раніше заходів, якими обмежувався транскордонний рух капіталу під час кризових епізодів, щоб зменшити негативні наслідки високої волатильності капітальних потоків на свої економіки (Ізраїль, країни Латинської Америки, Ісландія).

Досвід одномоментної, миттєвої лібералізації в Ізраїлі у 1977 році свідчить, що шоківі рецепти за відсутності належної макроекономічної стабільності та розвинутих фінансових ринків можуть сильно поглибити кризу (IMF, 2013b).

Ізраїль: подвійна спроба фінансової лібералізації

Перша лібералізація, 1977 р., так званий “Великий вибух”

- Раптовий початок та швидкий перебіг
- Нестабільність політики, що погіршувало макроекономічні умови
- Фінансові ринки перебували під контролем регулятора, не було розвинутих ринків капіталу і грошових ринків
- Спричинила зростання інфляції та вплив капіталу разом зі стрімкою девальвацією
- Визнана провальною і згорнута в 1979 р.

Друга лібералізація, 1987 р.

- Поступова, впроваджувалася повільно
- Порівняно стабільна, поліпшувала макроекономічні умови
- Впроваджувалася разом із макроекономічними реформами, зниженням інфляції, поступовою лібералізацією обмінного курсу і дерегуляцією на ринках капіталу

Завершена в 2005 р.

Джерело: IMF (2013b).

Нині економісти одностайні в тому, що лібералізація має проводитися з прив'язкою не до дат і строків, а до настання певних подій чи етапу розвитку економіки (IMF, 2013a; IMF, 2012a; IMF, 2012b).

Світовий досвід свідчить: лібералізація руху капіталу є тривалим процесом, оскільки потребує комплексних реформ і розбудови ринкової інфраструктури. Час, потрібний для всіх необхідних перетворень усередині країни, щоб створити передумови для безпечного відкриття рахунку капіталу, залежить від специфіки кожної країни, але навіть в індустріально розвинутих країнах цей процес був досить тривалим (скажімо, в Японії на лібералізацію руху капіталу пішло 16 років (IMF, 2013b)).

За останні десятиліття серед країн, що розвиваються, можна назвати небагато прикладів швидкої фінансової лібералізації, після якої не відбувалося б криз. Порівняно безболісно (в межах 7 – 10 років) процес лібералізації руху капіталу відбувався в країнах Центральної та Східної Європи (Arvai, 2005), що, ймовірно, пов'язано з їхніми успіхами в євроінтеграційних процесах та підтримкою з боку Європейського Союзу. На момент відкриття рахунку капіталу такі країни, як Польща, Угорщина, Чехія та Словенія вже мали досить розвинуті фінансові сектори та інституції, а також були реципієнтами великих обсягів ПІІ. Серед країн Центральної та Східної Європи порівняно швидко відбувалися лібералізаційні процеси в Чехії: основні заходи було здійснено протягом 1993 – 1995 рр., а остаточне відкриття рахунку капіталу завершилося до 2001 року, (Arvai, 2005). Протягом цього періоду в Чехії мав місце один кризовий епізод – валютна криза 1997 року, яка спровокувала відхід від політики фіксованого обмінного курсу. Перебіг фінансової лібералізації в Польщі (Arvai, 2005; Kokoszcyński, 2001) був більш тривалим і поступовим, ніж у країнах-сусідах (тривав 16 років), проте країні вдалося уникнути кризових епізодів і не довелося повторно запроваджувати вже зняті обмеження (див. розділ **Досвід Польщі**).

В Ісландії лібералізація руху капіталу за умов відсутності належного пруденційного регулювання та обмежень на приплив капіталу перевищила можливості економіки, і це призвело до глибокої кризи, яку запустила глобальна криза 2008 року (Ostaszewski, 2013; IMF, 2015). Повернення до практики обмежень на рух капіталу в Ісландії було необхідним кроком із боку влади, щоб отримати змогу керувати процесом макрофінансової стабілізації (див. розділ **Досвід Ісландії**).

Прикладами успішного та неуспішного процесу лібералізації потоків капіталу та використання обмежень на рух капіталу під час Азійської кризи є відповідно Малайзія і Таїланд. Комплексний підхід допоміг Малайзії протистояти глобальній фінансовій кризі з меншими втратами (див. розділ **Досвід Таїланду та Малайзії**).

Процес лібералізації рахунку капіталу в Південній Кореї впродовж останнього десятиліття загалом узгоджувався із загальноновизнаним інтегрованим підходом, коли зняття обмежень відбувалося на тлі виваженої макроекономічної політики (IMF, 2012).

## Досвід Польщі

### Передумови

**Державна політика.** Становлення державної політики припадало на 1990-ті роки, після розпаду Радянського Союзу, коли Польща переживала період трансформації від планової економіки до ринкової. На самому початку трансформації країна зазнала гіперінфляції, частиною стабілізаційної програми після суттєвої девальвації став фіксований валютний курс із прив'язкою до долара (Kokoszcyński, 2001). У 1991 році, зі зростанням частки розвинутих ринків у структурі зовнішньої торгівлі, Польща відмовилася від фіксованого курсу, перейшовши на режим повзучої прив'язки до кошика валют (crawling peg). У 1994 році завдяки поліпшенню торговельного балансу та припливу капіталу, пов'язаному з приватизацією, стала можливою часткова конвертованість польського злотого: спочатку в режимі валютного коридору (crawling band), а згодом – у режимі переходу до гнучкого курсу. Завдяки цьому в країні з'явився валютний ринок, паралельно з ним виник фондовий ринок як результат приватизації. Усі важливі індикатори (процентні ставки, курси валют, кредитні обмеження) жорстко контролювалися (Financial Regulation in the European Union, 2016).

**Фінансовий сектор.** Реконструкція фінансової системи відбувалася разом із тектонічними трансформаційними процесами в економіці країни. На початку 1990-х років фінансовий сектор країни складався в основному з банківських установ, крім них існувала лише одна державна страхова компанія. Таким чином, Польща відбудовувала фінансову систему із самого початку.

**Економічне зростання.** У 1990 році перший пострадянський польський уряд упровадив Програму трансформації економіки, покликану стабілізувати економіку, здійснити структурні реформи та пройти перші кроки на шляху від планової до ринкової економіки.

### Процес трансформації

**Стадія 1. Реконструкція фінансової системи та її регулювання.** Масштабна трансформація фінансової системи Польщі розпочалася в 1989 році і тривала до кінця 1990-х. Парламент прийняв Банківський акт та Акт про Національний банк Польщі, сформувавши таким чином дворівневу фінансову систему, почалося створення комерційних банків. Зняття обмежень на діяльність банків з іноземним капіталом також належить до раннього часу трансформації – умови ліцензування для нових банків були простими, і 1991 року в країні вже налічувалося 72 комерційні банки. Багато з них були європейськими і брали активну участь у процесі приватизації. Таким чином встановилися економічні зв'язки Польщі з країнами ЄС навіть без формального входження до Європейського Союзу.

**Стадія 2. Формальна інтеграція.** Формальна інтеграція Польщі з Європейським Союзом та вступ країни до ОЕСР потребували змін до регулювання фінансових ринків, у тому числі створення цілковито нового регулювання – і Польща час від часу просто адаптувала вже існуючі в ЄС нормативні документи. У 1997 році було внесено зміни до базових нормативних актів, і регулювання фінансового сектору в Польщі стало повністю відповідати директивам ЄС. Невеликі розбіжності, що залишалися, усунуто 2004 року. Новим Валютним актом від 2002 року було скасовано більшість обмежень на рух капіталів із країнами Євросоюзу та ОЕСР. Резиденти Польщі отримали право вільно інвестувати кошти на ринках капіталу цих країн, мати рахунки в іноземних банках та вкладати кошти на такі рахунки. Це не призвело до економічної катастрофи. Відплив капіталу щодо портфельних операцій з акціями, який спостерігався у 2001 – 2003 роках (–0.2%–0.4% ВВП), змінився на приплив у 2004 – 2005 рр. в розмірі 0.4% – 0.7% ВВП, капіталізація внутрішнього ринку акцій зросла майже втричі – з 13.7% ВВП у 2001-му до 30.9% ВВП у 2005 році.

**Стадія 3. Продовження лібералізації.** Із 2007 року Польща в основному приводила своє регулювання до стандартів ЄС, зокрема щодо лібералізації операцій інвестиційних фондів та регулювання боргових операцій. Обмеження на розрахунки іноземною валютою між резидентами всередині країни не було зняте. У 2010 році запроваджено рівні умови захисту інвесторів у фінансові інструменти (вимоги європейської Директиви Markets in Financial Instruments Directive), зокрема в частині деталізації та якості інформації про інструменти й умови надання фінансових послуг, оцінки розуміння клієнтом продукту і пов'язаних із ним ризиків, верифікація відповідності продукту обізнаності та кваліфікації інвестора.

### Висновки

У процесі поступового приведення законодавства у відповідність до європейських директив та лібералізації руху капіталу Польщі вдалося інтегруватися до світової фінансової системи, уникнувши суттєвих криз, пов'язаних із впливом капіталу. Навіть під час кризи 2008 року жодна фінансова інституція не збанкрутувала, проблемні кредити залишалися більш-менш контрольованими. Основні причини успіху такої політики – сильне пруденційне регулювання та нагляд за ринком фінансових послуг, а також гнучка реакція регулятора на зовнішні та внутрішні виклики (зміна вимог до капіталізації, прийняття акта щодо державних гарантій під час рекапіталізації фінансових установ, численні офіційні рекомендації з управління кредитним та валютним ризиком, щодо роботи з деривативами тощо).

*Джерела: IMF (2013b), Kokoszczyński (2001), Financial Regulation in the European Union (2016).*

## Досвід Ісландії

### Передумови

**Державна політика.** З 1980-х років уряд Ісландії взяв курс на лібералізацію, дерегуляцію та зниження рівня втручання держави в економіку. Протягом 1990-х років Центральний банк перейшов до режиму інфляційного таргетування, повноцінно запровадженого в 2001 році, та плаваючого обмінного курсу. В цей же час Ісландія, приєднавшись до Європейського економічного простору, законодавчо задекларувала вільний рух капіталу.

**Фінансовий сектор.** У 2003 році було завершено приватизацію трьох найбільших банків країни, уряд розпочав надання державних гарантій щодо іпотечних кредитів. Це спричинило кредитний бум, а вища за середньоєвропейську відсоткова ставка зробила дуже вигідними для нерезидентів вкладення в ісландську валюту і похідні інструменти. За умов повністю лібералізованого руху капіталу банки отримали фактично безконтрольний доступ до закордонних запозичень і спрямували їх на внутрішній ринок та в іноземні активи з високою доходністю. Кредитний ринок країни розвивався темпами, які не відповідали розвитку економіки: ісландські банки, користуючись кредитним плечем, станом на 2007 рік збільшили сумарні активи до 1000% від ВВП.

**Економічне зростання.** Ісландська економіка зростала (+25% протягом 2003 – 2007 рр. кумулятивно) за рахунок валютних спекуляцій за схемою керрі-трейд, високої процентної ставки Центрального банку і зміцнення національної валюти за рахунок переважаючого припливу капіталу. Це створило надмірну заборгованість приватного сектору (борг компаній станом на 2008 рік сягнув 308% від ВВП), а також значну залежність країни від зовнішнього фінансування.

## Криза

**Стадія 1. Розвиток кризи.** З банкрутством Lehman Brothers та обвалом світових фондових ринків почався стрімкий відплив капіталу з країни. Ціна на фінансові активи і нерухомість усередині країни обвалилася, зникла можливість рефінансувати борги. Внаслідок цього ісландські банки втратили ліквідність, і банківський сектор згорнувся. Це спричинило паніку на фінансових ринках і значний відплив капіталу, що вилилося в дефіцит платіжного балансу та девальвацію ісландської крони.

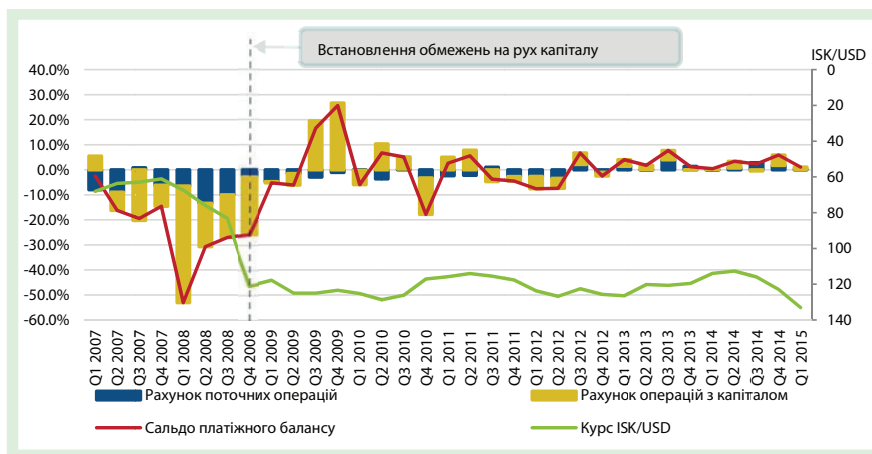
**Стадія 2. М'яке регулювання.** Рятуючи ситуацію, уряд був змушений націоналізувати три найбільші банки. Але оскільки Ісландія законодавчо задекларувала вільний рух капіталу, центробанк не мав достатніх повноважень для врегулювання ситуації. Центробанк підвищив відсоткову ставку до 18%, але це не допомогло, і "втеча" капіталу тривала. Уряд уклав угоду з МВФ на період 2008 – 2011 рр.

**Стадія 3. Адміністративні обмеження.** Для запровадження додаткових обмежень на рух капіталу, котрі вимагалися, зокрема, угодою stand by з МВФ, Ісландії довелося законодавчо розширити можливості центрального банку щодо впливу на рух капіталу. Першими обмеженнями на рух капіталу, запровадженими центральним банком у листопаді 2008 року, заборонявся або суттєво обмежувався будь-який транскордонний рух капіталу, не пов'язаний із міжнародною торгівлею. Введення обмежень мало миттєвий ефект: у цьому ж кварталі (IV кв. 2008 р.) практично повністю припинився відплив капіталів та стабілізувався обмінний курс (див. рисунок 4).

**Стадія 4. "Закручування гайок".** Оскільки із часом економічні суб'єкти навчилися обходити обмеження, регулятор був змушений переглянути їх у 2009-му та 2011 роках – переважно в бік посилення регулювання. Часткові винятки було зроблено для державних компаній та інституцій або тих компаній, де держава мала значну частку. Незважаючи на це, за час дії обмежень за кордон різними методами було виведено до третини активів збанкрутілих банків.

**Стадія 5. Стагнація.** Вищезгадані обмеження на рух капіталу, встановлені в листопаді – грудні 2008 року, діють і досі. За оцінкою Міністерства фінансів Ісландії, утримання обмежень на рух капіталу щороку обходиться ісландській економіці в 2 – 3% зростання ВВП. У вересні 2009 року було представлено першу програму фінансової лібералізації, яка не отримала належної підтримки і не була втілена, – зрештою, як і друга програма, представлена в березні 2011 року.

**Рисунок 4. Динаміка платіжного балансу та обмеження на рух капіталу в Ісландії**



Джерело: за даними центрального банку Ісландії.

**Стадія 6. Лібералізація.** Таким чином, обмеження проіснували до 2015 року. За цей час вирівнявся платіжний баланс і вже третій рік поспіль спостерігається його позитивне сальдо (за 2014 р. профіцит становив 1.45 млрд. дол. США), а ВВП почав зростати з 2011 р. У 2015 році було прийнято програму лібералізації. Сукупний обсяг коштів, що будуть виведені у випадку одночасного скасування обмежень, за оцінкою Міністерства фінансів Ісландії, становить понад 1700 млрд. крон (~12 млрд. дол. США, 70% від ВВП), IMF (2012a). Маса активів у розмірі 9 млрд. дол. США (52% від ВВП) у разі повної лібералізації руху капіталу може бути виведена з країни в найкоротші строки і тим самим порушити макроекономічну стабільність, спровокувавши валютну паніку. Тому серед цієї маси коштів Міністерство фінансів виділило такі групи активів:

- номіновані в кроні кошти вкладників збанкрутілих банків (~3.5 млрд. дол. США, 20% від ВВП);
- номіновані в іноземних валютах вимоги збанкрутілих банків до резидентів (~2.8 млрд. дол. США, 16.5% від ВВП);
- номіновані в кроні фінансові інструменти у власності нерезидентів (~2.1 млрд. дол. США, 12.4% від ВВП).

Для кожної з цих груп була розроблена власна стратегія лібералізації, покликана максимально згладити вплив на макроекономічну ситуацію. Звісно, потенційні фінансові потоки не обмежуються окресленими вище групами, тому з розширенням фінансової свободи в Ісландії центральним банком запроваджується пруденційний нагляд та обов'язкова авторизація для здійснення інвестицій з метою недопущення повторення негативної практики передкризових років.

### Висновки

На фоні лібералізації руху капіталу за неналежного рівня пруденційного нагляду та інституційних обмежень регулятора (накладених підписаними міжнародними договорами) Ісландія постала перед значними економічними труднощами, наслідки яких не подолала й досі. Впродовж семи років у країні діють суворі обмеження на рух капіталу, котрі стосуються майже всіх аспектів міжнародного руху капіталу. На даний момент уряд Ісландії створив дорожню карту для поступового зняття обмежень на рух капіталу, чітко визначивши ключові групи активів та окрему політику для кожної з них. Особливе місце в планах уряду та центробанку посідає посилення пруденційного нагляду з метою недопущення подібної ситуації в майбутньому.

*Джерела: Ostaszewski (2013), IMF (2015), Capital Accounts Liberalization Strategy (2015), Central Bank of Iceland (2011).*

## Досвід Таїланду та Малайзії

### Передумови

**Економічне зростання.** Економіка Таїланду стрімко розвивалася протягом 1980-х – 1990-х років із середнім темпом зростання 7.6% на рік. Сумарно з 1980-го до 1996 р. ВВП Таїланду зріс у 3.9 раза. Завдяки низькій вартості робочої сили експорт країни мав значні конкурентні переваги, його обсяги швидко нарощувалися. Основними факторами, що визначили приплив зовнішніх інвестицій, стала рецесія в США та низькі відсоткові ставки ФРС, які зумовили потік інвестицій зі США за кордон. Таїланд у цей час був привабливою країною для інвестицій завдяки високій відсотковій ставці центрального банку (13% у 1995 р.), валюті, прив'язаній до долара США, та лібералізованому руху капіталу.

**Державна політика.** З 1993 року Банк Таїланду вирішив розвивати тайську фінансову систему як регіональний фінансовий центр. Ключову роль у цьому процесі мало відіграти створення системи офшорних банківських інституцій (Bangkok International Banking Facilities, або BIBFs). У 1994 році було послаблено валютний контроль та підвищено зручність здійснення трансферів за кордон (інвестицій та кредитів). Відсоткові ставки залишалися високими, національна валюта була прив'язана до долара.

**Фінансовий сектор.** Основною схемою роботи ліцензованих BIBF було залучення іноземних коштів для надання позик як резидентам (out-in-операції), так і нерезидентам (out-out-операції). При цьому недостатня прозорість ведення бізнесу, слабкий банківський нагляд, занижені вимоги до капіталу та неадекватні процедури банкрутства заохочували недобросовісні практики банків. У поєднанні з низькою вартістю кредитів це призвело до скуповування низькоякісних активів та спекуляцій, особливо у сфері нерухомості, де інвестиції були захищені урядом.

### Криза

**Стадія 1. Розвиток кризи.** З початком зростання відсоткових ставок ФРС США та пов'язаного з ним зміцнення долара почався зворотний рух інвестицій (із країн Південно-Східної Азії до США). Для азійських валют, прив'язаних до долара, вища вартість долара означала зниження конкурентоспроможності експорту на глобальних ринках та проблеми з платіжним балансом.

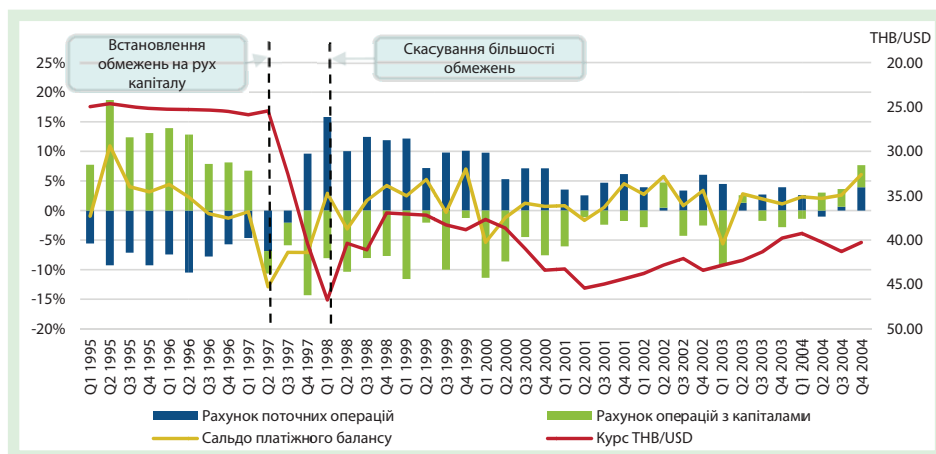
**Стадія 2. М'яке регулювання, ринкові методи.** З грудня 1996 року посилення тиску на національну валюту змусило центральний банк збільшити відсоткові ставки з 5% до 9%, щоб запобігти втечі капіталу та почати валютні інтервенції, аби утримати все ще фіксований курс бата.

**Стадія 3. Адміністративні обмеження.** Але вже у травні 1997 року, ставши перед проблемою спекулятивних атак на курс національної валюти, Банк Таїланду запровадив прямі обмеження на більшість транскордонних валютних

операцій, крім міжнародної торгівлі та інвестицій. Було створено дворівневий валютний ринок, де фіксований курс використовувався для торговельних операцій, а решта трансакцій проводилася за ринковим курсом. Це не зупинило відплив капіталу, але різко знизило ліквідність фінансової системи. Тиск на національну валюту не зменшувався, центральний банк продовжував інтервенції і за 1996 – 1997 роки міжнародні резерви Таїланду скоротилися з 38.6 млрд. доларів США до 26.8 млрд. доларів, або від 34% до 25% зовнішнього боргу країни.

**Стадія 4. Лібералізація обмінного курсу.** Зрештою, 2 червня 1997 року центробанк Таїланду запровадив режим плаваючого обмінного курсу тайського бата, що призвело до значної девальвації, подальшого збільшення боргового тиску і посилення кризи. Низька довіра, непевність щодо обмінного курсу та паніка через наявність обмежень на рух капіталу тільки посилили вплив, незважаючи на те, що короткострокові відсоткові ставки піднялися до більш як 20%. Колапс однієї з найбільших фінансових корпорацій країни Finance One викликав додаткову паніку серед інвесторів. Банківський сектор, особливо BIBFs, підсилив амплітуду фінансової кризи. Комерційні банки зафіксували чистий відплив капіталу в 1997 р. в обсязі 4.7 млрд. дол. США та 4.3 млрд. дол. США – в 1998 р. Тоді ж через систему банків BIBFs було виведено 1.7 млрд. дол. США в 1997 р. та 9.6 млрд. дол. США в 1998 р. (див. рисунок 5).

**Рисунок 5. Динаміка платіжного балансу та обмеження на рух капіталу в Таїланді**



Джерело: за даними центрального банку Таїланду.

**Стадія 5. Скасування обмежень.** Банк Таїланду, виконуючи програму stand by МВФ на суму 3.9 млрд. дол. США, укладену 20 серпня 1997 р., скасував на початку 1998 року практику подвійного режиму обмінного курсу та решту обмежень. Згодом центральний банк посилив вимоги щодо резервування та класифікації активів і зобов'язав банки резервувати мінімум 20% від суми позики протягом кожного звітного періоду, а також повністю зберігати такий рівень резервів до 2000 року. Це створило сприятливий фундамент для подальшого зростання, підсиленого вирівнюванням конкурентоспроможності експорту внаслідок девальвації.

## Висновки

На відміну від інших країн регіону, Таїланд не зміг запобігти кризі. За твердженнями деяких тайських посадовців, запроваджені обмеження на рух капіталу лише поглибили проблеми. Науковці погоджуються, що обмеження на рух капіталу запровадили надто пізно, вони не були достатньо комплексними і тому не лише не дали бажаного ефекту, а й спричинили паніку та пришвидшили виведення капіталу.

При цьому широко визнано, що саме слабкий нагляд за банками та фінансовими корпораціями з боку центрального банку Таїланду і надмірний леверидж були ключовими причинами швидкого колапсу економіки після запровадження плаваючого режиму обмінного курсу.

Досвід Таїланду часто протиставляють практиці Малайзії, оскільки ці країни, схожі за рівнем економічного розвитку, структурою економіки та фінансового сектору, постали перед однаковими проблемами, породженими як несприятливою економічною кон'юнктурою, так і внутрішніми проблемами. Але, на відміну від Таїланду, антикризова політика Малайзії виявилася набагато ефективнішою і дала змогу запобігти відпливу капіталу та значному економічному спаду. Малайзійська система обмежень на рух капіталу нівелювала будь-які потенційні вигоди від спекуляції національною

валютою та повернула контроль над відпливом капіталу за допомогою раннього реагування на потенційні загрози та плаваючого курсу національної валюти рингіта, що не давав значної вигоди від спекуляції валютою, як це було в Таїланді, де центральний банк намагався втримати курс. Малайзії, щоправда, більше пощастило з моментом початку кризи: це сталося пізніше, ніж у Таїланді, а рік виходу з кризи збігся з економічним відновленням в інших країнах регіону.

**Головними завданнями** системи контролю за рухом капіталу, впровадженої урядом Малайзії, були такі:

- нівелювати будь-які потенційні вигоди від спекуляції національною валютою;
- усунути офшорний ринок рингіта і подвійний курс;
- посилити автономію грошово-кредитної політики;
- ізолювати економіку від впливу подальшого погіршення світової фінансової кон'юнктури.

Для досягнення цих цілей повністю перекивалися всі транскордонні фінансові трансакції, крім торгівлі, та впроваджувалася вимога обов'язкового продажу валюти. Валютні операції могли проводитися виключно із санкції влади, для отримання якої необхідно було довести торговельний характер угоди або те, що кошти є прямими інвестиціями.

Основна різниця між результатами політики контролю за рухом капіталу в Таїланді та Малайзії полягала в тому, що:

- Таїланд зазнавав спекулятивних атак і запровадив обмеження на рух капіталу як захисний механізм для підтримки курсу валюти. Натомість Малайзія не потерпала від надзвичайного спекулятивного тиску під час запровадження таких обмежень, оскільки на той час курс не був фіксованим;
- обмеження на рух капіталу в Малайзії були дуже широкими і мали на меті знищити всі наявні лазівки для виведення валюти. Натомість обмеження, запроваджені Таїландом (принаймні якщо судити ретроспективно) були недостатньо комплексними. Зокрема, залишалися значні можливості виведення валюти через систему BIFs, не було налагоджено належного контролю за фіктивністю зовнішньоторговельних угод, не було перекрито можливість виведення капіталів через цінні папери та фондовий ринок;
- Таїланд застосував обмеження в розпал кризи, натомість уряд Малайзії запровадив обмеження, коли на фінансових ринках спад тільки почався. Важливим моментом тут є останній факт. Ця різниця в моменті запровадження може бути ключовим фактором, що пояснює негативний результат тайської політики контролю над рухом капіталу.

*Джерела: Bank of Thailand (2009), Lauridsen (1998), Jongwanich at al. (2011), Watanabe at al. (2002), Hali at al. (2000).*

## 4. Загальні висновки

Міжнародний досвід свідчить про те, що тривале застосування політики контролю за рухом капіталу має негативні наслідки для економіки, оскільки викривляє ринкові умови та змінює мотивацію учасників ринку. До того ж збереження подібної політики підвищує витрати держави на адміністрування такої політики.

Україна, економіка якої потребує великих інвестиційних ресурсів для розвитку, має всі шанси виграти від повної фінансової лібералізації. З огляду на поточний рівень інтегрованості України в глобальну економічну систему та необхідність залучення великих обсягів інвестицій для структурної модернізації, повна лібералізація потоків капіталу є бажаним результатом ринкових перетворень країни, оскільки сприятиме повнішій реалізації її економічного потенціалу. До того ж лібералізація руху капіталу узгоджується зі стратегічною метою України щодо інтеграції в ЄС.

Перехід до повної лібералізації може відбуватися різними темпами залежно від досягнення необхідних для цього передумов. Нам слід враховувати досвід інших країн, що провели лібералізацію руху капіталів, та застороги МВФ. Зокрема, лібералізація має більше шансів на успіх, якщо її здійснюють як тісно скоординовану фіскальну, монетарну та валютну політику разом із проведенням реформ, котрі підвищують спроможність ринків та інституцій. Важливим є також пруденційний нагляд та управління ризиками в банківській системі.

Світовий досвід також свідчить, що політика лібералізації повинна проводитися досить виважено, даючи можливість для адаптації та ринкових перетворень. Доцільно поетапно відкривати доступ різним потокам капіталу, класифікуючи їх як більш чи менш ризикові для економіки. При цьому лібералізація може бути досить тривалим процесом. Так, навіть у країнах Європи від початку змін до повної лібералізації минало до десяти років.

## Література

- Arvai Z. (2005), Capital Account Liberalization, Capital Flow Patterns, and Policy Responses in the EU's New Member States. IMF Working Paper No. 05/213, November 2005.
- Bank of Thailand (2009), Capital flows in Thailand: Trends, Determinants and Implication for Central Bank Policies. February 2009 <https://www.bot.or.th/Thai/MonetaryPolicy/ArticleAndResearch/DiscussionPaper/dp022009thai.pdf#search=capital%25201997>.
- Central Bank of Iceland (2011), Capital Account Liberalization Strategy. Report to the Minister of Economic Affairs. 25 March 2011 <http://www.cb.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=8673>.
- Chinn M., Ito H. (2015), The Chinn-Ito index – a de jure measure of financial openness [http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito\\_website.htm](http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm).
- Financial Regulation in the European Union. (2016), Edited by Kattel R., Kregel J., Tonveronachi M., Routledge Taylor&Francis Group, London, UK.
- Hali J., Edison H.J., Reinhart C. M. (2000), Capital Controls During Financial Crises: the Case of Malaysia and Thailand. <http://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/2000/662/ifdp662.pdf>.
- Hartwell C. (2014), If You're Going through Hell, Keep Going: Non-linear Effects of Financial Liberalization in Transition Economies. Institute for Emerging Markets Studies (IEMS).
- IMF (2012a), The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View. IMF Staff Policy Paper. November 14, 2012.
- IMF (2012b), Liberalizing Capital Flows and Managing Outflows. IMF Staff Policy Paper. March 13, 2012. <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/031312.pdf>.
- IMF (2013a), Guidance Note for the Liberalization and Management of Capital Flows.
- IMF (2013b), Capital Flows Management: Lessons from International Experience, IMF and PBC Joint Conference Summaries and Presentations, Edited by Rodlauer M., N'Diaye P., March 2013.
- IMF (2015), Iceland: Selected Issues. IMF Country Report No. 15/73. February 20, 2015.
- IMF (2012, 2013, 2014), Annual Reports on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions, various issues.
- Jongwanich J., Socorro Gochoco-Bautista M., Lee J.W. (2011), When are Capital Controls Effective? Evidence from Malaysia and Thailand. <http://www.adb.org/sites/default/files/publication/28804/economics-wp251.pdf>.
- Klein M. (2012), Capital Controls: Gates versus Walls. Brookings Papers on Economic Activity Fall 2012.
- Kokoszcyński R. (2001), From Fixed to Floating: Other Country Experiences: The Case of Poland. Paper presented at the IMF seminar "Exchange Rate Regimes: Hard Peg or Free Floating?", Washington, DC, March 19 – 20, 2001. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/seminar/2001/err/eng/kokos.pdf>.
- Kose A., Prasad E. (2012), Capital accounts: Liberalize or Not. Finance&Development magazine, March 28, 2012.
- Krugman P. (1998), An open letter to Prime Minister Mahathir. September 1, 1998. <http://web.mit.edu/krugman/www/mahathir.html>.
- Lauridsen L. (1998), The Financial Crisis in Thailand: Causes, Conduct and Consequences. <http://kumlai.free.fr/RESEARCH/THESE/TEXTE/INEQUALITY/Thailande/The%20Financial%20Crisis%20in%20Thailand.pdf>.
- Ma G. and McCauley R. N. (2007), Do China's capital controls still bind? Implications for monetary autonomy and capital liberalisation. Bank of International Settlements Working Paper No. 233, August 2007.



- Ministry of Finance and Economic Affairs of Iceland (2015), Capital Accounts Liberalization Strategy. (2015). June 2015 <https://eng.fjarmalaraduneyti.is/media/frettatengt2015/Capital-Account-Liberalisation-English.pdf>.
- Ostaszewski P. (2013), Iceland – Political Implications of the Financial Crisis of 2008 and Road to Changes in the Economic Policy and in the Model of Democracy. Forum Scientiae Oeconomia Volume 1 (2013) No. 1 <http://www.wsb.edu.pl/container/FORUM%20SCIENTIAE/numer%201/forum-1-2013-art4.pdf>.
- Obstfeld M. (2015), Trilemmas and Tradeoffs: Living with Financial Globalization. in Global Liquidity, Spillovers to Emerging Markets and Policy Responses, Edited by Raddatz C., Saravia D., Ventura J., Central Bank of Chile, 2015. [http://eml.berkeley.edu/~obstfeld/Trilemmas\\_last%20draft.pdf](http://eml.berkeley.edu/~obstfeld/Trilemmas_last%20draft.pdf).
- Saadi Sedik T. and Sun T. (2012), Effects of Capital Flow Liberalization – What is the Evidence from Recent Experiences of Emerging Market Economies. IMF Working Paper No 12/275.
- Saborowski C., Sanya S., Weisfeld H., Yopez J. (2014), Effectiveness of Capital Outflow Restrictions. IMF Working Paper No. 14/8, January 2014.
- Watanabe K., Akama H., Mifune J. (2002), The Effectiveness of Capital Controls and Monitoring: The Case of Non-internationalization of Emerging Market Currencies. <http://www.emeap.org/wp-content/uploads/2015/04/final.pdf>.
- World Bank (2005), Financial Liberalization: What Went Right, What Went Wrong? Chapter 7 in Economic Growth in the 1990s: Learning from a Decade of Reform. World Bank, Washington, DC.