ЛЬВІВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ ІМЕНІ ІВАНА ФРАНКА
МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ

Кваліфікаційна наукова
праця на правах рукопису

ЛАБА ІРИНА ЗІНОНІВНА

УДК339.727.2:338.23(100)

ДИСЕРТАЦІЯ

ДЕРЖАВНЕ РЕГУЛЮВАННЯ МІЖНАРОДНОГО ПЕРЕМІЩЕННЯ КАПІТАЛУ В МАЛИХ ВІДКРИТИХ ЕКОНОМІКАХ

08.00.01 – Економічна теорія та історія економічної думки
051 - Економіка

Подається на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук

Дисертація містить результати власних досліджень. Використання ідей, результатів і текстів інших авторів мають посилання на відповідне джерело

_____ І. З. Лаба

Науковий керівник: Грабинська Ірина Володимирівна, к. е. н., професор

Львів – 2019

АНОТАЦІЯ

Лаба І. З.Державне регулювання міжнародного переміщення капіталуу малих відкритих економіках. – Кваліфікаційна наукова праця на правах рукопису.

Дисертація на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.01 – економічна теорія та історія економічної думки, Львівський національний університет імені Івана Франка. – Львів, 2019.

У дисертаційній роботі досліджено теоретико-методологічнізасади формування ефективної державної політики регулювання міжнародного переміщення капіталу і здійснено макроекономічний аналіз ефективності такої політики у малих відкритих економіках.

Проаналізовано різні дефініції поняття міжнародне переміщення капіталу, що дало підстави сформулювати авторське визначення цього процесу як переміщення за межі або в країну капіталу у грошовій чи іншій формі, що може здійснюватися міжнародними фінансовими організаціями, урядами, фінансовими і нефінансовими компаніями, приватними особами з метою фінансування виробництва, торгівлі, інвестування, спекуляції або з іншою метою задля отримання прибутку, підприємницької чи інших економічних, соціальних і політичних вигід.

Узагальнено та систематизовано підходи до класифікації міжнародних потоків капіталу (МПК), а також, на основі проведеного дослідження, запропоновано новий критерій класифікації, відповідно до якого МПК розподілено за рівнем регульованості на абсолютно регульовані, відносно регульовані та нерегульовані.

Виокремлено чинники, що зумовлюють можливість та необхідність міжнародного переміщення капіталу, а також його наслідки як для країн-донорів, так і для країн-реципієнтів капіталу. Зокрема зроблено висновок про те, що зважаючи на високу волатильність МПК та їх суперечливі наслідки для національної економіки, ефективне державне регулювання міжнародного

переміщення капіталу (ДРМПК) єзапорукою фінансової та макроекономічної стабільності.

ДРМПК визначено як сукупність заходів уряду і центрального банку країни, спрямованих на обмеження, стримування, перенаправлення або зміну будь-яких параметрів МПК.

Проаналізовано заходи та інструменти ДРМПК, їх класифікацію, причини імплементації, а також наслідки їхнього застосування. Констатовано, що для країн, що розвиваються, та країн із перехідною економікою ринкові заходи регулювання є більш результативними, оскільки можуть вирішувати ключові пруденційні проблеми за відсутності ефективних державних регуляторів фінансового ринку. Зокрема, підвищуючи вартість зовнішніх запозичень та інвестицій, вони можуть стабілізувати волатильний приплив капіталу і коливання обмінного курсу. З'ясовано, що на практиці малі відкриті економіки відносно частіше використовують адміністративні заходи для регулювання відпливу капіталу, а цінові – для регулювання припливу. Водночас у багатьох випадках для здійснення ефективного регулювання міжнародного переміщення капіталумалим відкритим економікам доводиться поєднувати адміністративні і цінові заходи.

Окреслено дію трансмісійного механізму збурень МПК за різних режимів монетарної політикита валютних курсів, що дозволяє виявити вплив надмірного припливу чи відпливу капіталу на основні макроекономічні показники малої відкритої економіки у короткостроковому періоді. Теоретична модель трансмісійного механізму дала підстави зробити висновок про інституційну неспроможність заходів монетарної політики у подоланні негативних наслідків збурень «гарячих грошей». У випадку надмірного припливу чи відпливу капіталу монетарній владі доцільно поєднувати заходи монетарного, валютного та інфляційного таргетування із адміністративними та ціновими заходами ДРМПК.

Простежено еволюції поглядів в економічній науці на причини та наслідки міжнародного переміщення капіталу, а також виділено ті з них, які вивчають роль держави у регулюванні міжнародних фінансових потоків, що дало підстави класифікувати теорії міжнародного переміщення капіталу на традиційні,

концепції транснаціональних корпорації та прямих іноземних інвестицій, сучасні теорії портфельних інвестицій та теорію «втечі» капіталу. З'ясовано, що основні напрями розвитку економічних теорій міжнародного переміщення капіталузумовлені як загальними парадигмальними змінами в економічній науці, що визначають панівні методологічні підходи у дослідженні економічних процесів та явищ, так і глобальними змінами у господарській практиці.Зроблено висновок про те, що досі не існує єдиного вичерпного теоретичного пояснення досліджуваного процесу у міжнародній економіці.Важливим етапом на шляху теоретичних пошуків побудови нової багатофакторної економічної моделі, що пояснює міжнародне переміщення різних форм капіталу у глобалізованому світі, вважають еклектичну концепцію*OLI*-переваг фірми.

Висвітлено методологічні підходи до дослідження результативності ДРМПК. Обґрунтовано доцільність застосування макроекономічного інструментарію дисертаційного дослідження, зокрема проаналізовано макроекономічну модель наслідків міжнародного переміщення капіталу та моделі ефектів від «втечі» капіталу.

Констатовано, що методологічні труднощі оцінки макроекономічної результативності заходів ДРМПК пов'язані із низкою обставин, зокрема відокремленням наслідків ДРМПК від наслідків інших заходів макроекономічної політики, залежністьзаходів ДРМПК від макроекономічної ситуації в країні, рівня інституційного розвитку та рівня розвитку фінансового ринку тощо.

Здійснено емпіричну оцінку рівня регульованості ринків капіталу у 81 малій відкритій економіках. Малу відкриту економіку визначено як таку, що бере участь у обміні товарами й послугами з рештою світу, в тому числі й у міжнародному переміщенні капіталу, однак її внутрішні економічні процеси не мають впливу на основні макроекономічні показники світової економіки, зокрема ринку капіталу, такі як, наприклад, процентна ставка.

Для кожної із країн вибірки обчислено дезагреговані та агреговані за видами і напрямком МПК коефіцієнти регульованості.Застосована методика дала змогу класифікувати досліджувані малі відкриті економіки за рівнем регульованості

ринку капіталу на закриті, доступні та відкриті. Виявлено, що серед відкритих країн переважають економіки із високим рівнем доходу, і навпаки. Здійснений аналіз кореляційної залежності між рівнем регульованості припливу і відпливу капіталу дав підстави зробити висновок про існування позитивної кореляції між їх регульованістю, а отже, засвідчує те, що більшість країн одночасно використовує заходи регулювання як антициклічного, так і проциклічного характеру.

Здійснено макроекономічний аналіз ДРМПКу двох малих відкритих економіках, що зіткнулися із значним збуренням припливу (Бразилія) та відпливу (Ісландія) капіталу після світової фінансової кризи 2008–2009 рр. Зокрема, проаналізовано передумови та особливості лібералізації МПК у досліджуваних країнах, відмінні характеристики та негативні наслідки збурень потоків капіталу, заходи державного регулювання, що використовувалися з метою подоланняцих збурень, та їх ефективність.

Проаналізовано особливості ДРМПКв Україні, зокрема динаміку МПК у вітчизняній економіці впродовж 2005–2017 рр., динаміку та макроекономічні ефекти регульованості припливу і відпливу капіталу, а також випадки посилення їх регульованості після глобальної фінансової кризи 2007–2009 рр. і політико-економічної кризи 2014–2015 рр. Констатовано низьку результативність заходів ДРМПК, проявами якої є, зокрема, надмірна волатильність міжнародних капітальних потоків, що виявилась у зростанні обсягу припливу боргового короткострокового капіталу в Україну під час економічного піднесення всередині 2000-х рр. та стрімкому його відпливі під час кризи. З’ясовано переваги і недоліки лібералізації МПК для економіки України та, враховуючи рекомендації Нової інституційної позиції МВФ, окреслено основні напрямки лібералізації.

Досліджено еволюцію позиції міжнародних організацій щодо формування ефективних національних політик регулювання МПК.Окреслено основні положення Нової інституційної позиції*(Newinstitutionalview)*МВФ щодо фінансової лібералізації та політики управління потоками капіталу.З’ясовано, що на сучасному етапі МВФ закликає національні економіки до здійснення

поступової та послідовної лібералізації МПК, із врахуванням їх рівня фінансово-інституційного розвитку.

Окреслено напрямки підвищення ефективності ДРМПК, а саме необхідність створення системи заходів, що забезпечуватимуть динамічність та адаптивність регулювання, його належний та своєчасний моніторинг і контроль; досягнення консенсусу різних підходів та рекомендацій щодо регулювання МПК на рівні міжнародного співтовариства і їх ефективна координація на глобальному рівні; комплексний перегляд умов торговельних та інвестиційних угод, з метою усунення правових бар'єрів для здійснення регулювання тощо.

Ключові слова: міжнародне переміщення капіталу, міжнародні потоки капіталу, державне регулювання міжнародних потоків капіталу, адміністративні заходи регулювання, ринкові заходи регулювання, рівень регульованості, монетарна політика, трансмісійний механізм, процентна ставка, ефективність.

SUMMARY

Laba I. Z. Government regulation of international capital flows in small open economies. – Thesis for a Candidate Degree in Economics, specialty 08.00.01 – Economic Theory andHistory of Economic Thought. Lviv Ivan Franko National University. – L’viv, 2019.

The thesis investigates theoretical and methodological problems of the establishment of effective government policy regulating international transfer of capital and carries out macroeconomic analysis of the efficiency of such policy in small open economies.

Various definitions of the term international capitalmovementare analyzed, and the author's definition of this process is formulated as the transfer of capital abroad or into the countryin the monetary or other form that can be carried out by international financial organizations, governments, financial and non-financial companies, and individuals for the purpose of financing production, trade, investment, speculation or

other purposes for gaining profit, business or other economic, social and political benefits.

The approaches tothe classification of international capital flows are generalized and systematized, and, based on the research, a new classification criterion issingled out, according to which international capital flows are divided by the level of regulation into completely regulated, relatively regulated and unregulated.

The factors that influence the possibility and necessity of international transfer of capital, as well as its consequences for donor and recipient countries are recognized. In particular, it was concluded that, given the high volatility of international capital flows and their contradictory effects on the national economy, effective government regulation of international capital movements is a guarantee of financial and macroeconomic stability.

Government regulation of international capital flows is defined as a set of measures implementedby the government and central bank and aimed at limiting, discouraging, redirecting or changing any parameters of international capital flows.

The measures and instruments of government regulation of international capital flows, their classification, reasons for and consequences of implementation are analyzed. It is stated that market-based regulation measures are more productivefor developing countries and economies in transition as they are able to solve key prudential problems without effective government regulators of financial market. In particular, by increasing the cost of external borrowing and investment, such measures can stabilize volatile capital inflows and exchange rate fluctuations. It has been found out that in practice administrative measures are more often used to regulate capital outflow in small open economies, and market-based measures – to regulate inflows. At the same time,in order to effectively regulate international transfer of capital, small open economies often combine administrative and market-basedregulation measures.

The effects of the transmission mechanism of international capital flows' disturbances under different monetary regimesand exchange rates areoutlined, that helped us reveal the influence of excessive inflow or outflow of capital on the main macroeconomic indicators of the small open economy in the short run. The theoretical

model of the transmission mechanism gave rise to the conclusion that monetary policy measures alone are incapable of overcoming negative effects of "hot money"disturbances. In case of excessive inflow or outflow of capital, monetary authorities should combine monetary, currency andinflation targeting with the use of administrative and market-based capital regulation measures.

The evolution of views in economic science on the causes and consequences of international capital movements, with the selection of those that study the role of government ininternational financial flow regulation, is traced.This gave us grounds for classifying the theories of international transfer of capital into traditional theories, concepts of transnational corporations and foreign direct investment, modern portfolio investment theories, and the theory of “capital flight”. It is revealed that the directions of economic theories of internationalcapital movement development are defined byboth the general paradigmatic changes in economic science,– which determine the dominant methodological approaches in the study of economic processes, – andsignificant changes in economic practice. It is concluded that there is still no comprehensive exhaustive theoretical explanation of the investigated process in the international economy. The eclectic concept of OLI-advantages is considered to be an important stage in the theoretical search for a new multi-factor economic model that explains the international movement of different forms of capital in a globalized world.

The methodological approaches to the research of the effectiveness of international capital flows government regulation are defined. The expediency of using macroeconomic research tools is substantiated; in particular, the model of the consequences of international capital movements and the macroeconomic models of the “capital flight” effects are analyzed.

It isstated that the methodological difficulties in estimation of the effectiveness of government regulation of international capital flows are associated with a number of circumstances, including the separation of the consequences of government regulation of international capital movements from the effects of other macroeconomic policy measures; dependence of regulation measures on the macroeconomic situation in the country, the level of institutional and financial market development, etc.

The empirical assessment of the level of capital market regulation in 81 small open economies is carried out.A small open economy is defined as the economy that is involved in the exchange of goods and services with the rest of the world, including the international transfer of capital, but its internal economic processes have no effect on the main world macroeconomic indicators, such as, for example, the interest rate.

For each of the sample countries, the disaggregated and aggregated according to the types and direction of international capital flows coefficients are calculated. The applied methodology allowed us to classify the investigated small open economies by the level of capital marketregulation on closed, accessible and open. It is discovered that high-income economies prevail among the open countries, and vice versa. An analysis of the correlation between the level of capital inflows and outflows regulation helpedusreveal a positive correlation between their regulations, confirming that most countries simultaneously use both anticyclical and procyclical measures of regulation.

A detailed macroeconomic analysis of government regulation of international capital flows is carried out on the example of two small open economies that faced significant capital inflow (Brazil) and outflow (Iceland)disturbances after the global financial crisis of 2008-2009. In particular, the preconditions and peculiarityof the liberalization of international capital flows in the investigated countries; the specific characteristics and negative effects of capital flowsdisturbances; the exact measures of government regulation andtheir effectiveness are analyzed.

The particularities of government regulation of international capital flows in Ukraine, notably the dynamics of international capital flows in the national economy during 2005–2017,the dynamics and macroeconomic effects of capital inflow and outflow regulations, especially the cases of strengthening the regulation after the global financial crisis of 2007–2009, and the political and economic crisis of 2014–2015, are analyzed. The low effectiveness of international capital flows government regulation measures is ascertained, in particular, by the excessive volatility of international capital flows, that manifested itself in the growth of short-term debt capital inflow during the economic growth of mid-2000's and its rapid outflow during the crisis.The advantages and disadvantages of international capital flows liberalization for the Ukrainian

economy are found out, and, taking into account recommendations of IMF’s New institutional view, the main directions of liberalization are outlined.

The evolution of the positions of international organizations regarding the realization of the effective national policieson international capital flowsregulations is investigated. The main provisions of the IMF's New institutional view on financial liberalization and capital flow management measures are outlined. It isfound out that at present IMF exhorts national economies to implement gradual and consistent liberalization of international capital flows, taking into accounttheir level of financial and institutional development.

The directions of increasing the effectiveness of government regulation of international capital flows are outlined, namely the need to create a system of measures that ensures the dynamism and adaptability of regulation, its proper and timely monitoring and control; reaching a consensus on the various approaches to and recommendations oninternational capital flow regulation at the level of international community and their effective coordination at the global level; a comprehensive review of the terms of trade and investment agreements, aimingto eliminate legal barriers to implementing regulation measures, etc.

Key words:international capital movement, international capital flows, government regulation of international capital flows, administrative regulation measures, market-friendly regulation measures, rate of regulation, monetary policy, transmission mechanism, interest rate, effectiveness.

СПИСОК ПУБЛІКАЦІЙ ЗДОБУВАЧА

Наукові праці, в яких опубліковані основні наукові результати дисертації:

1. Грабинська І. В., Лаба І. З. Вплив процесів транснаціоналізації виробництва на еволюцію економічних теорій міжнародного переміщення капіталу. *Збірник наукових праць Черкаського державного технологічного університету. Серія: Економічні науки.* Черкаси, 2015. Вип. № 39 (2). С. 193–200 (0,865 д. а. .; *особистий внесок здобувача (0,695 д.а.)*).
2. Грабинська І. В., Лаба І. З. Еволюція економічних теорій міжнародного переміщення капіталу. *Економічний простір: Збірник наукових праць.* 2015. Вип. № 99. С. 23–36 (0,808 д.а.; *особистий внесок здобувача (0,605 д.а.)*).
3. Лаба І. З. Нова інституційна позиція МВФ та її вплив на формування державної політики регулювання міжнародних потоків капіталу. *Вісник Львівського університету. Серія економічна.* Львів, 2016. Вип. № 53. С. 63–71 (0,795 д. а.).
4. Лаба І. З. Інструментарій регулювання міжнародних потоків капіталу в країнах, що розвиваються. *Вісник Черкаського університету. Серія економічні науки.* Черкаси, 2017. Вип. 4 Ч. 2. С.50–58 (0,741 д. а.).
5. Laba, I. Government regulation of international capital flows in Ukraine within the context of the IMF's new institutional view. *Strategic research directions: Collection of scientific articles.* Agenda Publishing House. Coventry, UK, 2018. P. 6–15 (0,672 д. а.).

Наукові праці, які засвідчують апробацію матеріалів дисертації:

6. Лаба І. З. Методологічні підходи до оцінки ефективності державного регулювання міжнародних потоків капіталу. *Актуальні проблеми функціонування господарської системи України:* матеріали XXIV міжнар. наук.

конф. студентів, аспірантів та молодих вчених (м. Львів, 19–20 травня 2017 р.). Львів, 2017. С. 77–78 (0,233 д. а.).

7. Лаба І. З. Методологічні підходи до визначення рівня регульованості міжнародного переміщення капіталу в малих відкритих економіках. *Літні наукові дискусії:* зб. наук. матер. XXI міжнар. інтернет-конф. (м. Вінниця, 15 червня 2018 р.). Вінниця, 2018. С. 36–41 (0,228 д. а.).
8. Лаба І. З. Чинники підвищення ефективності державного регулювання міжнародних потоків капіталу в малих відкритих економіках у посткризовий період. *Моделювання економіки: проблеми, тенденції, досвід:* тези доповідей IX Міжнародної науково-методичної інтернет-конференції Форуму молодих економістів-кібернетиків (м. Львів, 30 жовтня 2018 р.). Львів, 2018. С. 89–90 (0,087 д. а.).
9. Лаба І. З. Роль Міжнародного валютного фонду у регулюванні глобального фінансового ринку. *Цілі сталого розвитку: проблеми і можливості досягнення в Україні та світі:* матеріали всеукраїнської наук.-практ. конф. студентів та молодих вчених (м. Северодонецьк, 16 листопада 2018 р.). Северодонецьк, 2018. С. 157–159 (0,263 д. а.).

ЗМІСТ

ВСТУП……...….14
РОЗДІЛ І. Теоретико-методологічні засади дослідження державного регулювання міжнародних потоків капіталу……22
1.1. Суть, класифікація, та інструменти державного регулювання міжнародних потоків капіталу…….……22
1.2. Еволюція економічних теорій регулюваннямiжнародного переміщення капіталу……...……49
1.3. Інструментарій дослідження державного регулювання міжнародних потоків капіталу……..……76
Висновки до розділу 1……..90
РОЗДІЛ ІІ. Макроекономічний аналіз державного регулювання міжнародних фінансових потоків у малих відкритих економіках……..….93
2.1. Оцінка рівня регульованості ринку капіталу у малих відкритих економіках……...……...93
2.2. Макроекономічні ефекти державного регулювання припливу і відпливу капіталу у роки Великої рецесії……...…..117
2.3. Особливості державного регулювання міжнародних потоків капіталу в Україні…….……145
Висновки до розділу 2……165
РОЗДІЛ ІІІ. Перспективи реформування державного регулювання міжнародних потоків капіталу в умовах фінансової глобалізації…….....168
3.1. Нова інституційна позиція міжнародних організацій щодо формування національної політики регулювання міжнародних потоків капіталу…….168
3.2. Напрямки підвищення ефективності політики державного регулювання міжнародного переміщення капіталу в малих відкритих економіках.....181
Висновки до розділу 3……191
ВИСНОВКИ……194
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ……199
ДОДАТКИ……217

ВСТУП

Актуальність теми. В умовах посилення глобалізації та фінансіалізації національних господарських систем інтенсивність та якісна структура міжнародних потоків капіталу (МПК) перетворюються на один із вирішальних чинників підтримання усталеного економічного зростання. Міжнародне переміщення капіталу розглядають як закономірний і неперервний процес, що охоплює усі сфери господарської діяльності суспільства, сприяє інтеграції національної економіки у світове господарство, припливу необхідних інвестиційних ресурсів для задоволення внутрішнього інвестиційного попиту без скорочення поточного споживання, поширенню передових технологій та виробничих потужностей, створює можливості для ефективного розміщення надлишкових у країні заощаджень задля їх приросту та забезпечення високої віддачі через впровадження фінансових інновацій та переваг міжнародної диверсифікації активів. Крім того, виникають нові мотиви експорту капіталу – окрім зростання його віддачі – важливими нині є створення умов для просування вітчизняних товарів на міжнародні ринки, отримання різних податкових і митних пільг та вигід, а також сприяння поглибленню міжнародного поділу праці.

Однаксучасні механізми переміщення капіталу не позбавлені слабин і можуть мати негативні наслідки як для їх реципієнтів, так і для постачальників. Зокрема, глобалізація відкриває можливості для міграції так званого спекулятивного капіталу, переважно у вигляді гарячих грошей, які можуть швидко змінювати напрям руху і несприятливо впливати на стан платіжних балансів країн та їх міжнародних інвестиційних позицій. Тому міжнародна міграція капіталу може стати загрозою економічному суверенітету країн.

За таких умов більшість економістів виходить з того, що без забезпечення системи моніторингу МПК і запровадження обмежень на міжнародну торгівлю фінансовими активами, покликаних ефективно протидіяти їх негативним наслідкам, нині неможливо досягти глобальної економічної стабільності. Важливу

роль у цьому процесі відіграють міжнародні фінансові інститути, а також державні регулятивні механізми національних економік.

Малі відкриті економіки мають незначний вплив на світову процентну ставку і можуть отримувати істотні вигоди від участі у міжнародній міграції капіталу. Особливо це стосується малих відкритих економік, що розвиваються, для яких характерними ознаками є нерозвиненість внутрішнього фінансового ринку, нестача заощаджень, дефіцит інвестиційних ресурсів. Роль держави у цих економіках, як регулятора міжнародного переміщення капіталу, полягає не лише у запровадженні кількісних обмежень, а й якісній їх трансформації задля припливу довгострокових капітальних ресурсів в економіку.

Фундаментальні теоретичні основи дослідження рушійних сил, чинників та наслідків міжнародного переміщення капіталу закладено у працях класиків економічної науки – А. Сміта, Д. Рікардо, К. Маркса, М. Туган-Барановського, Дж. М. Кейнса, Дж. Гікса. Вагомий внесок в обґрунтування необхідності державного регулювання міжнародного переміщення капіталу (ДРМПК) для недопущення макроекономічної нестабільності зробили представники неокласицизму, кейнсіанства та інституціоналізму – Р. Вернон, Дж. Вільямсон, Дж. Гелбрейт, Дж. Данінг, Є. Домар, Р. Кейвз, Р. Коуз, П. Кругман, Х. Мінскі, М. Обстельф, Дж. Тобін, М. Фельдстейн, С. Хаймер та ін.

Динаміку МПК, їх волатильність, якісні і структурні зміни, а також різні аспекти використання інструментів державної політики управління МПК досліджують О. Боришкевич, Б. Ейхенгрін, О. Жанне, Ч. Киндельбург, М. Кляйн, А. Корінек, Я. Крегель, З. Луцишин, Н. Магуд, Г. Манків, А. Ребуччі, К. Рейнхарт, М Рогач, К. Рогофф, А. Субраманьян, М. Урібе, А. Фернандез, В. Шевчук, О. Шиманська, М. Шіндлер та ін.

Через відносно низьку мобільність МПК в економіці України, зумовлену недостатньою розвинутістю вітчизняного фінансового ринку, низькою інвестиційною привабливістю та неусталеністю ключових механізмів господарської системи, вітчизняні економісти у своїх наукових дослідженнях головно приділяють увагу вивченню теоретичних підходів у світовій економічній

науці до досліджуваної проблематики та узагальненню світового досвіду і особливостей державного регулювання припливу і відпливу капіталу як у розвинутих економіках, так і у країнах, що розвиваються.

Однак, в умовах незворотності та наростання процесів міжнародної інтеграції української економіки у глобальний економічний простір, для вітчизняної економічної науки особливої актуальності набуває розроблення методологічних підходів та теоретичного обґрунтування ефективної політики ДРМПК задля недопущення збурень у вітчизняній господарській системі.

Усе це зумовило вибір теми дисертаційної роботи, обґрунтування її мети, визначення завдань, об’єкта і предмета дослідження, логіку викладення матеріалу.

Зв'язок роботи з науково-дослідними програмами, планами, темами.Дисертаційне дослідження тісно пов’язане з науково-дослідною роботою кафедри аналітичної економії та міжнародної економіки економічного факультету Львівського національного університету імені Івана Франка і виконане відповідно до науково-дослідної теми «Економіка України у системі світогосподарських зв’язків», затвердженої Міністерством освіти і науки України (номер державної реєстрації 0116U001676).

Мета і завдання дослідження. Метою дисертаційного дослідження є комплексний аналіз заходів економічної політики ДРМПК у малих відкритих економіках підчас світової фінансової кризи 2008–2009 рр. та у посткризових період відновлення, а також теоретичне обґрунтування практичних заходів, спрямованих на підвищення ефективності цієї політики.

Відповідно до поставленої мети було визначено та вирішено такі завдання:

- проаналізувати і розвинути теоретико-методологічний інструментарій дослідження ДРМПК в сучасній економічній науці;
- виявити особливості дії передавального механізму впливів збурень припливів і відпливів капіталу у малих відкритих економіках на макроекономічне середовище за різних режимів монетарної політики та валютних курсів;
- простежити еволюцію поглядів представників основних економічних шкіл і напрямів економічної науки на МПК та роль держави у їх регулюванні;

- виявити методологічні труднощі в оцінюванні результативності ДРМПК;
- здійснити емпіричну оцінку загального рівня регульованості МПК та їх окремих компонентів у малих відкритих економіках і проаналізувати особливості їх динаміки до, підчас та після фінансової кризи 2008–2009 рр.;
- проаналізувати причини, інструментарій та наслідки ДРМПК у малих відкритих економіках з найвищим рівнем регульованості припливу і відпливу капіталу у посткризовий період відновлення економіки;
- дослідити особливості та макроекономічні наслідки ДРМПК в Україні;
- з'ясувати позицію провідних міжнародних фінансових інститутів щодо фінансової лібералізації та доцільності управління МПК, а також їхні впливи на формування макроекономічної політики у малих відкритих економіках;
- запропонувати напрямки підвищення ефективності ДРМПК у малих відкритих економіках з неусталеними господарськими системами в умовах посилення процесів фінансіалізації та глобалізації.

Об'єкт дисертаційного дослідження – міжнародне переміщення потоків капіталу у малих відкритих економіках.

Предметом дослідженняє чинники, особливості та закономірності ДРМПК у малих відкритих економіках задля досягнення макроекономічної стабільності та фінансової стійкості.

Методи дослідження.Теоретико-методологічною основою дослідження є загальні положення аналітичної економіки, фахові дослідження вітчизняних і зарубіжних науковців щодо ДРМПК та глобалізації міжнародного фінансового ринку, публікації у періодичних виданнях, законодавчі та нормативно-правові акти досліджуваних країн щодо ДРМПК. Для розв'язання поставлених завдань дисертаційної роботи було використано як загальнонаукові, так і спеціальні методи наукового пізнання, а саме: системно-структурний аналіз (для класифікації МПК, заходів ДРМПК, визначення їх переваг та недоліків), методи аналізу, синтезу, індукції та дедукції (для дослідження неоднозначної природи МПК та особливостей їх держаного регулювання у різних країнах світу), метод наукової абстракції та історичний метод (для дослідження еволюції поглядів

представників основних економічних шкіл і напрямів економічної науки на міжнародне переміщення капіталу та роль держави у його регулюванні), метод просторово-динамічного моделювання (для здійснення емпіричної оцінки рівня регульованості МПК у малих відкритих економіках), метод декомпозиції коефіцієнта регульованості (для оцінки рівня регульованості окремих компонентів МПК), кластерний аналіз (для виявлення особливостей ДРМПК в досліджуваних малих відкритих економіках), якісні методи (для дослідження макроекономічних ефектів припливу і відпливу капіталу в Бразилії, Ісландії та Україні після світової фінансової кризи 2008–2009 рр.), графічний і табличний методи (для ілюстрації класифікацій, подання статистичних даних тощо).

Наукова новизна отриманих результатів пов'язана із підходом до вирішення проблеми загалом і зі змістом положень та висновків, сформульованих у дисертації. До основних наукових результатів, які становлять особливий здобуток дисертанта, належать такі:

уперше:

- на рівні дисертаційного дослідження здійснено комплексний аналіз заходів ДРМПК у малих відкритих економіках, що дало змогу простежити дію трансмісійного механізму впливу збурень припливу і відпливу капіталу, залежність між динамікою рівня регульованості МПК і ключовими показниками макроекономічного середовища та обґрунтувати необхідність державного регулятивного механізму, що нейтралізуватиме негативні збурення МПК в малих відкритих економіках, особливо з неусталеними господарськими системами;

удосконалено:

- теоретичні підходи до аналізу трансмісійного механізму впливу збурень міжнародного припливу і відпливу капіталу на показники макроекономічного середовища за різних режимів монетарної політики та валютних курсів, що дало змогу виявити макроекономічні наслідки ДРМПК у малих відкритих економіках;
- методику аналізу рівня регульованості МПК, зокрема за допомогою інструментарію просторово-динамічного моделювання, побудовано агреговані коефіцієнти регульованості і здійснено їх кількісну оцінку для 81 малої

відкритоїекономіки, що дало змогу простежити їх динаміку та виявити серед інших тенденцію до зниження інтенсивності державного регулювання припливу капіталу у докризовий період та його посилення у кризовий та посткризовий періоди у малих відкритих економіках з високим рівнем доходу; побудовано та кількісно оцінено дезагреговані коефіцієнти регульованості, що дало змогу зробити висновок про те, що у малих відкритих економіках з високим рівнем доходу рівень регульованості потоків капіталу, що приносять фіксовану віддачу, порівняно з рівнем регульованості інших компонентів міжнародних капітальних потоків є відносно нижчим, ніж у малих відкритих економіках з середнім і низьким рівнем доходу;

- методику якісного аналізу результативності заходів ДРМПК в Бразилії, Ісландії та Україні, зокрема дослідження їх впливу на стан платіжного балансу, динаміку валютного курсу, диференціал внутрішньої і світової процентних ставок, темп інфляції, якісну структуру МПК тощо, що дало підстави обґрунтувати тезу про те, що у сучасному глобалізованому фінансовому середовищі необхідною умовою досягнення макроекономічної стабільності і фінансової стійкості є ефективне поєднання заходів ДРМПК із іншими заходами макроекономічної політики;

набули подальшого розвитку:

- теоретичні підходи до класифікації МПК, зокрема, задля глибшого розуміння їх природи в умовах глобалізації, на основі емпіричної оцінки рівня регульованості, запропоновано класифікувати МПК на абсолютно регульовані (рівень регулювання яких становить понад 70 %), відносно регульовані (рівень регулювання – у межах від 15 % до 70 %) та нерегульовані (рівень регулювання – менше 15 %);

- політико-економічний аналіз теоретичних концепцій ДРМПК, завдяки якому простежено вплив парадигмальних змін в економічній науці на принципи формування економічної політики та виявлено феномен міжпарадигмального синтезу методологічних підходів до обґрунтування необхідності ДРМПК;

- напрями підвищення результативності ДРМПК у малих відкритих економіках з неусталеними господарськими системами, зокрема обґрунтовано необхідність запровадженнясистеми жорсткого і динамічного регулювання,забезпечення належного дотримання заходів регулювання за допомогою системи ефективного нагляду і контролю, досягнення консенсусу різних підходів і рекомендацій щодо регулювання МПК в межах світового співтовариства і їх ефективна координація на глобальному рівні.

Теоретичне та практичне значення одержаних результатів.Отримані в дисертаційній роботі теоретичні та практичні положення можуть бути враховані і використані органами державної влади та управління у процесі формування політики управління МПК в Україні. Результати дослідження використовують у викладанні таких дисциплін – «Макроекономіка», «Міжнародна економіка», «Міжнародні фінанси», «Міжнародна економічна діяльність України».

Особистий внесок здобувача.Дисертаційне дослідження є завершеною науковою роботою і виконане автором самостійно. Усі наукові результати, які наведені в дисертації та виносяться на захист, одержані здобувачем особисто й опубліковані у фахових наукових виданнях. З наукових праць, опублікованих у співавторстві, використано лише ті здобутки, які є особистим доробком автора.

Апробація результатів дисертації. Основні результати та положення дисертаційного дослідження апробовані й отримали позитивну оцінку на міжнародних і всеукраїнських наукових, науково-методичних й науково-практичних конференціях, а саме «Актуальні проблеми функціонування господарської системи України» (19–20 травня 2017 р., м. Львів), «Літні наукові дискусії» (15 червня 2018 р.), «Моделювання економіки: проблеми, тенденції, досвід» (30 жовтня 2018 р., м. Львів), «Цілі сталого розвитку: проблеми і можливості досягнення в Україні та світі» (16 листопада 2018 р.), на підсумкових конференціях викладачів та аспірантів кафедри аналітичної економії та міжнародної економіки Львівського національного університету імені Івана Франка (2015–2018 рр.).

Відомості про кількість публікацій. За результатами дослідження автора опубліковано 9 наукових праць, у тому числі: 5 у наукових фахових виданнях, з яких 2 – у співавторстві, 1 – у зарубіжному виданні, 4 публікації за результатами участі у міжнародних та всеукраїнських наукових конференціях. Загальний обсяг публікацій автора за темою дисертації становить 4,7 друк. арк., з яких особисто автору належить 4,3 друк. арк.

Структура та обсяг дисертації.Дисертація складається зі вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел і додатків. Зміст дисертації викладено на 186 сторінках основного тексту. Дисертація містить 16 таблиць, 40 рисунків і 5 додатків. Список використаних джерел налічує 185 найменувань.

РОЗДІЛ І
ТЕОРЕТИКО – МЕТОДОЛОГІЧНІ ЗАСАДИ ДОСЛІДЖЕННЯ ДЕРЖАВНОГО РЕГУЛЮВАННЯ МІЖНАРОДНИХ ПОТОКІВ КАПІТАЛУ

1.1. Суть, класифікація та інструменти регулювання міжнародних потоків капіталу

Темпи і перспективи функціонування будь-якої господарської системи, проблеми економічного зростання і стійкого соціально-економічного розвитку значною мірою залежать від кількості та якості залученого капіталу та ефективності його використання. Саме тому питання переміщення капіталу та формування ефективного ринку капіталу належать сьогодні до найбільш пріоритетних напрямків наукових досліджень.

Аналіз економічних процесів, пов’язаних із потоками капіталу, доцільно розпочати з визначення економічного змісту категорії «капітал», оскільки суть процесів переміщення капіталу у значній мірі визначається особливостями сутнісної характеристики, тенденціями і закономірностями функціонування капіталу в умовах сучасної економічної системи.

Сучасне трактування капіталу повинно враховувати його усесторонній і багатоаспектний характер. Сьогодні капітал розглядають як найважливіший фактор виробництва; як запас засобів, необхідних для створення матеріальних і нематеріальних благ; як вартість, що приносить дохід у вигляді процента, дивідендів, прибутку; як вартість, яка має ринкову ціну і регулюється законами попиту і пропозиції тощо. Утвердилися також такі терміни як грошовий, фінансовий, людський, інтелектуальний, соціальний капітал тощо. Зважаючи на специфіку дослідження, нас найбільшою мірою цікавитиме саме фінансовий капітал, а точніше його міжнародна складова.

Для позначення процесу переміщення капіталу між країнами у вітчизняних та іноземних наукових джерелах використовують кілька термінів, а саме міжнародне переміщення капіталу, міжнародних рух капіталу *(international capital*

movement), міжнародні потоки капіталу *(international capital flows),* міжнародна міграція капіталу *(international migration of capital).*

Усі ці терміни є практично взаємозамінними, оскільки відображають один і той же процес, тобто відплив капіталу з однієї країни (експорт капіталу), що одночасно є припливом для іншої економіки (імпорт капіталу). Українські науковці схиляються до визначення терміну міжнародний рух капіталу, який у подальшому дослідженні часто використовують поряд із терміном міжнародні потоки капіталу (МПК). Незважаючи на численність термінів, щодо їх тлумачення у фаховій економічній літературі немає однозначності. Дослідники підходять до розуміння процесу переміщення капіталу з різних точок зору, підкреслюючи ту, чи іншу характеристику цього явища *(дод. А)*.

Павленко І. І. розглядає міжнародну міграцію капіталу як «трансграничне переміщення одного з найважливіших факторів виробництва, який є результатом історично сформованого або набутого нагромадження засобів в окремих країнах, що створює економічні передумови для більш ефективного виробництва товарів і послуг в інших країнах» [41].

Окремі автори наголошують на передачі права власності на актив, зазвичай, акціонерний капітал або борговий інструмент, з однієї країни до іншої [136]. Інші – виділяють суб’єктів переміщення капіталу, форми його переміщення, а також мету, з якою воно здійснюється [2;22].

Найбільш розгорнуте визначення міжнародного переміщення капіталу подає В. В. Білоцерківець. Враховуючи багатоаспектний характер міжнародного руху капіталу, він розглядає його із різних точок зору, визначаючи як:

- самоствердження капіталу як самозростаючої вартості в глобальному масштабі;
- сукупність відносин щодо переміщення капіталу в між- та наддержавному просторі на постійній чи терміновій основі заради максимізації його прибутковості чи досягнення інших економічних, соціальних і політичних вигод;

- діалектичне поєднання процесів вилучення частини капіталу з товарно-грошового обігу однієї країни (експорт) та його включення у господарський оборот іншої країни (імпорт).

Іноземні вчені у своїх дослідженнях найчастіше використовують термін міжнародні потоки капіталу *(international capital flows),* однак визначення цього поняття подають вкрай рідко, зосереджуючись на поясненні механізму цього явища, класифікації потоків капіталу та причинах їх переміщення. Згідно з іноземною практикою у подальшому дослідженні ми найчастіше використовуватимемо термін міжнародні потоки капіталу, однак поняття міжнародне переміщення (рух) капіталу, міжнародна міграція капіталу вважаємо синонімічними.

Отже, з огляду на проведений аналіз пропонуємо визначити міжнародні потоки капіталу як переміщення за межі або в країну капіталу у грошовій чи іншій формі, що може здійснюватися корпораціями, урядами, міжнародними організаціями, а також приватними особами з метою фінансування виробництва, торгівлі, інвестування, спекуляції або з іншою метою задля отримання прибутку, підприємницької чи інших економічних, соціальних і політичних вигод.

Таким чином, міжнародне переміщення капіталу відбувається щоразу, коли той чи інший актив, представлений цінними паперами, деривативами, валютою, активами, що належать до основного капіталу тощо, змінює власника, причому одна із сторін транзакції представлена резидентом, а інша нерезидентом. Воно включає експорт, імпорт капіталу і його функціонування за кордоном. З точки зору аналітичної економіки переміщення капіталу можна розглядати як різницю між заощадженнями та національними інвестиціями, а інтенсивність його переміщення визначається ступенем відкритості економіки та, значною мірою, величиною внутрішньої процентної ставки.

Міжнародне переміщення капіталу як і інші міжнародні економічні операції відображається у платіжному балансі країни. Відповідно до термінології провідних міжнародних організацій, зокрема МВФ і ОЕСР, операції, що

відповідають наведеним визначенням, враховують у «фінансовому рахунку» *(financial account)* платіжного балансу.

Наукові джерела пропонують класифікацію МПК за багатьма ознаками. Здійснивши ґрунтовний аналіз фахової літератури, ми систематизували та доповнили, запропоновану на *рис. 1.1.1.*, розгорнуту класифікацію МПК.

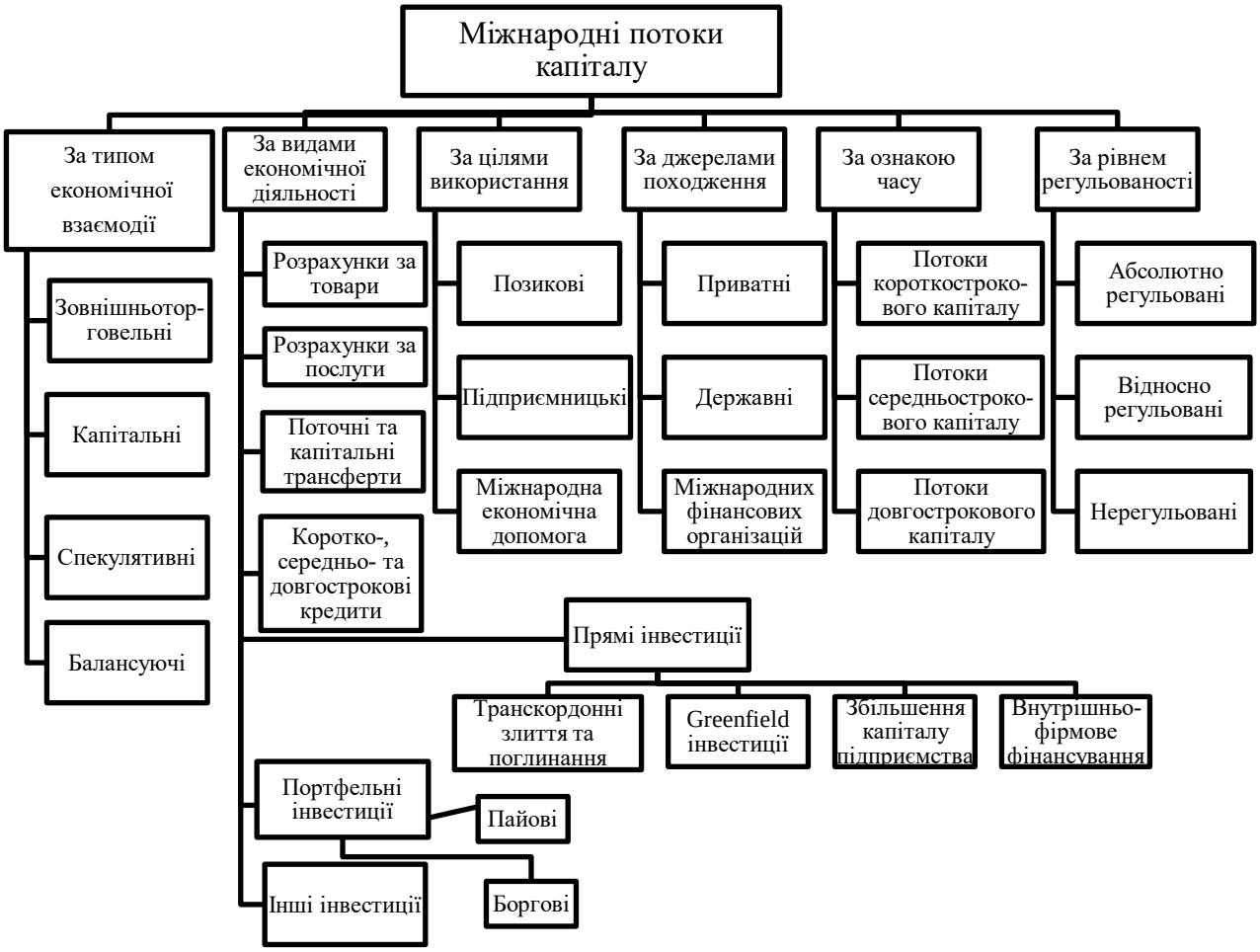


Рис. 1.1.1. *Класифікація міжнародних потоків капіталу*
Джерело: складено автором на основі [18; 35; 41; 51; 60].

Результатом, проведеного у *2 розділі*,дослідження рівня регульованості МПК у малих відкритих економіках стало виділення нового критерію для класифікації МПК. За рівнем регульованості виділяємо абсолютно регульовані, відносно регульовані та нерегульовані МПК. До абсолютно регульованих відносимо МПК, рівень регульованості яких становить понад 70 %. Негерульовані – це МПК, рівень регульованості яких менш ніж 15 %. Водночас, рівень регульованості відносно регульованих МПК коливається в межах від 15 % до 70 %. Зрозуміло,

що розподіляючи МПК за рівнем регульованості, їх неможливо розглядати автономно, а лише у тісному зв'язку із певною регуляторною системою конкретної національної економіки. Тобто одні і ті ж види МПК можуть бути абсолютно нерегульованими в одній країні і відносно, або й абсолютно регульованими в іншій. Наприклад, у той час як в Данії інструменти грошового ринку абсолютно нерегульовані, в Індії їх рівень регулювання становить 100 %.

У багатьох вітчизняних та зарубіжних наукових джерелах МПК поділяють за ознакою часу, виокремлюючи потоки коротко-, середньо- та довгострокового капіталу. Серед цілей використання найчастіше виокремлюють переміщення капіталу з метою надання позики, підприємницькою метою, а також міжнародну економічну допомогу.

Джерелами походження капіталу можуть бути як приватні (міжнародні банки, багатонаціональні корпорації, фізичні особи), так і державні (офіційні), а також кошти міжнародних фінансових організацій. Переміщення державного капіталу регламентується міжурядовими угодами і здійснюється у вигляді державних позик, грантів, іноземної допомоги. Приватні капіталовкладення переміщуються за кордон або приймаються з-за кордону згідно з рішенням керівних органів відповідних організацій, які, своєю чергою, визначаються законодавчими нормами щодо міжнародного переміщення капіталу.

За типом економічної взаємодії міжнародні потоки капіталу можемо розділити на зовнішньоторговельні; капітальні, що опосередковують кредитно-інвестиційну діяльність; спекулятивні, які не мають зв'язку з виробничою діяльністю та балансуючі – здійснюються для урівноваження зовнішніх платежів і розрахунків між країнами.

Згідно з іншою класифікацією, за видами економічної діяльності виділяютьрозрахунки за товари і послуги;поточні та капітальні трансферти у грошовій формі;коротко-, середньо- та довгострокові кредити;прямі, портфельні та інші інвестиції;потоки резервних активів.

Прямі іноземні інвестиції – це капіталовкладення, здійснюючи які, резидент країни через купівлю 10% і більше акціонерного капіталу отримує можливість

значного управлінського впливу на підприємство (дочірну, асоційовану компанію, чи відділення), що є резидентом іншої країни. Пряме інвестування належить до класу середньо- та довгострокових операцій, які можемо розділити на чотири категорії, а саме транскордонні злиття та поглинання (операції, спрямовані на об'єднання декількох компаній під однією юридичною особою задля досягнення фінансових цілей), створення дочірнього підприємства з нуля *(greenfield investment)* одним або декількома резидентами, збільшення капіталу підприємства, а також операції з внутрішньофірмового фінансування.

Операції між афілійованими компаніями (дочірніми і материнськими) прописуються в окремих статтях платіжного балансу, оскільки такі види потоків капіталу несуть певні ризики і є більш уразливими, ніж відповідні операції між непов'язаними сторонами. Питання внутрішньофірмового фінансування є надзвичайно важливим, оскільки можливість запозичення і передачі коштів за такими каналами доволі велика, а реверсні потоки можуть чинити істотний вплив на грошово-кредитну сферу національних економік.

До прямих інвестицій належать також доходи від участі у капіталі та інвестиційних фондах (у вигляді дивідендів та розподіленого прибутку), реінвестований прибуток тощо. Не класифікуються як прямі інвестиції операції між депозитними організаціями, інвестиційними фондами та іншими фінансовими посередниками.

Статистично кожну форму прямого інвестування можна ідентифікувати за часткою володіння цінними паперами у капіталі. Так, інвестування з нуля, наприклад, буде статистично відображено як володіння близько 100 % інвестиційного капіталу на термін 4–5 років, згодом така форма інвестування вважатиметься прямим інвестуванням у дочірнє підприємство.

Транскордонні портфельні інвестиції – це придбання короткострокових і довгострокових боргових цінних паперів, цінних паперів, що забезпечують участь у капіталі (пайових), а також операції з паями інвестиційних фондів. Портфельні інвестиції, на відміну від прямих, характеризуються більшою оборотністю і схильністю до коливань.

Усі операції, що не належать до прямих і портфельних інвестицій, до фінансових деривативів і офіційних резервів, є іншими інвестиціями. Це, зокрема, інструменти щодо участі у капіталі, що не мають форми цінних паперів, операції щодо участі у капіталі квазікомпаній, наприклад, для володіння землею за умови наявності менше 10 % у загальній кількості голосів, готівкова валюта і депозити, позики і позички, страхові технічні резерви, торговельні кредити та аванси, інша заборгованість, а також розподіл СПЗ між країнами-учасницями МВФ.

На можливість і необхідність переміщення МПК впливає низка чинників, серед яких:

- інтернаціоналізація господарського життя, поглиблення міжнародних економічних, політичних, культурних та інших відносин між країнами [48];
- взаємна лібералізація торгівлі країн-учасниць СОТ;
- відносний дефіцит або надлишок капіталу на національному ринку і відсутність умов його ефективного застосування;
- перспектива більш прибуткового застосування капіталу за кордоном, що забезпечується наявністю нижчих цін на сировину, енергію, транспорт, кваліфікованої робочої сили, виробничої і соціальної інфраструктури;
- стан і структурна перебудова економіки, зокрема в напрямі експортоорієнтованих та високотехнологічних галузей;
- непередбачуваність політичної ситуації в країні;
- намагання зберегти чистоту довкілля країн-донорів капіталу, що призводить до вивезення екологічно шкідливих виробництв за кордон, у зв’язку з відмінністю у екологічних стандартах і нормативах різних країн;
- прагнення залучити іноземні технології у національне виробництво, підвищити його науково-технічний і технологічний рівень;
- бажання обійти митні і немитні бар’єри;
- можливість стабільного постачання національним підприємствам імпортної сировини;
- масштабне перенесення за кордон низькотехнологічних виробництв;

- намагання вирішити проблеми зайнятості населення, особливо коли відчувається напруга на ринку праці;
- розрив темпів інфляції та рівнів процентних ставок між країнами;
- збільшення масштабів незбалансованості міжнародних розрахунків [35].

В іноземних наукових джерелах названі чинники переміщення МПК часто класифікують на циклічні і структурні, чинники експорту та імпорту капіталу *(push and pull factors)*. Їх приклади наведено у *табл. 1.1.1*. Чинники експорту чи *push*-чинники розглядаються з точки зору розвинутих економік або ж глобально (світові процентні ставки, глобальна схильність до ризику). Вони фактично стають причиною міграції капіталу. Водночас чинники імпорту чи *pull*-чинники, оцінюючи привабливість місцевого середовища для іноземних капіталовкладень,визначають напрямок переміщення капіталу. Найбільш важливими серед них є місткість ринку, якість інститутів, економічна стабільність, відкритість та потенціал зростання економіки.

Таблиця 1.1.1.

Класифікація чинників переміщення МПК

	Циклічні	Структурні
Чинники експорту *(push factors)*	• Низький рівень світових процентних ставок • Низький світовий рівень запобігання ризику • Погіршення стану платіжного балансу розвинутих економік • Зростання виробництва розвинутих економік	• Міжнародна диверсифікація портфеля активів • Низький потенціал зростання розвинутих економік • Зростання кількості інституційних інвесторів • Інформаційні та комунікаційні технології
Чинники імпорту *(pull factors)*	• Високі показники віддачі активів • Високі внутрішні процентні ставки • Низький внутрішній рівень інфляції • Зростання внутрішнього виробництва	• Покращення стану платіжного балансу країн, що розвиваються • Якість інституцій • Значний потенціал зростання країн, що розвиваються • Відкритість економік

Джерело: [137; 154].

Для циклічних чинників характерний більш короткотерміновий характер і зміна впродовж фаз економічного циклу, – це такі фактори як зростання реального ВВП, процентні ставки тощо. Структурні чинники своєю чергою мають більш довгостроковий характер. Їх можна розглядати як загальні тенденції, що

відбуваються в економіці. Структурні чинники описують фундаментальну структуру економіки, стан її інститутів, політики та нормативно-правової бази.

Усі перелічені чинники безумовно впливають на інтенсифікацію переміщення МПК, проте не змінюють факту неоднозначності цього процесу. Ані науковці, ані економісти досі не дійшли спільної думки щодо його впливу на економіку як світового співтовариства в цілому, так і країн-донорів і реципієнтів капіталу зокрема. Саме тому суб'єкти переміщення капіталу повинні детально вивчати його потенційну користь і загрози. На рівні держави політика лібералізації і управління МПК повинна впроваджуватись у такій комбінації, щоб сукупні вигоди від цього процесу перевищували сукупні витрати.

В цілому вплив МПК на економіку може значно варіювати залежно від рівня економічного розвитку країни, а також від національної політики, форми капіталу, що переміщується, рівня конкуренції, стану фінансових ринків тощо. Таким чином, міграція капіталу може сприяти як тіснішому співробітництву, виступаючи однією з його форм, так і загострювати існуючі економічні суперечності між країнами, особливо тими, що значно різняться рівнем економічного розвитку *(табл. 1.1.2)*.

Беручи участь у міжнародному переміщенні капіталу, країни-донори капіталу мають змогу збільшити середній дохід від інвестицій, вкладаючи у більш прибуткові галузі за кордоном, залучаючи дешевшу кваліфіковану робочу силу та сировину, мінімізуючи оподаткування, зокрема екологічні платежі. У такий спосіб вони також розширюють свої експортні ринки, реалізують специфічні переваги підприємств-інвесторів у технології та управлінні і, таким чином, підвищують конкурентоспроможність. Втім відплив капіталу може й сповільнювати темпи економічного зростання і розвитку країни його базування, якщо дохід від нього не повертатиметься. Негативний вплив спостерігається також у сфері зайнятості. Створюючи додаткові робочі місця за кордоном, країна-інвестор сприяє еміграції власної робочої сили. А ноу-хау, що є специфічною перевагою інвестора, країна-реципієнт капіталу може згодом використати проти нього самого.

Таблиця 1.1.2.

Переваги і недоліки міжнародного переміщення капіталу для економіки країн-донорів та країн-реципієнтів капіталу

	Країни-експортери	Країни-імпортери
Переваги	• Стимулювання інноваційного процесу • Більш ефективне використання капіталу, як наслідок зростання прибутків від інвестицій • Створення нових ринків збуту • Можливість обійти митні і немитні бар´єри • Можливість збереження капіталу при несприятливій економічній або політичній ситуації в країні	• Стимулювання темпів розвитку національної економіки • Створення додаткових робочих місць • Доступ до більш сучасних технологій, техніки, устаткування, передового досвіду господарювання тощо • Підвищення рівня кваліфікації робочої сили • Нарощування експорту • Поповнення національного бюджету • Стимулювання внутрішньої конкуренції
Недоліки	• Сповільнення темпів економічного зростання та розвитку країни у зв'язку з переміщенням капіталу за кордон • Вищий рівень ризику • Негативний вплив на рівень зайнятості, стимулювання еміграції робочої сили • Сповільнення темпів вітчизняного виробництва • Негативний вплив на платіжний баланс країни	• Частина ВВП, у вигляді прибутку від інвестицій, повертається до країн-донорів капіталу • Можливість вивезення сировинних ресурсів • Іноземне втручання у функціонування національної банківської системи • Захоплення іноземним капіталом стратегічно важливих галузей національної економіки • Небезпека демпінгу • Уповільнення інноваційного процесу • Встановлення рівня оплати праці нижче світового • Недостатня конкурентоспроможність національних підприємств • Можливість обмеження політичної свободи • Зростання зовнішньої заборгованості • Фіскальні втрати через запровадження стратегії трансферного ціноутворення ТНК

Джерело: складено автором на основі[1; 12].

Для країни-реципієнта капіталу ситуація ще більш неоднозначна. Іноземні капіталовкладення можуть слугувати, з одного боку, стимулом до економічного розвитку, зростання внутрішньої конкуренції та виробничих можливостей, залучення незадіяних ресурсів, нових технологій, ефективного менеджменту, підвищення рівня кваліфікації робочої сили тощо. Однак з іншого боку, вони можуть стати причиною уповільнення інноваційного процесу, витіснення національного капіталу із стратегічно важливих галузей економіки, вивезення сировинних ресурсів, технологічної залежності, зростання зовнішньої

заборгованості, забруднення довкілля, втручання ТНК у діяльність уряду країни-реципієнта тощо [29; с. 162-167].

Ці та інші суперечності, пов’язані із міжнародним переміщенням капіталу, ставлять під сумнів доцільність та необхідність повної лібералізації фінансових потоків. Вони породжують потребу детального дослідження цього процесу, з метою оптимального поєднання вільного і регульованого руху капіталу, що сприятиме стійкому економічному зростанню та розвитку його суб’єктів.

Отже, лібералізація і державне регулювання міжнародних потоків капіталу (ДРМПК) – це два протилежні процеси, які однак не взаємовиключають одне одного. Для того, щоб скористатися усіма перевагами лібералізації у довгостроковій перспективі і уникнути можливих недоліків, пов’язаних із міжнародним переміщенням капіталу, на практиці часто доцільно і необхідно тимчасово застосувати регулювання фінансових потоків.

З’ясування суті і механізмів ДРМПК варто розпочати з визначення. Його доволі важко сформулювати однозначно, оскільки контроль за рухом капіталу передбачає використання не однієї політики чи адміністративного важеля, а низки механізмів, що варіюють від незначних до досить жорстких. ДРМПК не слід плутати із валютним регулюванням – системою державних інструментів впливу на курс валюти та рух валютних цінностей із метою досягнення визначених цілей валютної політики. Хоча ці два поняття тісно пов'язані між собою, ДРМПК поряд із валютним регулюванням включає в себе також інші інструменти.

Так, ДРМПК можемо назвати сукупність заходів державних органів влади і центрального банку країни, спрямованих на обмеження, стримування, перенаправлення або зміну будь-яких параметрів МПК. Зауважимо, що спільною ознакою цих заходів є активніше спрямування обмежень на операції між резидентами і нерезидентами, на противагу трансакцій резидентів між собою. Зважаючи на таке широке визначення, узагальнювати інформацію щодо ДРМПК доволі важко, адже воно може реалізуються на різних рівнях; впливати як на обсяг, так і на структуру іноземного приватного капіталу; стосуватися його припливу або ж відпливу за межі країни; набувати різних форм; бути

орієнтованим на різні типи потоків капіталу і на досягнення різного результату. Отож класифікувати заходи ДРМПК можна за багатьма ознаками *(рис. 1.1.2)*, втім вичерпного переліку досягти важко, або й неможливо.

Рис. 1.1.2. *Класифікація заходів регулювання міжнародних потоків капіталу*
Джерело: складено автором на основі [7; 8; 122; 148].

Найчастіше заходи ДРМПК за інструментами імплементації поділяють на дві великі групи, які у різних наукових джерелах мають різні найменування, а саме адміністративні (прямі, кількісні) та ринкові (непрямі, цінові) заходи.

Ринкові заходи регулювання впливають на потоки капіталу і пов'язані з ними трансакції, здорожчуючи їх. Залежно від конкретного різновиду, вони можуть впливати лише на ціну, або ж на ціну і обсяг угоди. Метою впровадження адміністративних заходів регулювання є, як правило, прагнення безпосередньо вплинути на обсяг МПК. Вони носять дискреційний характер і передбачають прямі заборони чи кількісне лімітування руху МПК [88, с.17].

Питання про вибір заходів ДРМПК залишається дискусійним. Дж. Штіглітц, Дж. Окампо, С. Шпігель [172], наприклад, стверджують, що цінові заходи не порушують дію ринкових механізмів *(market-friendly)*, є гнучкими і значно менше

піддаються політичним маніпуляціям. Також вони вважають, що хоч кількісні обмеження є менш популярними, на практиці вони діють іноді більш ефективно, аніж цінові. Втім, насправді обидва підходи мають свої переваги і більшість країн використовує їх комбінацію.

Цінові заходи регулювання практичні, оскільки можуть вирішувати ключові пруденційні проблеми у країнах, що розвиваються, де часто не вистачає належних фінансових інституцій-регуляторів. Підвищуючи вартість зовнішніх запозичень та інвестицій, вони можуть стабілізувати волатильний приплив капіталу і коливання обмінного курсу. До того ж цінові заходи найбільш ефективно впливають на зміну структури припливу капіталу, оскільки з їх допомогою можна призначати різні суми оподаткування для різних за видами або строковістю фінансових інструментів [88, с.17].

Адміністративні заходи використовують зазвичай у крайніх випадках, якими є кризові і передкризові ситуації. Яскравим прикладом слугує Малайзія. Основний страх, пов'язаний із застосуванням цих заходів, полягає у можливому стримуванні інвестицій навіть після їх усунення. Проте досвід показує, що це не завжди так, або ж цей вплив не надто потужний. У випадку Малайзії обсяг інвестицій, після скасування регулювання, відновився [95].

Далеко не вичерпний перелік кількісних та цінових заходів ДРМПК, які різняться строгістю імплементації, а саме рівнем тиску та необхідністю додержання, наведено у *табл. 1.1.3.*

Таблиця 1.1.3.

Класифікація заходів ДРМПК за інструментами імплементації

Адміністративні (кількісні)	**Ринкові (цінові)**
Порогові вимоги до інвестування *(ceilings)*	Багаторівневі системи обмінних курсів
Дозвільні процедури, необхідні для здійснення транскордонних операцій	Податки, що дискримінують МПК за ознакою строковості іноземних запозичень
Пряма заборона репатріації чи неконвертованість валюти	Податки на дохід, джерелом походження якого є іноземні активи
Кількісні обмеження і/або квоти на суми припливу капіталу в економіку	Безпроцентні обов’язкові (невідшкодовувані) резервні вимоги
Заборона певного виду портфельних потоків	Часові вимоги
Вимоги до чистої зовнішньої фінансової позиції комерційних банків	
Вимоги до кредитного рейтингу для здійснення запозичень за кордоном	

Підвищені і дискримінаційні вимоги до звітності щодо конкретних операцій з капіталом

Джерело: складено автором на основі [80; 122; 155].

До кількісних заходів ДРМПК можна віднести порогові значення суми інвестицій, так звані «стелі» *(ceilings)*, або вимоги спеціальних дозволів для здійснення операцій з певними різновидами активів. Окремі види інвестування можуть бути цілком забороненими, як наприклад, у Кореї, де уряд донедавна обмежував довгострокові іноземні інвестиції [146]. Відплив капіталу з країни може обмежуватись забороною або вимогою спеціального дозволу на репатріацію прибутку іноземними підприємствами, що здійснюють діяльність на внутрішньому ринку. Часто також практикуються кількісні обмеження чи квоти на суму припливу капіталу в економіку. Подекуди впроваджують й більш конкретні заходи, як наприклад, регулювання вибору портфеля активів інституційними інвесторами [155].

Цінові заходи регулювання можуть набувати форми спеціальних податків на дохід від міжнародних інвестицій, податків на певні різновиди операцій з капіталом, обов’язкових резервних вимог, які функціонують як податок, часових вимог, включаючи положення про те, що вхідні потоки капіталу не повинні залишати країну протягом певного проміжку часу, систем множинних обмінних курсів тощо.

У випадку системи множинних обмінних курсів у країні застосовують диференційовані курси національної валюти залежно від сфер економічної діяльності, видів валютних операцій, учасників цих операцій, валют, що використовуються тощо. Зазвичай такий режим передбачає наявність двох або більше валютних курсів у різних сферах діяльності. У системах множинних валютних курсів використовуються офіційні, ринкові, комерційні, аукціонні, пільгові та штрафні валютні курси, курси клірингових валют, валютні курси для критичного імпорту, традиційного експорту тощо.

Система множинних обмінних курсів застосовується, як правило, коли уряд вважає високі короткострокові процентні ставки надмірним тягарем для резидентів і намагається розділити національний валютний ринок, встановлюючи

заборону вітчизняним фінансовим установам на кредитування позичальників, що беруть участь у спекулятивній діяльності. Обмеження не поширюються на операції, пов'язані з торговельними потоками, ПІІ та, як правило, інвестиції в акціонерний капітал. За допомогою множинних обмінних курсів намагаються, по суті, підвищити вартість кредитування для спекулянтів, дозволяючи натомість неспекулятивний попит на внутрішні кредити за ринковими ставками. За допомогою такої системи країна може спромогтися не допустити надмірного припливу капіталу і уникнути, таким чином, завищення обмінного курсу для операцій поточного рахунку. Такі системи покликані впливати як на обсяг, так і на ціну трансакцій [80, с. 7; 9, с. 30].

Пряме оподаткування МПК передбачає накладання податків чи зборів на зовнішні фінансові операції, або ж на дохід, отриманий від іноземних чи національних фінансових активів, що належать резидентам чи нерезидентам відповідно. У підсумку обсяг таких інвестицій скорочується, внаслідок зниження норми прибутку або підвищення їхньої вартості. Ставки податків можуть різнитися залежно від типу транзакції чи її строковості. Таке оподаткування вважається ДРМПК, якщо воно допускає дискримінацію між внутрішніми і зовнішніми активами, або ж між резидентами і нерезидентами.

Одним із різновидів прямих податків, спрямованих на скорочення як вхідних, так і вихідних «гарячих» потоків капіталу, особливо спричинених «стадною» поведінкою інвесторів, є податок Тобіна. Запропонований ще у 1972 р. нобелівським лауреатом Дж. Тобіном, податок передбачає стягнення невеликого відсотка з усіх валютних операцій, що допомагає «підкинути піску в колеса міжнародних фінансів» [148, с. 4]. Його прихильники очікують, що податок допоможе знизити волатильність валютного ринку внаслідок скорочення стимулів до частої зміни позицій у короткостроковому періоді.

Втім, К. Нілі виділяє низку недоліків цього податку. По-перше, він може призвести до зниження ліквідності валютного ринку. По-друге, його легко уникнути, використавши похідні фінансові інструменти. По-третє, очікується, що

його ефективність буде обмеженою, допоки податок не буде впроваджено на міжнародному рівні [155, с.23].

Одним з найчастіше використовуваних цінових заходів регулювання є непряме оподаткування транскордонних фінансових потоків у формі безпроцентної обов'язкової (невідшкодовуваної) резервної / депозитної вимоги. За цією схемою банки і небанківські установи, що здійснюють діяльність від свого імені, повинні депонувати у центральному банку за нульовою ставкою суму у національній чи іноземній валюті, еквівалентну пропорції припливу капіталу або їх чистій позиції в іноземній валюті. У Чилі, наприклад, протягом 1991–1998 рр. іноземні інвестори зобов’язувались депонувати у центральному банку частку короткострокових банківських депозитів за нульовою ставкою [155,с. 23].

Оскільки обов’язкові депозити не приносять доходу і дозволяють центральному банку купувати інструменти грошового ринку, номіновані в іноземній валюті, резервні вимоги ефективно функціонують як податок на приплив короткострокового капіталу. Приплив скорочується внаслідок зниження ефективної віддачі від інвестицій. Невідшкодовувана резервна вимога може бути спрямована також на обмеження відпливу капіталу, роблячи його більш чутливим до внутрішніх процентних ставок. Наприклад, коли існує девальваційний тиск на національну валюту, обов’язкова резервна вимога для банків за ставкою 100 % подвоїть процентні доходи втрачені внаслідок переходу від національної до іноземної валюти [80, с. 7].

Варто зауважити, що невідшкодовувана резервна вимога поєднує ознаки не лише цінового, а й кількісного ДРМПК. Ознаки останнього полягають у дії на відплив капіталу, а саме збереженні певного обсягу інвестицій в країні у разі втечі фінансових ресурсів [158]. До інших непрямих заходів регулювання, що поєднують ознаки обох різновидів ДРМПК часто відносять вимоги до чистої зовнішньої фінансової позиції комерційних банків, вимоги до кредитного рейтингу для здійснення запозичень за кордоном, вимоги до звітності щодо конкретних операцій з капіталом, хоча останні й не є заходами регулювання у прямому сенсі.

Окрім поширеного розподілу заходів ДРМПК на кількісні та цінові, існує ще чимало класифікацій *(рис. 1.1.2)*, зокрема за рівнем регульованості, за різновидами та спрямованістю потоків, за мотивами та цілями регулювання тощо. ДРМПК може здійснюватися на рівні національної економіки, галузевому (як правило, фінансовий сектор) рівні або на рівні «стратегічних» галузей, у разі регулювання ПІІ [8, с. 45].

За різновидами потоків ДРМПК можна розділити на регулювання портфельних, прямих інвестицій, боргового капіталу, або ж коротко- та довгострокового капіталу. Актуальність цього розподілу полягає в тому, щопідстави для регулювання різних видів потоків капіталу часто відмінні. Короткострокові потоки характеризуються значною волатильністю. Вони істотно залежать від раптових змін настрою інвесторів і їхнього ставлення до рішень, прийнятих у сфері макроекономічної політики. Вони можуть дуже швидко покинути країну (*capital flow reversals*) і спричинити кризу платіжного балансу, що може супроводжуватися фінансовою кризою. Приплив короткострокового капіталу, що не зумовлений рівнем розвитку економіки, значно посилює її вразливість до несподіваних потрясінь [88, с.16].

ПІІ більш стабільні, аніж портфельні, оскільки акції чи облігації можна реалізувати значно легше, ніж реальні активи (наприклад, виробничі потужності). Отже, випадки регулювання короткострокових потоків, у зв'язку з їхньою волатильністю і здатністю дестабілізувати економіку, трапляються частіше, а управління довгостроковим капіталом часто відображає небажання уряду дозволити привласнення внутрішніх активів нерезидентами. Стаття 27 мексиканської конституції, наприклад, обмежує інвестиції іноземців у нерухомість та їх володіння природними ресурсами [155, с. 23].

Втім, П. Гарбер [111] вважає, що інформація щодо портфельних інвестицій і ПІІ може ввести в оману. Справжнє джерело кризи, яке найчастіше пов'язують з надмірним припливом боргового короткострокового капіталу, може бути замасковане за допомогою деривативів. М. Голдстейн [116] також знаходить мало доказів того, що ПІІ є менш «реверсивними», аніж портфельні.

Продовжуючи класифікацію заходів ДРМПК, їх можна розділити за спрямованістю на регулюванняприпливу і відпливу капіталу.Ставлення до останнього зазвичай більш негативне, однак практика засвідчує, що застосовуючи як одні, так і інші заходи регулювання можна досягти позитивних результатів, а негативна реакція міжнародних інвесторів, як правило, – короткострокова. Країнам, що стикаються з потенційним (або фактичним) відпливом капіталу, його регулювання може допомогти стабілізувати валютний ринок і уникнути зростання зовнішнього боргу. У цьому разі, з метою стимулювання інвестицій та зростання реального сектора, можуть застосовуватись низькі процентні ставки, і це не спричинить втечі капіталу з країни [88, с. 16].

Регулювання як припливу, так і відпливу капіталу забезпечує більшу гнучкість монетарної політики за умови фіксованого обмінного курсу, втім у протилежних напрямках. Обмеження припливу капіталу, що дозволяє встановлювати вищі процентні ставки, використовується для запобігання розширенню грошової маси і супутньої інфляції (Німеччина 1972–74 рр., Чилі 1990-і рр.). Регулювання відпливу – дозволяє, зі свого боку, встановлювати нижчі процентні ставки і сприяє швидшому зростанню грошової маси, порівняно з відсутністю регулювання. Найчастіше його використовують, щоб відтермінувати вибір між впровадженням жорсткішої монетарної політики і девальвацією (Малайзія) [155, с. 23].

Існує також розподіл ДРМПК за мотивами застосування на впроваджені у зв’язку з реформою міжнародної валютної системи та спрямовані на отримання доходу, або на боротьбу із спекулятивними атаками.

За цілями впровадження в економічній науковій літературі, зокрема іноземній, існує чимало класифікацій заходів ДРМПК. Одні з них стислі, інші більш розгорнуті. Загалом, їх спільною метою є скорочення обсягу або зміна будь-яких параметрів припливу чи відпливу капіталу в тій чи іншій країні [122].
К. Нілі ще у 1999 р. запропонував, наведену у *табл. 1.1.4*, класифікацію цілей ДРМПК.Він виділив десять найбільш поширених причин впровадження ДРМПК, з розподілом їх за напрямком потоків, що регулюються [155].

Н. Магуд, К. Рейнхарт і К. Рогофф у своєму дослідженні *Capital Controls: Myth and Reality – A Portfolio Balance Approach* виділяють чотири загрози, що на їхню думку, є причиною впровадження країнами заходів ДРМПК *(табл. 1.1.5)*.

Таблиця 1.1.4.

Класифікація цілей ДРМПК

	Напрямок потоків капіталу, що регулюються	
	Приплив капіталу	**Відплив капіталу**
Цілі регулювання	Корегування профіциту платіжного балансу	Генерування доходу (впродовж I і II світових воєн)
	Запобігання припливу потенційно волатильного капіталу	Фінансові репресії / Розподіл кредитних ресурсів
	Недопущення фінансової дестабілізації	Корегування дефіциту платіжного балансу
	Запобігання ревальвації національної валюти	Збереження заощаджень для внутрішнього використання
	Обмеження права власності іноземців на національні активи	Захист національних фінансових посередників
	Захист національних фінансових посередників	

Джерело: складено автором на основі [155].

1. Загроза ревальвації. Приплив іноземного капіталу в економіку сприяє ревальвації обмінного курсу, знижуючи конкурентоспроможність національних виробників на світовому ринку. Щоб зупинити поцінування національної грошової одиниці, уряд, як правило, вдається до накопичення валютних резервів. Втім, згодом стерилізація такого накопичення стає все складнішою і ситуація потребує більш прямого втручання.

2. Загроза «гарячих грошей». Для країн, що розвиваються, несподіване вливання іноземного капіталу є доволі неоднозначним. Особливо, якщо цей процес тимчасовий. Раптовий приплив іноземного капіталу може спричинити його первинну неправильну дислокацію, що відіб’ється на навантаженні, пов'язаному із його раптовим відпливом.

3. Загроза надмірного припливу капіталу. Втім, не лише «гарячі гроші» можуть завдати шкоди економіці, їх обсяг теж має важливе значення. Надмірний приплив капіталу може спричинити роздування «цінових бульбашок» активів, прийняття надмірного рівня ризику вітчизняними фінансовими посередниками із надлишком готівкових коштів тощо.

Таблиця 1.1.5.

Загроза як причина впровадження ДРМПК

Загроза ревальвації *(fear of appreciation)*	• Ревальваційний тиск на обмінний курс національної валюти • Падіння конкурентоспроможності національних виробників на світовому ринку
Загроза «гарячих грошей» *(fear of «hot money»)*	• Раптове вливання коштів у малі ринки може стати причиною дисбалансів • Проблеми пов'язані з несподіваним відпливом капіталу
Загроза надмірного припливу капіталу *(fear of large inflows)*	• Значні за обсягом потоки капіталу, що переміщуються у пошуках вищих прибутків, можуть призвести до розладу фінансової системи • Іноземні фінансові потоки здатні роздувати цінові бульбашки та заохочувати національних фінансових посередників до прийняття надмірного ризику
Загроза втрати незалежності монетарної політики *(fear of loss of monetary autonomy)*	• Неможливість одночасного поєднання фіксованого обмінного курсу, автономії грошово-кредитної політики і вільного руху капіталу • Враховуючи страх ревальвації, автономія грошово-кредитної політики часто важливіша аніж збереження вільного руху капіталу

Джерело: складено автором на основі [148, с. 3–5].

4. Загроза втрати незалежності монетарної політики. Інтереси глобальних інвесторів та країн-реципієнтів капіталу часто не співпадають. Незмінно актуальною залишається також дилема «несумісної трійці», або трилема монетарної політики *(рис. 1.1.3.)*, згідно з якою неможливо одночасно поєднувати фіксований обмінний курс, незалежністьмонетарної політики і вільний рух капіталу. Необхідність збереження елементів гнучкості монетарної політики та описаний страх ревальвації національної валюти часто стимулює уряд відмовитися від збереження вільного руху капіталу та вдатися до регулювання.

Отже, згідно з авторами [31], ДРМПК може бути спрямованим на подолання тиску ревальвації національної валюти, скорочення обсягу втечі капіталу, стримування надмірного припливу капіталу, особливо короткострокового, і збереження елементів незалежності монетарної політики. Важливо, що на поведінку надійних інвесторів, як резидентів, так і нерезидентів, що шукають безпечних капіталовкладень, заходи ДРМПК впливати не повинні.

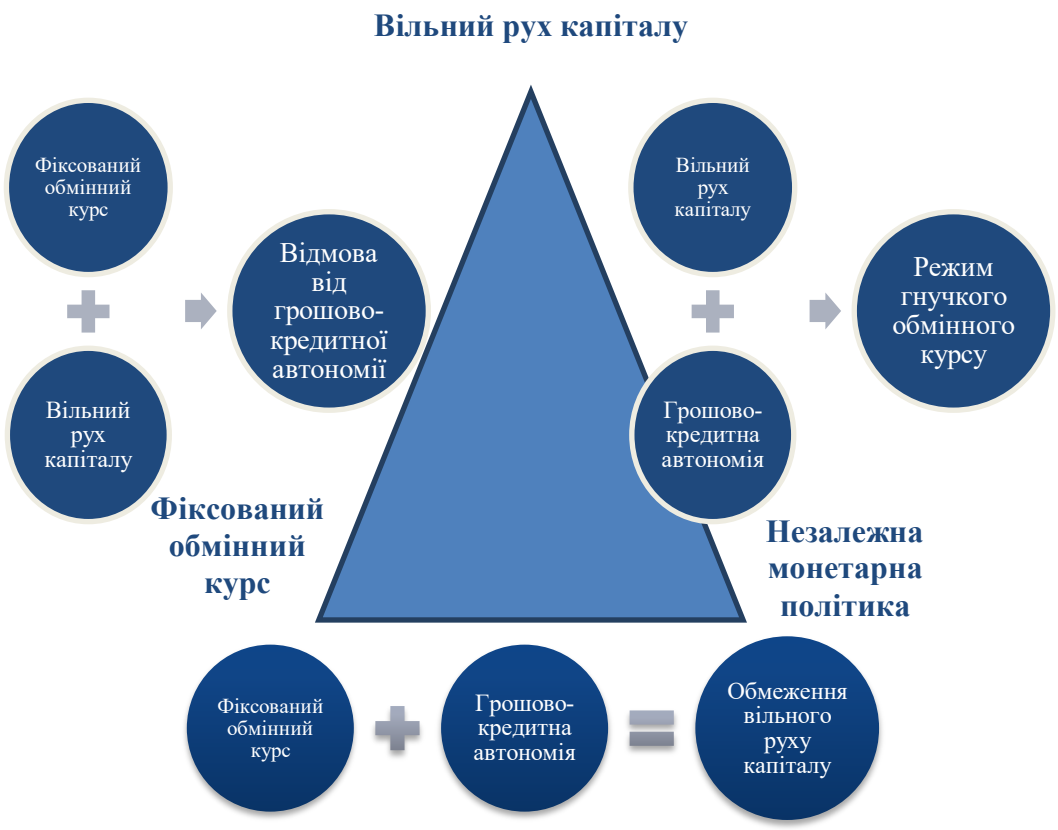


Рис. 1.1.3. *Дилема «несумісної трійці», або трилема монетарної політики*
Джерело: складено автором на основі [148].

Погоджуючись із авторами *Capital Controls: Myth and Reality – A Portfolio Balance Approach*, ми вважаємо за доцільне зауважити, що небезпека втрати незалежності монетарної політики у зв'язку із надмірними потоками капіталу може виникнути не лише за умови фіксованого обмінного курсу, а також за умови вільного плавання національної валюти. Для кращого розуміння цього твердження, розглянемо трансмісійний механізм впливу збурень припливу чи відпливу капіталу в умовах різних режимів монетарної політики та з'ясуємо необхідність його корегування за допомогою заходів ДРМПК. Дію трансмісійного механізму розглядатимемо лише у короткостроковому періоді, зважаючи на те, що довгострокові наслідки для економіки, хоч потенційно більш важливі, значно важче піддаються аналізу.

Термін «монетарний режим» належить англійському економісту А. Лейонгуфвуду, який вважав режимом монетарної політики, по-перше, систему очікувань, що обумовлює поведінку суспільства, по-друге, послідовний характер

поведінки монетарної влади, яка підтримує ці очікування [64, с. 135]. Виділяють чотири основні типи режимів монетарної політики:

- таргетування обмінного курсу (валютне таргетування);
- монетарне таргетування (таргетування грошових агрегатів);
- таргетування інфляції;
- монетарна політика без помітного номінального якоря.

Таргетування (англ. *target* – мета) – це встановлення та дотримання цільових орієнтирів чи кількісних параметрів обраних показників монетарної політики центральних банків.

Монетарне таргетування застосовується з метою підтримування наперед оголошеного рівня грошової маси в обігу (таргета). Його можна визначити як комплекс заходів, спрямованих на підтримання стабільного попиту на гроші з боку суспільства, з метою забезпечення грошової стабільності. Основним інструментом цього режиму є зміна пропозиції грошей центральним банком.

Таргетування обмінного курсу – це комплекс заходів, спрямованих на підтримання стабільності обмінного курсу щодо певної резервної валюти або кошика валют. Цей режим монетарної політики покликаний забезпечити стійкий або навіть фіксований обмінний курс відносно іншої валюти чи групи валют. Основним його інструментом є валютні інтервенції центрального банку, тобто купівля-продаж іноземної валюти на міжбанківського валютному ринку.

Режим інфляційного таргетування передбачає публічне оголошення на середньострокову перспективу офіційної кількісної мети щодо інфляції (абсолютного значення або інтервалу), що закріплюється у законодавчому порядку; та чітке розуміння і впевненість в тому, що низька і стабільна інфляція є основною метою монетарної політики у довгостроковому періоді. Це стратегія монетарної політики, скерована на досягнення стабільності цін, зосередження на відхиленнях у виданих прогнозах інфляції від оголошеної інфляційної мети. Основний інструмент такого режиму – облікова ставка центрального банку, що застосовується у відповідь на прогнозований, а не поточний показник інфляції.

Саме тому таргетування інфляції ще називають далекосяжною *(forward-looking)* стратегією [9].

Розглянемо ситуацію, за якої нестабільна мала відкрита економіка зіткнулася із шоком надмірного припливу капіталу (наприклад, через високі внутрішні відсоткові ставки, у порівнянні з міжнародними, або ж в очікуванні ревальвації національної валюти). Результатом такої ситуації буде девальвація іноземної валюти, тиск на процентні ставки в бік їх зниження та ревальваційний тиск на обмінний курс національної валюти. Конфлікт цілей за умови припливу надмірного обсягу капіталу, як і сам факт такого припливу, виникає здебільшого за вже наявного перегріву економіки, який зумовлюватиме розгортання інфляційної спіралі, розширюючи грошову масу. Спостерігатиметься зниження цін імпорту, відповідно зростання попиту на імпорт, і зростання експортних цін, як наслідок – скорочення обсягу експорту. Від'ємне сальдо поточного рахунку платіжного балансу дещо скорочуватиме значний профіцит фінансового рахунку, однак конкурентоспроможність експортерів все ж знизиться, що згодом вплине на обсяг ВВП країни*(рис. 1.1.4)*.

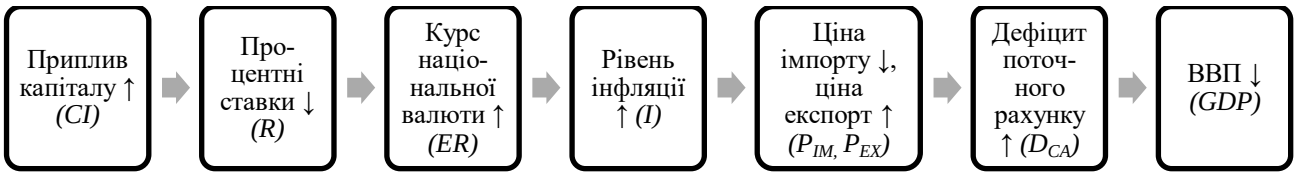


Рис. 1.1.4. *Трансмісійний механізм впливу збурень припливу капіталу за режиму плаваючого обмінного курсу для «перегрітої» економіки*

Джерело: складено автором.

Тепер припустімо, що економіка, в межах якої діє певний режим грошово-кредитної політики, скористається основним його інструментом для стабілізації ситуації в країні, без спроби вплинути на потоки капіталу. За умови дії режиму монетарного таргетування, центральний банк країни здійснюватиме операції з цінними паперами на відкритому ринку, з метою скорочення грошової маси і досягнення таргетованого показника. Продаж значного обсягу держоблігацій розширюватиме дефіцит державного бюджету, що сприятиме поглибленню фінансової нестабільності. Водночас валютний аспект політики відкритого ринку полягатиме у подальшому сприянні ревальвації національної валюти.

Надмірний приплив капіталу в країну із режимом таргетування обмінного курсу зіткнувся б із протидією у вигляді валютних інтервенцій. У цьому разі, з метою стабілізації валютного курсу, центральний банк країни скуповуватиме іноземну валюту і продаватиме національну. Це сприятиме, по-перше, ще більшому розгортанню інфляції, по-друге, надмірному поповненню золотовалютних резервів. А як свого часу зазначив керівник Федеральної резервної системи США Алан Грінспен: «Надмірно великий валютний резерв є тягарем для національної економіки». Втім, позитивним результатом такої політики буде досягнення цільового значення обмінного курсу, а отже, часткове скорочення стимулів для подальшого припливу капіталу, покращення умов для експорту і, відповідно, скорочення втрат ВВП.

За режиму інфляційного таргетування центральний банк країни боротиметься із перевищенням інфляцією наміченого таргету, у зв’язку із надлишковим припливом капіталу, за допомогою підвищення облікової ставки. Таким чином, інфляція тимчасово не зростатиме, однак така політика виявиться неефективною, оскільки зростаючі відсоткові ставки стимулюватимуть подальший приплив капіталу, унеможливлюючи розрив цього заклятого кола.

Отже, в умовах збурення, зумовленогорухом «гарячих грошей» жоден із режимів монетарної політики у чистому вигляді не виявиться достатньо ефективним. Для його подолання пропонуємо такі варіанти комбінування політик:

1. Поєднання монетарного і валютного таргетування. У цьому разі центральний банк стерилізуватиме свої валютні інтервенції (валютне таргетування) за допомогою операцій із цінними паперами на відкритому ринку (монетарне таргетування). Оскільки надмірне підвищення валютного курсу не в інтересах національної економіки, для підтримки більш низького курсу центральний банк продаватиме національну валюту та поповнюватиме золотовалютні резерви іноземною. Це призведе до значного розширення обсягу грошової маси в економіці, що додатково стимулюватиме інфляцію. Отже, наступним завданням буде вилучення «зайвої» грошової маси. З цією метою центральний банк здійснить продаж державних облігацій на відкритому ринку.

Обсяг облігацій у вільному обігу збільшиться, а грошова маса скоротиться до вихідного рівня. У результаті і валютний курс, і обсяг пропозиції грошей в економіці стабілізуються. Однак економіка не зможе підтримувати цю стратегію протягом тривалого часу. Необхідною умовою ефективності цього сценарію є стабілізація припливу капіталу, тобто поєднання монетарної політики із ефективно впровадженим ДРМПК.

2. Інфляційне таргетування у поєднанні з ефективно впровадженим ДРМПК. У такому разі центральний банк зможе ефективно контролювати інфляцію за допомогою облікової ставки. Ревальваційний тиск на національну валюту знизиться, оскільки ДРМПК не допустить подальшого припливу капіталу, пов’язаного із підвищення процентних ставок. До того ж зростання обмінного курсу, що відбулося, додатково стримуватиме приплив капіталу через ризик падіння обмінного курсу і повернення його до рівноважного рівня.

Далі розглянемо ситуацію раптового відпливу капіталу (наприклад, у зв’язку із зниженням рівня процентних ставок, нестабільним економічним чи політичним становищем в країні тощо). У цьому разі матимуть місце протилежні наслідки для економіки. Відбудеться ревальвація іноземної валюти, а отже, спостерігатиметься тиск на процентні ставки в бік їх підвищення та девальваційний тиск на обмінний курс національної валюти. Відплив капіталу спричинить значний дефіцит платіжного балансу, а також підвищить рівень безробіття та негативно впливатиме на доходи населення. У виграші від девальвації національної валюти будуть хіба що експортери, адже, у зв’язку із зниженням цін на експорт, його конкурентоспроможність на світовому ринку зростатиме.

Відплив капіталу може також призвести до прискорення інфляції через дію ефекту перенесення валютного курсу на внутрішні ціни. Одночасне скорочення обсягу виробництва та висока інфляція можуть стати причиною стагфляції економіки, з якою вкрай важко боротися монетарній владі, оскільки спроба подолати одне (наприклад, безробіття) призведе до погіршення ситуації щодо іншого (інфляції), і навпаки.

Експерти МВФ *(розділ 3)* та багато інших провідних дослідників [175] у сфері потоків капіталу рекомендують застосовувати заходи державного регулювання відпливу фінансових ресурсів лише у крайніх випадках. Тому у разі, якщо економіка зіткнеться лише зі спадом ділової активності та зростанням рівня безробіття (без небезпеки інфляції), для подолання такої ситуації достатньо буде, ймовірно, ефективного поєднання інструментів монетарної та фіскальної політики. Втім, якщо виникне небезпека стагфляції, малій відкритій економіці,найімовірніше, не вдасться уникнути застосування ДРМПК.

Наступним кроком нашого дослідження, як і у випадку з припливом капіталу, буде аналіз інструментів монетарного регулювання, які центральний банк використовуватиме для подолання наслідків відпливу капіталу за різних режимів монетарної політики.

Для боротьби із безробіттям в умовах режиму монетарного таргетування центральному банку доведеться вдатися до стимулювальної політики, що передбачатиме розширення грошової маси за допомогою скуповування держоблігацій. Це сприятиме ще більшій девальвації національної валюти. Дефіцит фінансового рахунку платіжного балансу дещо компенсуватиметься за рахунок позитивного торговельного балансу, через зростання обсягу експорту. Зростання конкурентоспроможності експортерів додатково стимулюватиме ріст ділової активності і знижуватиме рівень безробіття в країні. Однак у випадку надмірної девальвації національної валюти населення та підприємства, залежні від імпортованої сировини, можуть зіткнутися з усіма її негативними наслідками. Це вимагатиме вжиття монетарною владою заходів з метою підтримки довіри до національної грошової одиниці та її купівельної спроможності.

За режиму валютного таргетування метою центрального банку буде подолання девальваційного тиску на національну валюту. Центральний банк за допомогою валютних інтервенцій скуповуватиме національну валюту і продаватиме іноземну. Така стратегія потребуватиме використання значного обсягу золотовалютних резервів і лише поглибить проблему спаду ділової

активності. Ревальвація національної валюти також сприятиме подальшому відпливу капіталу з країни.

Рішення щодо монетарної політики за режиму інфляційного таргетування прийматимуться з урахуванням прогнозу інфляції. А отже, можливими будуть кілька варіантів розвитку подій. У першому випадку, якщо відплив капіталу не спричинить надмірного коливання прогнозованого показника інфляції, то облікову ставку не буде змінено. Другий варіант спричинить необхідність боротьби зі спадом ділової активності й інфляцією водночас, що як зазначалося раніше, надзвичайно складно. Подолати таку ситуацію без застосування заходів ДРМПК буде непросто, або й неможливо.

Отже, шок надмірного відпливу капіталу з малої відкритої економіки може призвести до стагфляції економіки. Він вимагатиме від органів влади вибору таких варіантів комбінування політик, що не допустять розкручування девальваційно-інфляційної спіралі.

1. Поєднання монетарного і валютного таргетування. У цьому разі центральний банк використовуватиме валютні інтервенції, – скуповуватиме національну валюту за рахунок продажу золотовалютних резервів, – з метою недопущення надмірної девальвації національної грошової одиниці. Але скорочення грошової маси всередині країни може негативним чином відбитися на внутрішніх економічних процесах, наприклад, фірмам може не вистачити ліквідних коштів для розширення своєї діяльності [9]. Тому центральному банку водночас доведеться при виборі оптимального співвідношення між інфляцією і безробіттям, за допомогою купівлі-продажу державних облігацій на відкритому ринку, контролювати рівень грошової маси в країні. Проте варто зазначити, що застосування інструменту валютних інтервенцій не має стабільного впливу на валютний курс, якщо мова іде про тривалий тиск з боку фундаментальних економічних факторів. Наприклад, у результаті значного погіршення сальдо платіжного балансу, стрімкого відпливу іноземного капіталу тощо [9].

2. Інфляційне таргетування у поєднанні з державним регулюванням відпливу капіталу. Застосування ДРМПК дозволить стримати або і зупинити відплив

капіталу з економіки. Це зупинить розкручування девальваційно-інфляційної спіралі. Таким чином, центральному банку не доведеться надмірно підвищувати облікову ставку.

Отже, інтенсифікація міжнародного переміщення капіталу може бути не лише корисною для малих відкритих економік, але й нести в собі чимало небезпек. Практика останніх фінансових криз засвідчує, що численні інструменти ДРМПК повинні бути на озброєнні в органів державної влади малих відкритих економік. Однак, як влучно зазначає МВФ (*розділ 3)*, не як самостійний інструментарій, а у поєднанні з ефективними інструментами фіскальної та монетарної політики. Ми розглянули теоретичні моделі поєднання різних режимів монетарної політики із шоком надмірного припливу чи відпливу капіталу. Однак варто пам'ятати, що випадок кожної окремої країни є унікальним і навіть позитивний досвід застосування певних інструментів ДРМПК в одній економіці не є підставою вважати їх ефективними для інших.

1. 2. Еволюція економічних теорій регулювання міжнародного переміщення капіталу

Задля розуміння причин переміщення капіталу, цілей та мотивів його власників, діяльність яких призводить не лише до інтенсифікації економічного зростання, а як показує практика, й до посилення фінансової нестабільності та кризових явищ в економіці, доцільно ґрунтовно проаналізувати теоретичну площину проблеми. Адже вивчення еволюції наукової думки є базовим та ключовим елементом у розумінні будь-якого економічного явища чи процесу.

Більшість теорій та концепцій щодо пояснення причин міграції капіталу розглядають це явище лише в одній із площин, акцентуючи увагу на окремих його аспектах. Однак, з'являються й нові теоретичні напрацювання, які, враховуючи складність, динамічність та багатогранність об'єкту дослідження, наближаються до його всеохоплюючого розуміння шляхом розширення та синтезу попередніх наукових результатів.

Спроби дослідження міжнародного переміщення капіталу розпочалися у контексті міжнародної торгівлі послідовниками класиків економічної науки – А. Сміта і Д. Рікардо. Видатний англійський економіст Дж. Ст. Міль, розширюючи принцип порівняльних переваг, вперше засвідчив факт мобільності капіталу в міжнародному масштабі. Міль стверджував, що рушієм переміщення капіталу між країнами є різниця у нормі прибутку, яка у країнах, що досягли кращих економічних результатів, має тенденцію до зниження. Він також акцентував на важливості величини цієї різниці, адже норма прибутку за межами країни походження капіталу повинна щонайменше покривати ризик вкладення капіталу іноземним інвестором закордоном [30].

Ще один англійський економіст, що належав до класичної школи економіки і відомий, насамперед, узагальненнями та популяризацією наукової спадщини А. Сміта – У. Бейджхот, був одним із перших дослідників впливу фінансової сфери на ситуацію в реальному секторі економіки. У 1873 р. у своїй роботі «Ломбардстріт: опис грошового ринку», – на відміну від інших представників класичної школи (Р. Кантільйона, Д. Гюма, Г. Торнтона), які досліджували вплив змін у грошовому обігу на економічне зростання, – У. Бейджхот на основі аналізу широкого емпіричного матеріалу виявив вплив змін на грошовому ринку на переміщення капіталу всередині країни у пошуку найбільш вигідних способів його інвестування.

Вчений зокрема зазначає, що записи в облікових книгах торгівців векселями і банкірів свідчать про те, що «за інших рівних умов вони надають перевагу мати більшу кількість векселів від тих позичальників, які займаються високодохідним на даний момент бізнесом, скорочуючи фінансування менш привабливих проектів… Таким чином англійський капітал дійсно швидко і бездоганно точно знаходить найбільш вигідні сфери застосування, ніби вода, що поступово наповнює посудину…» [72, с. 11–12].

Окрім того, У. Бейджхот вперше в економічній науці спробував проаналізувати та обґрунтувати вплив переміщення фінансового капіталу на

процеси відтворення. Інакше кажучи, вчений запропонував першу вербальну маркоекономічну модель мультиплікатора інвестицій.

Представники класичної школи також звертали увагу на взаємовигідність переміщення капіталу як для країни-реципієнта, так і для країни-інвестора, дійшовши висновку, що посилення міжнародної конкуренції зумовлює прискорення економічного зростання у країні-імпортері фінансового капіталу.

В кінці XIX – на початку XX ст. у світовій економіці відбулись помітні структурні зрушення: завершення промислового перевороту у країнах так званого «другого ешелону», інтенсивний розвиток капіталістичних відносин у Німеччині, Франції та інших європейських країнах.

У цей період К. Маркс та його послідовники запропонували альтернативний підхід до пояснення причин та наслідків міжнародного переміщення капіталу, взаємозв'язку економічного зростання, монополізації економіки та динаміки фінансового капіталу.

К. Маркс обґрунтував вивіз капіталу його відносним надлишком у країнах-експортерах, а відтак необхідність більш прибуткового інвестування в інших країнах. Під надлишком він розумів такий капітал, застосування якого всередині країни призвело б до зниження норми прибутку [31, с.46]. Причому надлишковий капітал виступає у трьох формах – товарній, виробничій, і грошовій. Можливість вивезення з'являється лише після того, коли у більшості країн формуються умови для його реалізації. Розвиток капіталістичних відносин у більшості країн світу в кінці XIX ст., активне зростання монополій стимулювали міжнародне переміщення капіталу. Водночас, аналізуючи наслідки міжнародного переміщення капіталу, економісти-марксисти відзначали, що вивіз капіталу через експансію імперіалізму сприятиме формуванню уніфікованої моделі виробництва.

Наступні покоління економістів-марксистів, розвиваючи постулат Маркса про надлишок капіталу, виокремлювали й інші чинники його експорту, а саме: зростаюча інтернаціоналізація виробництва, посилення конкуренції серед монополій, інтенсифікація темпів економічного зростання, що збільшує попит на капітал як з боку розвинутих економік, так і країн, що розвиваються.

Сучасні економісти – прихильники марксистського вчення, розвиваючи базові постулати теорії К. Маркса, доводять, що прискорення темпів економічного розвитку у Іпол. XX ст. сприяло збільшенню фінансових, технологічних та організаційних можливостей розвинутих країн для експорту капіталу, не дивлячись на відсутність у цих країнах тенденції норми прибутку до зниження [31, с. 47].

На початку XX ст., економісти-неокласики (Е. Хекшер, Б. Олін, Р. Нурксе, К. Іверсен) інтегрували міжнародний рух факторів виробництва, зокрема й капіталу, в теорію міжнародної торгівлі. Е. Хекшер та Б. Олін, розвинувши неокласичну теорію, виділили, окрім норми прибутку, й інші фактори, що впливають на міжнародний рух капіталу, а саме митні бар'єри (що перешкоджають імпорту товарів та змушують іноземних постачальників імпортувати капітал для забезпечення виробництва на місцях), намагання фірм наблизитись до гарантованих джерел сировини, географічно диверсифікувати капіталовкладення, а також політичну спорідненість країн, втечу від високого оподаткування, чи зниження безпеки інвестування на батьківщині [31, с.45].

Закономірності руху капіталу в контексті теорії міжнародної торгівлі було сформульовано як теорему, названу теоремою Хекшера-Оліна. На думку вчених, різна факторонасиченість країн та фактороінтенсивність окремих товарів зумовлюють різницю цін на однорідні товари і послуги (зокрема й інвестиційні), що породжує рух факторів між країнами, включаючи рух капіталів [17, с. 286]. Згодом теорему спростував лауреат Нобелівської премії з економіки – П. Самуельсон. Він за допомогою математичного аналізу довів, що міжнародна торгівля між окремими країнами призводить до вирівнювання абсолютних та відносних цін на основні фактори виробництва у цих країнах, у зв'язку з чим норма доходів на експортований фактор швидко вичерпує себе і не може бути стійким мотивом вивозу капіталу.

Американський економіст естонського походження Р. Нурксе, основні дослідження якого присвячені економічним проблемам країн, що розвиваються, є автор відомої економічної концепції «заклятого кола бідності», існування якого

обумовлене передовсім нестачею капіталу в економіці. Вчений зокрема досліджував чинники міжнародного переміщення капіталу, і основною його причиною також вважав різницю у рівні процентних ставок. Останні, на думку Нурксе, визначаються умовами, що впливають на попит і пропозицію капіталу. Вчений стверджував, що у країнах з високими темпами зростання експорту швидко зростає попит на капітал, тому вона його імпортує, і навпаки. Він також запропонував моделі, в яких міжнародне переміщення капіталу пов'язувалось з технічними відкриттями, розвитком міжнародної торгівлі, збільшенням пропозиції капіталу тощо [163].

Економіст із Данії К. Іверсен у своїй праці «Аспекти теорії міжнародного руху капіталу» (1935) проаналізував не лише природу міжнародного переміщення капіталу, а і його механізм. Міжнародний рух капіталу він розмежував на реальний і врівноважуючий. Реальний – пов'язував з неоднаковим рівнем граничної продуктивності факторів у різних країнах, врівноважуючий – з потребами регулювання платіжного балансу. Вчений довів, що різні види капіталу характеризуються різним рівнем міжнародної мобільності. Саме тому країна може одночасно експортувати одні види капіталу, а імпортувати інші. К. Іверсен досліджував також наслідки МПК, а саме підвищення ефективності факторів виробництва внаслідок більш раціональної комбінації, зростання національного доходу країн, пов'язаних міжнародною міграцією капіталу та ін. [126].

Вчений звернув увагу на взаємозв’язок переміщення капіталу і світових цін. Він вважав, що регулювання припливу капіталу завжди зумовлює зростання обсягу товарного експорту. Своєю чергою зростання пропозиції товару призводить до зниження світових цін, особливо на сировину; при цьому знижується норма прибутку, скорочується приплив капіталу, погіршується співвідношення експортних і імпортних цін.

Втім базове припущення про існування ринку досконалої конкуренції дещо загальмувало подальший розвиток неокласичної теорії, не знаходило підтвердження на практиці та заважало прихильникам теорії досліджувати

численні олігополістичні структури, що виникали, та монопольні переваги фірм, на яких зазвичай базуються рішення про прямі інвестиції.

В 30-х–50-х рр. XX ст. великої популярності набули погляди критиків класичної економічної доктрини – англійського економіста Дж. М. Кейнса та його послідовників. Аналізуючи МПК, кейнсіанці підкреслювали зв'язок між напрямком міграції капіталу і станом платіжного балансу. Кейнс вважав, що країна може стати експортером капіталу лише у випадку, якщо сальдо її платіжного балансу позитивне, тобто експорт товарів перевищує імпорт [15]. У випадку якщо цей зв'язок порушується, кейнсіанці наголошували на необхідності державного втручання. Вони вважали, що регулювання експорту капіталу повинно відбуватись у спосіб, що зрівноважить відплив капіталу з приростом товарного експорту. А отже, були прихильниками протекціонізму.

Під впливом ідей Дж. М. Кейнса, неокейнсіанська школа (Дж. Тобін, Ф. Махлуп, Р. Гаррод, Е. Домар та ін.) розвинула моделі переміщення капіталу, що пояснюється перевагами диверсифікації портфеля активів іноземними інструментами. Зокрема, американець Дж. Тобін висунув концепцію портфельної ліквідності, яка пояснює поведінку інвестора, також і щодо іноземних активів, бажанням диверсифікувати портфель цінних паперів, зважуючи при цьому на прибутковість, ліквідність та ризики [31, с. 46]. Дж. Тобін також відомий своєю пропозицією впровадження податку з валютних операцій (податок Тобіна), що, на його думку, виступатиме засобом регулювання міграції капіталу, сприятиме зменшенню кількості валютних спекулянтів, зниженню «надлишкової ефективності» на валютних ринках і зменшенню коливань на ринку цінних паперів. Податок мав стягуватися як за умови зростання курсу валюти, так і за умови його падіння, тому валютний спекулянт вимушений постійно порівнювати свої ризики та утримуватись від надмірно активних операцій, оскільки потрібно було б сплатити податок навіть у випадку збитків від продажу валюти. Отже, навіть якби такий податок становив 0,1 – 0,25 %, він міг би різко обмежити транскордонні валютні спекуляції, зробити більшу частину з них невигідними, у

такий спосіб зменшивши їх шкоду. На думку Тобіна, цей податок приносив би прибуток державі в розмірі 150 млрд доларів США.

Австрійський економіст Ф. Махлуп, дослідивши взаємозв'язок між експортом капіталу, вітчизняними інвестиціями, платіжним балансом і національним доходом, стверджував, що, по-перше, у країнах, які імпортують капітал, зростає інвестування, а отже, зростають споживання і національний дохід. Найбільш «корисними» для країни-імпортера він вважав ПІІ, які не спричиняють заборгованості. По-друге, експорт капіталу може обмежити вітчизняні інвестиції, що скоротить обсяг споживання, а в перспективі й національний дохід. Однак якщо вивіз капіталу стимулює експорт товару, то тенденція до зниження доходів нівелюється, зростає ділова активність, що веде до зростання національного доходу. Отже, вивіз капіталу відіграє важливу роль у врівноваженні платіжного балансу і впливає на макроекономічну рівновагу [147, с. 130–155].

Англієць Р. Гаррод інтегрував проблеми МПКу теорію економічного зростання. Він розробив модель «економічної динаміки», згідно з якою заощадження, що перевищують інвестиції, сповільнюють темпи економічного зростання в країні, наближаючи її до стану спаду. Така ситуація мотивує власників капіталу переміщувати його за межі національних кордонів з метою вищої прибутковості.

Дослідження взаємозв’язку між темпами зростання вітчизняних інвестицій і темпами зростання доходів країни від зарубіжних інвестицій здійснив американський економіст Є. Домар. Згідно із його концепцією, якщо останні зростають швидше, то платіжний баланс пасивний, що сприяє скороченню зайнятості, ділової активності, зменшенню обсягу ВНП, стримуванню експорту, і навпаки. На його думку, залучення іноземних позикових коштів передбачає обслуговування боргу, тобто якщо країна прагне фінансувати свій розвиток використовуючи іноземні запозичення, вона повинна забезпечити обслуговування такого боргу. Однак у випадку, якщо рахунок поточних операцій є дефіцитним, процентні платежі за уже наявними боргами можуть здійснюватися лише з додаткових запозичень. Висновок вченого – необхідність розширювати державні

зарубіжні інвестиції та регулювати норму процента задля забезпечення позитивного сальдо платіжного балансу [49, с. 58–64; 21, с. 15–16].

Отже, неокейнсіанська теорія акцентує увагу на стимулюванні ділової активності у країнах-експортерах та -імпортерах капіталу, звідки випливає, що іноземні інвестиції розвинутих країн прискорюють економічний розвиток країн, що розвиваються. Таким чином, теорія стала основою політики допомоги країнам Азії, Африки та Латинської Америки розвинутими економіками.

Згодом, у 70-их рр. XX ст., потребу компенсації браку внутрішніх заощаджень зовнішнім фінансуванням спростовують посткейнсіанці. Представники цього напрямку (Х. Мінскі, Дж. Робінсон, Р. Клауер, П. Девідсон) вважали, що неокейсніанська теорія економічного зростання спотворила справжню суть теорії Кейнса. Вони стверджували, що неокейнсіанська модель почала все більше суперечити об'єктивним законам розвитку та сприяти загостренню проблем тогочасної економіки, зокрема інфляції, дефіциту державного бюджету та циклічності розвитку.

Американський економіст Х. Мінскі висунув гіпотезу фінансової нестабільності, згідно з якою заперечує необхідність зовнішнього фінансування в країнах, що розвиваються, яке автор трактує як фінансування по схемі Понці (за іменем організатора фінансових пірамід уСША у 1920-их рр.). Аналізуючи джерела відпливу і припливу грошових коштів, автор виділяє чотири категорії, що породжують потоки капіталу. Перший клас – торговельний баланс (баланс товарів і послуг), другий – дохід від надання іноземних позик (баланс факторних послуг), третій – чисті нові іноземні позики (рахунок довгострокового капіталу) і четвертий клас – рух короткострокового капіталу (балансуючі статті) [153, с. 11].

Х. Мінскі пропонує чітке і зрозуміле пояснення проблем, що виникають у процесі традиційного фінансування розвитку, а також пропонує альтернативу такому фінансуванню, що, за словами автора, схожа до його пропозицій у внутрішній політиці. Х. Мінскі наполягає на тому, що метою економічної політики повинні бути не так темпи економічного зростання, як забезпечення зайнятості. Адже підвищення темпів зростання передбачає значні обсяги

інвестицій, включаючи іноземні, які обумовлюють все більшу вразливість платіжних балансів. Причиною зростання зайнятості, на думку Х. Мінскі, є не інвестиції, а споживання. Перевагою стимулювання останнього є те, що воно не вимагатиме іноземних запозичень. Рекомендації Х. Мінскі поширюються і на міжнародну сферу, зокрема використання внутрішніх ресурсів; обмеження іноземного фінансування; обмеження ПІІ; розвиток вітчизняної переробної промисловості; розвиток експортного сектора, необхідного для забезпечення припливу грошових коштів.

Таким чином, Мінські схвалив давню рекомендацію Кейнса про необхідність обмеження іноземних запозичень за допомогою ДРМПК. Джерелом фінансування розвитку в цьому випадку повинно виступати не зовнішнє фінансування, а всебічне використання національних фінансових інститутів.

Послідовник Х. Мінскі – американський економіст Я. Крегель, досліджуючи можливість використання теорії фінансової нестабільності Мінскі в умовах відкритої економіки, доходить висновку, що фінансова вразливість сучасної ринкової економіки значною мірою (прямо пропорційно) залежить від ступеня інтенсивності взаємодії країни із зовнішнім світом [21, с. 8].

Особливої уваги, у контексті переміщення капіталу між розвинутими економіками і країнами, що розвиваються, потребують погляди одного з найвпливовіших економістів 1970-х рр. – американця Р. Лукаса. Вчений вважав неокейнсіанські моделі необґрунтованими і неспроможними в умовах економічного розвитку тих років, адже, за його словами, вони «не мають нічого спільного з реальною дійсністю». Лукас також критикував класичне трактування різниці доходності капіталу в різних країнах як ключового фактору його міграції. Як згадувалося раніше, класична економічна наука передбачає, що капітал повинен переміщуватися з багатих країн у бідні в результаті дії ефекту спадної віддачі від капіталу. Брак капіталу відносно праці у бідних країнах мав би означати, що доходи, пов'язані з вливанням капіталу, будуть вищими, ніж у розвинутих економіках. Тобто країни, що розвиваються, і економіки з ринками,

що формуються, будуть позичальниками на міжнародному ринку капіталу, а кредиторами виступатимуть розвинуті країни.

Насправді ж, згідно із дослідженням Лукаса, у 70-х рр. XX ст. висока доходність інвестування капіталу в країни, що розвиваються, супроводжувалась інтенсифікацією переміщення капіталу у розвинуті економіки, де його доходність була значно нижчою. Цю загадку економічної науки, описану Лукасом у статті «Чому капітал не перетікає з багатих країн у бідні?», було названо парадоксом Лукаса. За оцінками автора, якби неокласична теорія була б вірна, то в розвинутих країнах процес інвестування практично зупинився б.

Згодом цей феномен потрапив під більш пильну увагу економістів, унаслідок чого з'явилися теоретичні пояснення, підкріплені результатами емпіричних досліджень, що дозволяють зрозуміти, які чинники стримують переміщення капіталу з багатих країн у бідні. Вони також аналізують, які саме недосконалості, що обумовлюють парадокс Лукаса, не враховано в неокласичної теорії.

Л. Альфаро виділяє дві групи чинників, що перешкоджають переміщенню капіталу [63]. До першої групи належать ті, що пов'язані з фундаментальними структурними особливостями економіки і особливостями державної політики. Друга група чинників – це недосконалості міжнародного ринку капіталу. Отже, автор називає низку причин, які можуть пояснити відсутність потоків капіталу між багатими і бідними країнами.

Перша причина полягає у неврахуванні фактора виробництва. Неокласична теорія передбачає, що капітал рухається туди, де вища його гранична продуктивність, при цьому гранична продуктивність залежить виключно від капіталоозброєності. Оскільки, згідно з припущенням теорії, усі країни використовують однакову технологію з двома факторами виробництва (працею і капіталом), яка володіє постійною віддачею від масштабу, то гранична продуктивність визначається тільки співвідношенням у рівнях запасів цих факторів. Однак на практиці можуть існувати додаткові фактори виробництва, які впливатимуть на граничну продуктивність капіталу.

Гранична продуктивність є неспостережуваною величиною. Її можна оцінювати тільки побічно, спираючись на ту чи іншу виробничу функцію. Якщо виробнича функція була задана невірно, то отримані на її підставі оцінки будуть спотвореними. Тому можливим поясненням може бути й те, що різниця між істинною граничною продуктивністю у багатих і бідних країнах насправді мала, а ті оцінки, які говорять протилежне, спираються на невірні моделі, в яких не враховано усі фактори виробництва.

Окрім цього, причиною відсутності вирівнювання капіталоозброєності між багатими і бідними країнами може бути різниця у сукупній факторній продуктивності. Граничні продуктивності в країнах з надлишком і дефіцитом капіталу можуть бути рівні, оскільки висока гранична продуктивність у бідній країні може бути пригнічена низькою сукупною факторною продуктивністю. Це означає, що багаті і бідні країни використовують різну технологію, що не враховано в неокласичній моделі зростання.

Ще одним поясненням парадоксу Лукаса є податкова політика і слабкі інститути. Автори інтерпретують податкову політику в узагальненому сенсі, тобто відносять до податків, наприклад, інфляційний податок. Ключовим чинником у цьому випадку є неможливість для інвестора одержати прибутковість, рівну граничній продуктивності капіталу. Слабкі інститути, до яких відносять погану захищеність прав власності, також можна розглядати як додатковий податок на інвестора, оскільки вони ускладнюють для нього отримання доходу від капіталовкладень. Аналогічно впливає на стимули до інвестування проблема асиметричної інформації.

Нарешті, останнім чинником автори називають «суверенний ризик», тобто ризик відмови від платежів за фінансовими контрактами, як самих держав, так і приватних позичальників (можливо під тиском держави). При відсутності інструментів примусу до виплати боргу, суверенний ризик стає фактором, що значно стримує потоки капіталу.

Емпіричні оцінки підтверджують, що саме низька якість інститутів є головною причиною, що пояснює низький потенціал інвестування в країни, що

розвиваються. К. Рейнхарт і К. Рогофф в своєму дослідженні [164] акцентують на кредитному ризику транскордонних інвестицій. Аналізуючи епізоди дефолтів за державним боргом, а також періоди аномально високої інфляції, вони поділяють країни, що розвиваються, на дві групи, а саме країни, які не оголошували дефолт, та країни, що демонстрували серійні дефолти. Автори стверджують, що дослідивши передісторію дефолтів певної країни, можна визначити її схильність до дефолту в майбутньому. Властивість країни бути схильною до оголошення дефолту отримала назву «нетерпимістю до боргу» *(debt intolerance)*. Опираючись на результати свого дослідження, К. Рейнхарт і К. Рогофф доходять висновку, що, з урахуванням чинника схильності країн до серійних дефолтів, ніякої аномалії у потоках капіталу немає. Більш того, існує навпаки надмірний потік інвестицій у країни «нетерпимі до боргу».

А. Торнелл і А. Веласко [176] досліджують вплив на інвестування проблеми недостатнього захисту прав власності і можливості привласнення доходу від інвестицій різними лобістськими групами. Згідно з їхньою моделлю, капітал може бути інвестовано у дві технології, одна з яких є більш продуктивною і рентабельною, однак вона характеризується можливістю вилучення отриманого прибутку і активів лобістськими групами. Водночас, менш продуктивна технологія – безпечна з точки зору експропріації продуктів виробництва. Інвестор у такий спосіб вибирає оптимальний портфель інвестицій, а ризики експропріації впливають на очікувану рентабельність капіталовкладень і визначають структуру портфеля. Автори інтерпретують вкладення у виробничий капітал всередині економіки як вкладення у високопродуктивну технологію з ризиком втрати активів. Відсутність гарантованих, захищених законом прав власності стає тим чинником, який створює потенційну можливість присвоювання активів внутрішніми лобістськими групами. Безпечні, але менш дохідні капіталовкладення, автори розглядають як інвестиції на глобальному ринку капіталу в країни з розвинутим інституційним середовищем та високим ступенем захищеності інвестицій. Оскільки для розвинутих економік характерний надлишок капіталу, прибутковість від подібних інвестицій буде нижчою.

А. Торнелл і А. Веласко звертають увагу на наступний ефект: чим більша різниця між рентабельністю внутрішніх ризикованих і зовнішніх безризикових інвестицій, тим більші стимули у лобістських груп до відбирання власності і вищий ризик втрати активів у лобістській боротьбі. Отже, країни з нестачею капіталу можуть виявитися у пастці, оскільки нестача капіталу призводить до його високої граничної продуктивності і, як наслідок, більшої різниці між зовнішньою і внутрішньою доходністю, що стимулює лобістську боротьбу.

Емпіричні дослідження показують, що саме низька якість інституційного середовища є головною причиною парадоксу Лукаса. Якби недосконалості можна було подолати, бідні країни отримали б значний приплив зовнішніх інвестицій, що згладило б диспропорції між багатими і бідними країнами і наблизило економіки цих країн до стану оптимуму суспільного добробуту.

Отже, більшість традиційних теорій, пояснюючи причини та наслідки переміщення капіталу, зверталась до макроекономічного інструментарію, а відтак не враховувала особливостей поведінки індивідуальних інвесторів. Ситуація змінилася після Другої світової війни. Із бурхливим розвитком діяльності транснаціональних корпорацій (ТНК), теоретичні дослідження МПК сконцентрувалися довкола феномену ТНК *(рис. 1.2.1)*. Пояснюючи причини, наслідки та мотиви їхньої діяльності, вчені здебільшого здійснювали дослідження на мікрорівні. А об’єктом дослідження все частіше стає капітал у формі ПІІ.

Автори концепцій ТНК досліджували й обґрунтовували найрізноманітніші причини їхньої інвестиційної діяльності. Зокрема автор теорії «ефекту масштабу» *(«External Economies of Scale»)* – М. Кемп (1964 р.) стверджував, що саме позитивний ефект масштабу, який досягає ТНК у результаті переміщення виробництва в інші країни, спонукає її інвестувати за кордон. Згідно із технологічною теорією канадсько-американського економіста Дж. Гелбрейта ТНК виникають у зв’язку з технологічними перевагами, якими володіють материнські компанії. Теорія розміщення виробництва (1926 р.) (Г. фон Тюнен, А. Вебер, В. Лаунхарт та ін.) є однією із піонерних теорій ТНК, що пояснюють чинники міжнародного переміщення капіталу ТНК і зокрема причини, що зумовлюють

розміщення виробництва однакових товарів, а отже й капіталу, ТНК у різних країнах, на противагу його концентрації в межах однієї держави.

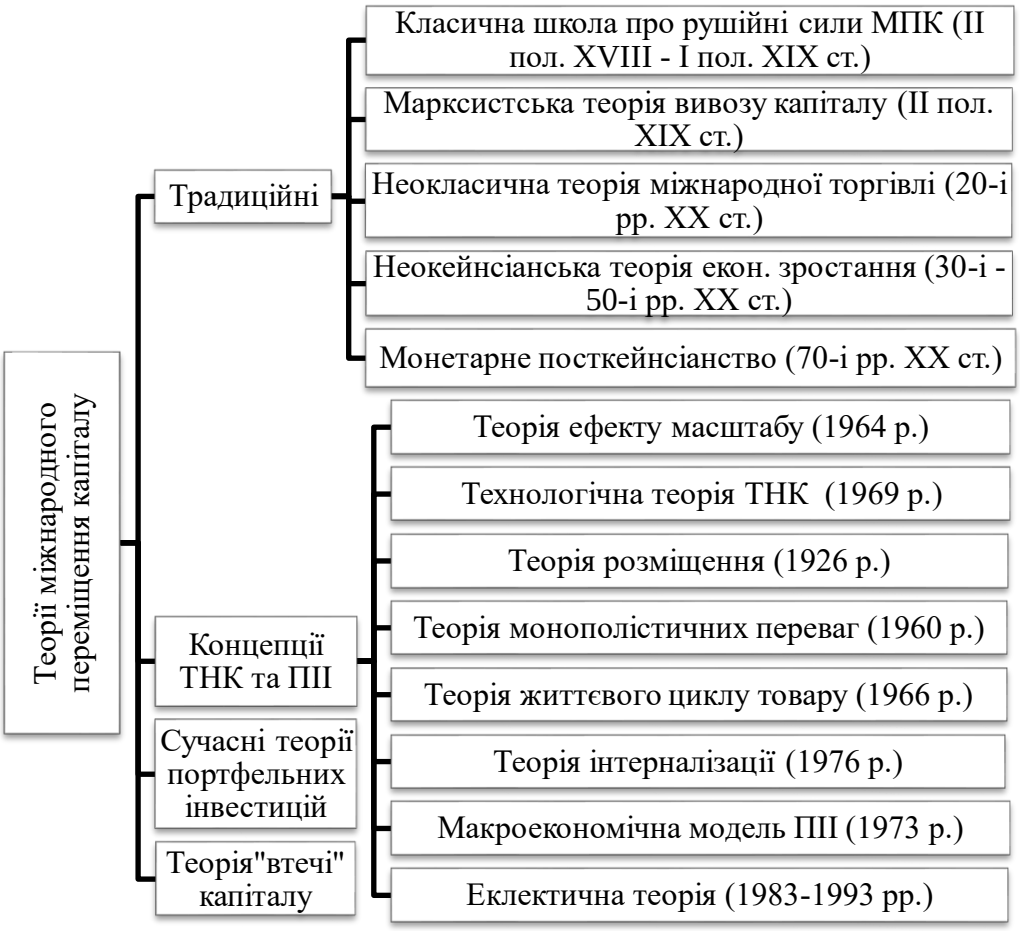


Рис.1.2.1. *Класифікація теорій міжнародного переміщення капіталу*

Джерело: складено автором на основі[16; 20; 21; 31; 92; 94; 126; 138; 139; 147; 153; 163; 180].

Концепція монопольних переваг, розроблена канадійцем С. Хаймером та доповнена згодом іншими дослідниками, базувалась на ідеї досягнення монопольних переваг іноземним інвестором на новому, місцевому ринку, де він знаходиться у менш сприятливому становищі і де на нього можуть накладатися додаткові витрати, пов’язані із веденням бізнесу [31, с.47–48]. На думку авторів теорії, ринкову владу іноземному інвестору забезпечують специфічні переваги над місцевими підприємцями у сферах інновацій, фінансів, маркетингу, що є потенціалом до зростання та захоплення нових ринків. Такі монопольні переваги можуть проявлятися у формі більших обсягів капіталу, чи його вартості; володіння нематеріальними активами (торгові марки, патенти, вища якість менеджменту); ефективніших маркетингових технологій (дослідження ринку,

реклама, промо-акції); диверсифікації продукції; володіння передовими технологіями (здатність переводити наукові знання у комерційне використання); привілейованого доступу до джерел природних ресурсів, які використовуються у виробництві; економії масштабу на рівні підприємства; сприятливих умов державного регулювання(пільги для іноземного капіталу) [92, с. 61]. Монопольні переваги допомагають інвестору здобути ринкову владу, якої інколи досягають і способом, так званих «захисних інвестицій», тобто створення малоприбуткових виробничих потужностей з єдиною метою – нейтралізації конкурентів.

У межах популярної теорії життєвого циклу товару (1966 р.) американський економіст Р. Вернон, спираючись на емпіричні дані щодо інвестиційної активності американських компаній у повоєнний період та криву життєвого циклу продукту, пояснив динамічний взаємозв'язок міжнародної торгівлі та міжнародного інвестування. Згідно із його концепцією здійснення корпораціями ПІІ визначається життєвим циклом розробленого ними товару, що після збільшення величини експорту, стандартизації виробництва, постійного зростання конкуренції та цінової еластичності, неминуче прямує до фази спаду *(рис. 1.2.2)*.

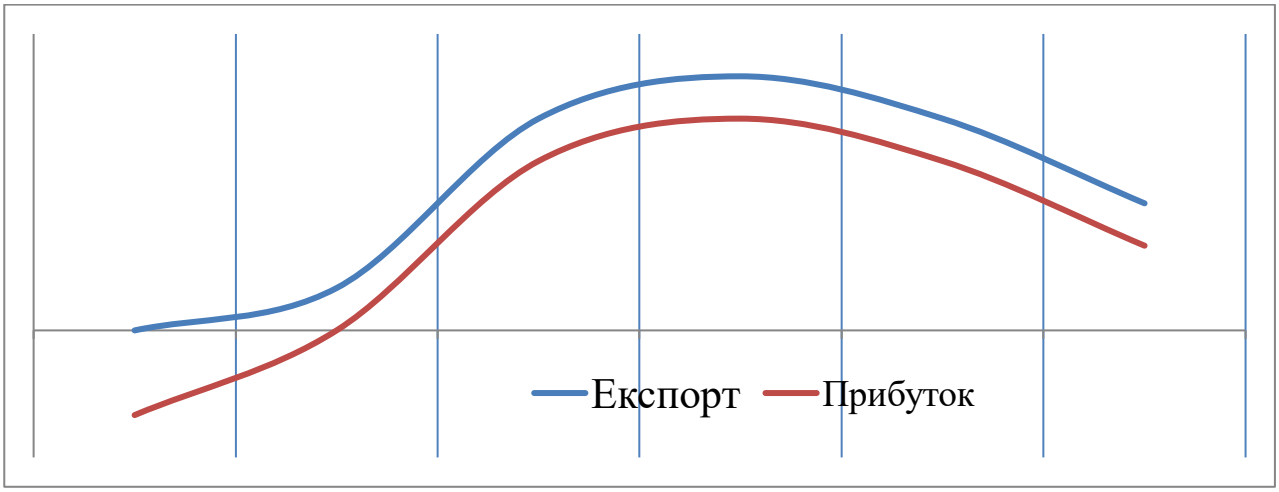


Рис. 1.2.2. *Життєвий цикл товару в теорії Р. Вернона*
Джерело: складено автором на основі [31; 180].

Теорія життєвого циклу товару доводить, що компанії, аби уникнути фази спаду, після налагодження експорту переводять на ринок імпортера і саму виробничу діяльність. Це дає змогу, скоротивши транспортні витрати та витрати на робочу силу, обійшовши митні бар'єри тощо, оптимізувати витрати

виробництва та збуту. У такий спосіб компанії продовжують життєвий цикл товару та зберігають конкурентоспроможність як на внутрішньому, так і на зовнішньому ринку [31, с. 48; 180].

Важливим етапом у теоретичному дослідженні чинників міжнародного переміщення капіталу, зокрема ПІІ, транснаціональними корпораціями була теорія трансакційних витрат, або ж інтерналізації (від англ. *internal* – внутрішній). Ідея теорії полягає у поясненні руху ПІІ як внутрішньофірмових операцій ТНК, метою яких є мінімізація трансакційних витрат. Поняття «трансакційні витрати» запровадив англо-американський економіст, нобелівський лауреат – Р. Коуз ще у 1937 р., розуміючи під ним витрати на укладення угод. Представники теорії (Р. Коуз, П. Баклі, М. Кессон, Р. Кейвс) стверджували, що значна частина формально міжнародних операцій фактично є внутрішньофірмовими, адже всередині кожної великої корпорації діє, так званий, «внутрішній ринок», що дозволяє застосовувати механізм трансфертних цін і робить зв’язки всередині фірми значно вигіднішими аніж співпрацю декількох незалежних компаній [92, с. 62]. Це пов’язано з використанням переваг масштабу, збереженням контролю над технологією, можливістю ефективніше реалізувати потенціал вертикальної інтеграції, використанням власних менеджерів для досягнення певних цілей тощо.

Паралельно із дослідженнями феномену міжнародного інвестування на мікрорівні, окремі науковці, продовжуючи традиції неокласиків, повернулися до макроаналізу. Зокрема японський економіст К. Кодзіма у своїй праці «Макроекономічний підхід до прямих іноземних інвестицій» *(«Macroeconomic approach to foreign direct investment»)* розробив «макроекономічну модель ПІІ», з допомогою якої пояснював особливості переміщення капіталу між розвинутими економіками та країнами, що розвиваються. Вчений виокремив два види міжнародних інвестицій – ті, що індукують зовнішню торгівлю *(trade-oriented FDI)* і ті, що не індукують зовнішню торгівлю *(non-trade oriented FDI).* Автор теорії стверджує, що відповідно до концепції порівняльних переваг, ПІІ повинні спрямовуватися із відносно безперспективних галузей країни-інвестора у галузі країни-реципієнта, що володіють порівняльною перевагою [139, с. 2]. Так,

міжнародні інвестиції, що індукують зовнішню торгівлю (японські, експорто-орієнтовані інвестиції), на думку автора, пожвавлюють торгівлю та сприяють зміцненню добробуту обох країн. Вони пов'язані з галузями, яким властива різна забезпеченість факторами (добувні та трудомісткі галузі). У випадку міжнародних інвестицій, що не індукують зовнішню торгівлю (американських, імпорто-заміщуваних інвестицій), які забезпечують вихід на нові ринки та уникнення торговельних бар'єрів, спостерігаємо подвійний негативний ефект: невідповідність принципу порівняльної переваги та втрату країною-інвестором її конкурентної переваги.

Очевидно, що теорії ТНК досить різнорідні. Кожна з них акцентує увагу на окремих особливих причинах здійснення іноземного інвестування, що у певний момент породило потребу еклектичного поєднання теорій, для більш глибокого та ґрунтовного пояснення цього явища.

Синтезувати теоретичні досягнення попередніх науковців вдалося Дж. Даннінгу. У своїй еклектичній моделі, викладеній автором у низці публікацій впродовж 1983–1993 рр., вчений об’єднав теоретичні напрацювання та ідеї С. Хаймера (теорія монопольних переваг), Р. Коуза (теорія інтерналізації) та інших науковців, погляди яких поділяв, проте вважав неповними. Дж. Данінг доводить, що здійснення прямого іноземного інвестування та його обсяги залежать від наявності та комбінації трьох передумов, названих автором *OLI* – перевагами фірми [94, с. 2]:

O – переваги *(ownership advantages)* об’єднують ексклюзивні конкурентні переваги фірми на нових ринках, до яких належать переваги масштабу, монопольні (патенти, торгові марки) та технологічні переваги, пов’язані з інноваційною діяльністю;

L – переваги *(location advantages)* – це переваги країни реципієнта інвестицій. Їх можна також розділити на три категорії, а саме економічні, політичні та соціальні. Саме *L* – переваги є передумовою того, що фірма охочіше обере певну конкретну країну для інвестування капіталу, аніж іншу;

I – переваги *(internalization advantages)* пов'язані із можливістю створення внутрішнього (інтернального) ринку всередині ТНК та використання усіх його привілеїв, зокрема незаконної, проте поширеної практики впровадження трансферного ціноутворення.

Як зазначав автор моделі, фірма, що володіє *O* – перевагами буде продавати патенти та ліцензії, водночас фірма, яка володіє *O* та *I*, або й усіма перевагами, здійснюватиме іноземне інвестування.

Отже, еклектична модель піднялася на щабель вище в теоретичному дослідженні, поєднавши у собі окремі аспекти більшості розглянутих нами теорій ПІІ, що пройшли перевірку практикою.

Паралельно із розвитком теорій ТНК удосконалювались теоретичні підходи до аналізу портфельних інвестицій. Значний внесок у розвиток теорії портфеля здійснили, лауреати Нобелівської премії «за вклад у теорію формування ціни фінансових активів», – Г. Марковіц, М. Міллер та У. Шарп. На відміну від Дж. Тобіна, який здійснював макроекономічний аналіз, вони застосували математичний інструментарій на мікрорівні [16, с. 224–225]. Важливість портфельної теорії для дослідження міжнародного переміщення капіталу полягає в тому, що вона доводить потенційну перевагу диверсифікації портфеля з використанням міжнародних інвестицій. Так, диверсифікуючи портфель іноземними активами, можна підвищити очікувану доходність без зростання ризику, або ж знизити ризик не жертвуючи доходністю. Адже згідно з аксіомою портфельної теорії, низький ризик портфеля забезпечується низькою кореляцією всередині нього.

Розглянемо також один із найменш досліджених напрямків теоретичного аналізу МПК, а саме доволі неоднозначну теорію «втечі капіталу». Дискусійними в межах теорії є не лише визначення терміну «втеча капіталу», а й методи вимірювання цього показника. Так, Дж. Каддінгтон під втечею капіталу розуміє відплив короткострокового приватного капіталу спекулятивного характеру. Л. Красавіна розглядає втечу капіталу як прискорений відплив великих обсягів капіталу, різної строковості та функціонального призначення, вивезених за

легальним та нелегальним каналами [20, с. 42]. Більшість дослідників (Ч. Кіндлебергер, В. Клайн, І. Уолтер) погоджуються, що втеча – це рух капіталу з країни, що суперечить її інтересам і відбувається через несприятливий інвестиційний клімат, або й через незаконне походження капіталу [31, с. 49–50].

Н. Шітс [166] виділяє наступні мотиви втечі капіталу з економіки:

- неефективність фінансового сектора, що підвищує рівень систематичного ризику в країні, скорочує реальну віддачу від внутрішніх фінансових активів;
- раптове зростання кількості грошей в обігу, результатом якого може стати інфляція, девальвація обмінного курсу національної валюти та загальна макроекономічна нестабільність;
- недостатньо чітке визначення або неналежне дотримання прав власності в економіці;
- політичний ризик, пов'язаний із невизначеністю щодо майбутнього курсу державної політики.

Г. Акані [62] розрізняє чотири теорії, що пояснюють «втечу капіталу».

1. Теорія переорієнтації інвестицій *(investment diversion theory)*. Ця теорія полягає у тому, що у зв’язку із макроекономічною та політичною невизначеністю у країнах, що розвиваються, і одночасним існуванням кращих інвестиційних можливостей у розвинутих економіках (таких як високі процентні ставки, широкий спектр фінансових інструментів, політична та економічна стабільність, сприятливий податковий клімат, секретність рахунків), деякі корупціонери та бюрократи зазвичай знаходять шляхи для виведення обмежених фінансових ресурсів із внутрішнього ринку. Таким чином, ці кошти стають недоступними для внутрішнього інвестування, що призводить до скорочення обсягу сукупних інвестицій, низького економічного зростання, а отже, і зниження рівня зайнятості та зростання показника кількості утриманців *(dependency ratio)*. Перелічені негативні макроекономічні наслідки породжують необхідність здійснення запозичень з-за кордону для реанімації вітчизняної економіки, що стає причиною зовнішньої боргової залежності країни. У випадку плаваючого обмінного курсу, проблеми ліквідності та «ефект витіснення» *(crowding-out effect)* спричинять

девальвацію національної грошової одиниці, а спроба стабілізувати обмінний курс призведе до втрати золотовалютних резервів.

2. Теорія, що пов'язує втечу капіталу із борговою залежністю економіки *(debt drivencapital flight thesis).* Це теорія є продовженням попередньої і полягає у тому, що важкий тягар зовнішньої заборгованості мотивує резидентів країни переміщувати свої фінансові ресурси за її межі. Запозичені кошти потрапляють у руки вітчизняних економічних агентів, які частково або повністю переказують їх за кордон. Згідно з цією теорією, зовнішній борг – це додатковий стимул для «втечі капіталу» з країни.

Теорія боргової залежності еволюціонувала у теорію боргового тягаря *(debt overhangthesis).* Зазначається, що «втеча капіталу» зменшує стимули до заощадження та інвестування. Теорія базується на припущенні, що значний зовнішній борг створює очікування щодо девальвації обмінного курсу національної валюти, фінансової кризи та прияє «витіснення» внутрішнього капіталу та експропріації активів для погашення заборгованості. Таким чином, виникає тісна взаємозалежність між «втечею капіталу», економічним зростанням та зовнішнім боргом, які підсилюють одне одного. «Втеча капіталу» призводить до сповільнення економічного зростання, що породжує необхідність здійснення зовнішніх запозичень для стимулювання зростання. Нові запозичення чи заборгованість сприяють «втечі капіталу», що своєю чергою сповільнює економічне зростання, і цикл повторюється.

3. Теорія скорочення податкових надходжень *(tax-depressing thesis).* З цієї теорії випливає, що «втеча капіталу» призводить до потенційної втрати податкових надходжень до бюджету, оскільки кошти, що перебувають за кордоном, а отже, поза контролем уряду, не можуть оподатковуватись. Скорочення державних доходів ускладнює процес політико-економічного інжинірингу задля сприяння зростанню та розвитку. Наслідком такої ситуації є послаблення потенціалу обслуговування державного боргу, а отже, посилення боргового тягаря. Таким чином, прямим результатом «відпливу капіталу» є обмеження можливостей мобілізації доходів до держбюджету.

4. Теорія режиму жорсткої економії *(austerity thesis)*. Ця теорія розглядає бідне населення у ситуації заборгованості, пов'язаної з «втечею капіталу». Від боргового тягаря найбільшою мірою страждає бідне населення, оскільки на нього найбільш відчутно впливає режим жорсткої економії, впроваджений урядом задля сплати боргових зобов'язань перед міжнародними банками, які своєю чергою сплачують відсотки на капітал, що «втікає» за межі країни. Така ситуація поглиблює «міжнародну нерівність», тобто розрив у розвитку між багатими і бідними економіками та залежність останніх від перших. Більш того, бідне населення не може сплачувати достатньо податків, відповідно бюджет недоотримає ресурси, які мали б спрямовуватися на сприяння зростанню і розвитку, та боротьбу з бідністю. Створюється закляте коло зовнішньої заборгованості, «втечі капіталу», низьких темпів зростання та бідності. Таким чином, «втеча капіталу» створює хитке макроекономічне середовище в країні, сприяє відсутності прозорості та підзвітності. Ці диспропорції знаходять відображення у слабкому управлінні, значному дефіциті державного бюджету, коливанні обмінного курсу, високих та нестабільних темпах інфляції, у поєднанні з фінансовими репресіями.

Отже, можемо зробити висновок про те, що у країнах із високим рівнем зовнішньої заборгованості значно зростає небезпека «втечі капіталу». Однак справедливою є і зворотна залежність, коли «втеча капіталу» з країни призводить до боргової залежності економіки. Тому доцільно шукати заходи протидії цьому явищу, адже зважаючи на високий рівень інтегрованості фінансових ринків, масова «втеча капіталу» з країни стає причиною економічних потрясінь далеко за її межами.

Розглянувши еволюцію економічних теорій, що пояснюють причини та особливості МПК, простежимо розвиток наукової думки щодо можливості та доцільності ДРМПК.

До ІІ світової війни світова економіка засновувалась на золотому стандарті і лише після формування Бреттон-Вудської системи було впроваджено регульовану прив'язку валютних курсів *(adjustable pegg)*. Б. Ейхенгрін відзначає три вагомих

зміни, що стали ознакою монетарної політики цього періоду: зміна режиму валютного курсоутворення, дозвіл впровадження ДРМПК, а також створення МВФ для моніторингу світової економіки та забезпечення фінансування платіжного балансу країн, які цього потребують. Протягом Бреттон-Вудської конференції МВФ та Світовий банк, глави британської (Дж. М. Кейнс) та американської (Г. Д. Вайт) делегацій погодилися, що слід провести чітке розмежування між продуктивним та спекулятивним капіталом, і визнали необхідність детального вивчення та регулювання останнього. Угода про створення МВФ визнавала допустимість регулювання операцій фінансового рахунку платіжного балансу, а Дж. М. Кейнс заявив, що регулювання потоків капіталу, як внутрішніх, так і міжнародних, повинно стати невід'ємною рисою повоєнної системи [123].

На думку Е. Хеллейнера ці радикальні зміни відбулися завдяки чотирьом політико-економічним чинникам *(табл. 1.2.1)*. По-перше, формування Бреттон-Вудської системи ґрунтувалося на панівних ідеях (щонайменше у Великобританії та США) «вбудованого» лібералізму[1] – тогочасної ідеології економічної та політичної організації, згідно з якою підкреслювалася важлива роль ринків, проте вважалося, що вони повинні бути «вбудованими» у належні інститути, щоб сприяти підвищенню рівня добробуту. Прихильники «вбудованого» лібералізму стверджували, що ДРМПК необхідне, щоб убезпечити автономію монетарної політики нової держави загального добробуту від негативного впливу спекулятивних і нерівноважних МПК.

По-друге, до формування Бреттон-Вудської системи панівною економічною теорією було кейнсіанство, тому уряди США та Великої Британії керувалися ідеями Кейнса як на конференції, так і в економічній політиці у цілому.

По-третє, згідно з Е. Хеллейнером, США допускали застосування ДРМПК, залишаючи за країнами свободу дій для їх впровадження. Цьому сприяли як ідеї

[1]Вбудований лібералізм – це, поширена з кінця ІІ світової війни до 1970-их рр., політична ідеологія і вітка лібералізму, що була розроблена для підтримки комбінації вільної торгівлі зі свободою дій держави, направлених на покращення її добробуту та скорочення безробіття.

«вбудованого» лібералізму, так і побоювання окремих економістів щодо дилеми «несумісної трійці». Ще однією, можливо найбільш важливою, причиною того, чому США не заперечували застосування іншими країнами заходів ДРМПК були побоюванняння щодо холодної війни. Японія та країни Європи вважали ДРМПК важливим елементом стратегій зростання, а США пріоритетом вважали сприяння зростанню та підтримку союзу з цими країнами.

Таблиця 1.2.1.

Політична економія регулювання міжнародних потоків капіталу

	Бреттон-Вудська система	**1970–2000 рр.**	**Глобальна фінансова криза**
Панівна ідеологія уряду	«Вбудований» лібералізм	Неолібералізм	Різновиди лібералізму
Економічна теорія	Кейнсіанство	Неокласицизм	Теорії макропруденційного регулювання
Геополітичні міркування щодо РМПК	США невизначені МВФ підтримує	США не підтримує МВФ здебільшого не підтримує	США неоднозначне схвалення МВФ підтримує
Уроки з минулого	Економічна криза 1947 р. у Європі	Утворення євро-ринку 1970-х рр.	Азійська фінансова криза Світова фінансова криза

Джерело: [110].

Останнім чинником змін, за словами Е. Хеллейнера, була економічна криза 1947 р. у Європі, частковою причиною якої стало обстоювання США ідей лібералізації руху капіталу. Практично одразу після набрання чинності Бреттон-Вудською угодою, уряд Г. Трумена заміняє адміністрацію Ф. Рузвельта, що призводить до значних змін у політиці США. В уряді Трумена було багато представників банківського сектора, які прагнули розширити свій доступ до фінансових ринків Європи та інших країн з метою переміщення капіталу. Європейська криза 1947 р. сприяла тому, що США знову почали більш лояльно ставитися до застосування ДРМПК аж до 1970-х рр.

У подальші роки Бреттон-Вудська система часто зазнавала критики, втім протягом як мінімум двох десятиліть після її впровадження система була ефективною. На її захист Б. Ейхенгрін писав, що «сьогодні спостерігачі, враження яких розфарбовані високорозвинутими фінансовими ринками кінця XX ст.,

налаштовані скептично... Але впродовж чверті століття після II світової війни обставини були зовсім іншими…» [97].

З кінця 1970-х рр. і до спалаху глобальної фінансової кризи 2007–2008 рр. панівними стали неоліберальні ідеї політичної та економічної організації, а ставлення до ДРМПК радикально змінюється. Загалом неоліберальну епоху, – що розпочалася у 1979–80 рр. з приходом до влади Р. Рейгана та М. Тетчер і закінчилася Вашингтонським консенсусом, – можна охарактеризувати як таку, що суттєво обмежувала втручання держави в економіку, а головна роль політики того часу полягала у реалізації цієї економічної ідеології *(табл. 1.2.1)*. Більш того, холодна війна більше не впливала на фінансову стратегію США, а отже, США та МВФ не вважали за доцільне підтримувати заходи ДРМПК. США володіли порівняльною перевагою на світовому ринку фінансових послуг, а отже, лібералізація МПК була для них вкрай вигідною. Ретроспективно, можемо стверджувати, що прибутковий євроринок слугував пілотним проектом, що доводив вигідність вільного руху капіталу для сектора фінансових послуг США.

У цей період поширеними були поглядів неокласичної школи економічної теорії в цілому і монетаризму зокрема. Пояснення М. Фрідманом (протилежне до кейнсіанського) причин розгортання фінансових криз, дало поштовх безлічі теоретичних досліджень та відповідних політичних рекомендацій, що узгоджувалися із новим режимом. Неокласики підкреслювали, наприклад, позитивні наслідки лібералізації руху капіталу. Спираючись на закон змінних пропорцій, вони стверджували, що, лібералізуючи МПК, країни, що розвиваються, та країни з ринками, що формуються, отримують вигоду від доступу до дешевших кредитів та інвестицій із розвинутих економік, що сприяє зростанню та стабільності. Відповідно до цього закону реальна рентабельність капіталовкладень буде вищою у промислово розвинутих країнах, де капітал є відносно дефіцитним. Приплив іноземного капіталу допоможе розширити кредитний ринок, диверсифікувати можливості доступу до кредитних ресурсів (а отже, знизити ризики) тощо.

Отже, під впливом ідей неолібералізму США та МВФ почали підтримувати лібералізацію потоків капіталу. У випадку МВФ зміна поглядів була спричинена не лише тиском США і правом вето, а як стверджує Р. Абделал [61], була імпортована до МВФ з Франції. Французькі соціалісти були прихильниками ДРМПК, однак у 1983 р. регулювання відпливу капіталу негативно вплинуло на середній клас і призвело до зміни партійної позиції. Дж. Чвіроз, визнаючи помітний вплив Франції, підкреслює, що головними генераторами змін були самі співробітники МВФ. Спочатку серед експертів МВФ переважали прихильники кейнсіанських поглядів, які схвалювали регулювання, але з плином часу серед членів МВФ ставало все більше економістів-неокласиків, що вважали ДРМПК контрпродуктивним.

Згодом співробітники МВФ розділились на два табори, а саме прибічників поступової та раптової лібералізації. Перші виступали за поступове впровадження вільного руху капіталу та за необхідності вибіркове використання ДРМПК, у той час як останні вимагали швидкої лібералізації. Наприкінці 1990-х рр. співробітникам МВФ вдалося досягти компромісу. МВФ продовжував наполягати на вільному переміщення фінансових ресурсів, водночас негласно підтримуючи заходи ДРМПК обмеженого та тимчасового характеру, що мали застосовуватися з метою пом’якшення кризових явищ на шляху до лібералізації.

Після світової фінансової кризи 2007–2008 рр. ставлення до ДРМПК знову кардинально змінилося. Сьогодні ймовірно ще занадто рано давати вичерпну характеристику цих змін, адже вони досі перебувають у динаміці. Втім очевидно, що ідеологія неоліберальної політико-економічної організації та неокласична інтерпретація потоків капіталу зазнали нищівної критики, зважаючи на їхню провідну роль у виникненні й розгортанні фінансових криз. Багато країн, а саме Бразилія, Колумбія, Індонезія, Південна Корея, Тайвань, Таїланд та інші, почали знову вдаватися до ДРМПК як напередодні, так і одразу після кризи 2007–2008 рр. Більш того, Велика двадцятка і МВФ запропонували створити новий глобальний режим для ДРМПК.

Як видно з *табл. 1.2.1.*, основними характеристиками цього періоду є:

- існування низки різновидів лібералізму, кожен з яких має певну політичну вагу в світовій економіці;
- формування, під впливом емпіричних досліджень економістів-неокласиків щодо дієвості ДРМПК, нового економічного мислення, яке отримало назву макропруденційного регулювання;
- пом'якшення позиції США стосовно ДРМПК та більш гнучка політична практика з цього питання;
- важливий негативний вплив вільних МПК на розгортання світової фінансової кризи 2007–2008 рр. та азійської кризи, що передувала світовій.

По-перше, для сучасного етапу дослідження характерне різноманіття моделей лібералізму, що можуть стати альтернативою американському неолібералізму. Найбільш очевидними прикладами є Китай, Індія та Бразилія. Ці три країни з ринками, що формуються, впродовж десятиліття характеризувалися дивовижно високими темпами економічного зростання і після тимчасового шоку їм вдалося значно швидше відновитися після кризи, принаймні на сьогодні. Кожну із цих країн у тій чи іншій мірі можна вважати «новою країною розвитку *(neodevelopmental state)*». «Країна розвитку» є варіантом «вбудованого» лібералізму для країн, що розвиваються, у рамках якого економіка «вбудовує» ринки у національний рух до індустріалізації та вищих стандартів життя. Усі ці три економіки неохоче лібералізували свої фінансові рахунки, і неодноразово (або у випадку Китаю на постійній основі) використовували заходи ДРМПК. Сьогодні ці держави є чільними учасниками Великої двадцятки, мають значну кількість голосів у МВФ тощо. Отже, вони представляють різновид лібералізму, який дещо збалансовує погляди прибічників та противників ДРМПК у процесі розвитку.

По-друге, в економічній літературі почало з’являтися дедалі більше наукових досліджень, що за допомогою емпіричного інструментарію доводять дієвість ДРМПК. Згідно із цими дослідженнями, причиною азійської фінансової кризи була саме занадто швидка лібералізація потоків капіталу. Більш того, вільний рух капіталу сприяв поглибленню кризових явищ та їх подальшому географічному поширенню. Таким чином, східноазійська фінансова криза та новий науковий

доробок вчених припинили дискусію щодо включення обов’язкової лібералізації фінансового рахунку до Статей Угоди МВФ.

По-третє, США й досі дотримувалися неоднозначної позиції, негласно виступаючи проти ДРМПК. Свого часу вони сприяли тому, щоб ранні комюніке Великої двадцятки підтримували продовження вільного переміщення капіталу через державні кордони. Однак, вже у 2011 р. на саміті Великої двадцятки в Сеулі США схвалили комюніке, в якому, безпосередньо не згадуючи про ДРМПК, лідери *G20* закликали МВФ «продовжувати розробляти засади макропруденційної політики, що включатиме інструменти пом'якшення впливу надмірних потоків капіталу». Щоправда, одним із пріоритетних завдань Казначейства США є відновлення збалансованості економіки у глобальних масштабах. Саме тому, навіть якщо США коли-небудь визнають ефективність ДРМПК повною мірою, то далеко не у всіх випадках. Впровадження регулювання у таких країнах, як наприклад, Китай, де недооцінена валюта сприяє наростанню глобальних дисбалансів, вірогідно не отримає підтримки США. Інша річ, коли йдеться про застосування заходів ДРМПК з метою контролю фінансових бульбашок, як наприклад, у Таїланді. У лютому 2011 р. міністр фінансів США також негласно схвалив впровадження ДРМПК у Бразилії, заявивши, що у таких країн «може виникнути потреба впровадження ретельно розроблених макропруденційних заходів для призупинення припливу капіталу» [182].

Подальший аналіз викликів XXI ст. у сфері переміщення МПК та їх регулювання, а також детальний розгляд нового інституційного погляду МВФ щодо ДРМПК буде здійснено у *розділі 3*.

Отже, аналіз еволюції економічних теорій міжнародного переміщення капіталу дає підстави зробити висновок про те, що об’єктивні умови зростання масштабів та географії МПК, – а саме особливості розвитку глобальної економіки впродовж останніх двох століть, які проявляються у поглибленні міжнародного поділу праці, зростанні інтернаціоналізації виробництва, інтенсивному розвитку та впровадженні новітніх технологій виробництва, концентрації та централізації фінансового капіталу, розвитку фінансового ринку та впровадженні фінансових

інновацій, що в свою чергу, сприяли збільшенню масштабів МПК, – зумовили основні етапи еволюції економічних теорій міжнародного переміщення капіталу, які пояснюють його причини та наслідки.

У сучасній економічній науці не існує єдиного вичерпного теоретичного пояснення досліджуваного процесу у міжнародній економіці. Теорії, що потроху наближаються до цілісного, всеохоплюючого тлумачення міжнародного переміщення капіталу, – поодинокі. Вони становлять новий клас теорій, які відійшли від традиційних мікро- чи макропідходів у дослідженні економічних процесів та явищ до формування надійних мікрооснов макроекономічної теорії міжнародного переміщення капіталу.

Трактування можливості та необхідності ДРМПК також змінювалося з еволюцією економічної теорії і практики. Дж. М. Кейнс, Г. Уайт та інші архітектори Бреттон-Вудської валютної системи вважали, що ДРМПК є запорукою ефективності її функціонування. Втім, уже з кінця 1970-х рр., провідні міжнародні фінансові організації, приватний сектор та багато західних урядовців виступили за повну лібералізацію операцій фінансового рахунку. І лише досвід азійської та світової фінансової кризи повернув заходи ДРМПК як у академічний дискурс, так і у політичну практику.

1.3. Інструментарій дослідження державного регулювання міжнародних потоків капіталу

Аналізуючи державне регулювання міжнародних потоків капіталу в малих відкритих економіках ми використовуємо макроекономічний інструментарій дослідження, що є системою показників та економічних моделей, які використовуються в макроекономічному аналізі. Адже однією з основних проблем макроекономіки є саме з’ясування ролі держави у системі макроекономічного регулювання, зокрема її впливу на економічну рівновагу, послаблення макроекономічної нестабільності тощо. Макроекономіка розробляє інструментарій державного втручання в економіку, є теоретичною основою та

обґрунтуванням такого втручання. Справедливо обравши макроекономічний рівень дослідження, ми оперуємо такими показниками як світові і внутрішні процентні ставки, обмінний курс, рівень інфляції та безробіття, платіжний баланс, ВВП країни тощо; та досліджуємо зміну взаємозв'язків між ними під дією припливу міжнародних фінансових ресурсів у економіку країни чи його відпливу.

На нашу думку, формування системи ДРМПК повинно спиратися на сукупність взаємопов'язаних як міжнародних, так і національних принципів, норм і правил впливу на переміщення МПК. У цьому контексті регулювання повинно здійснюватись за допомогою економічних, політичних, фінансових, правових й адміністративних інструментів, а отже, є невід'ємною частиною монетарної, фіскальної, фінансової, зовнішньоторговельної, податкової політики держави.

Вирішення проблеми співвідношення між державним регулюванням та лібералізацією (тобто ринковим саморегулюванням) МПК залежить насамперед від того, що розуміємо під сутністю державного регулювання економіки. У нашому випадку, державне регулювання економіки доцільно трактувати, зокрема. як цілеспрямовану діяльність держави щодо створення правових, економічних і соціальних передумов для успішного функціонування ринкових механізмів та мінімізації їх негативних наслідків. ДРМПК передбачає втручання держави не тільки у дію ринкових механізмів, але й формування належних інституційних умов, що відповідають сучасним економічним реаліям. Раціональне державне регулювання не повністю заперечує дію ринкових механізмів та не підміняє їх, а використовує їх регулювальний потенціал. Спираючись на ринковий механізм, держава звісно не обмежується лише його інструментами, однак вона повинна враховувати об'єктивні економічні закони.

Об'єктивні передумови для втручання держави у функціонування ринкових механізмів з'являються лише тоді, коли ці механізми ще не досягли потрібного потенціалу, а тому не здатні виконувати свою функцію, або ж у кризових чи передкризових ситуаціях, спричинених динамікою глобального фінансового ринку, що загрожують дестабілізацією національної економіки. Адже, згідно із

економічною теорією, за нормальних обставин лібералізація МПК призведе до виграшу світової економіки в цілому та національних економік зокрема.

Розглянемо наслідки лібералізації МПК для країн-експортерів та -імпортерів капіталу за допомогою макроекономічної моделі *(рис. 1.3.1)*.

В умовах сучасної економіки переміщення МПК зумовлюється багатьма економічними й неекономічними чинниками і набуває різних форм *(підрозділ 1.1)*. Однак у теоретичному аналізі ми абстрагуємося від цього різноманіття і розглядаємо капітал як продуктивний ресурс, єдиною причиною міжнародного переміщення якого є різниця у відносних рівнях процентних ставок. За умови відкритості економік, МПК будуть спрямовуються до країн з вищими процентними ставками, які обумовлюють вищу прибутковість капіталовкладень.

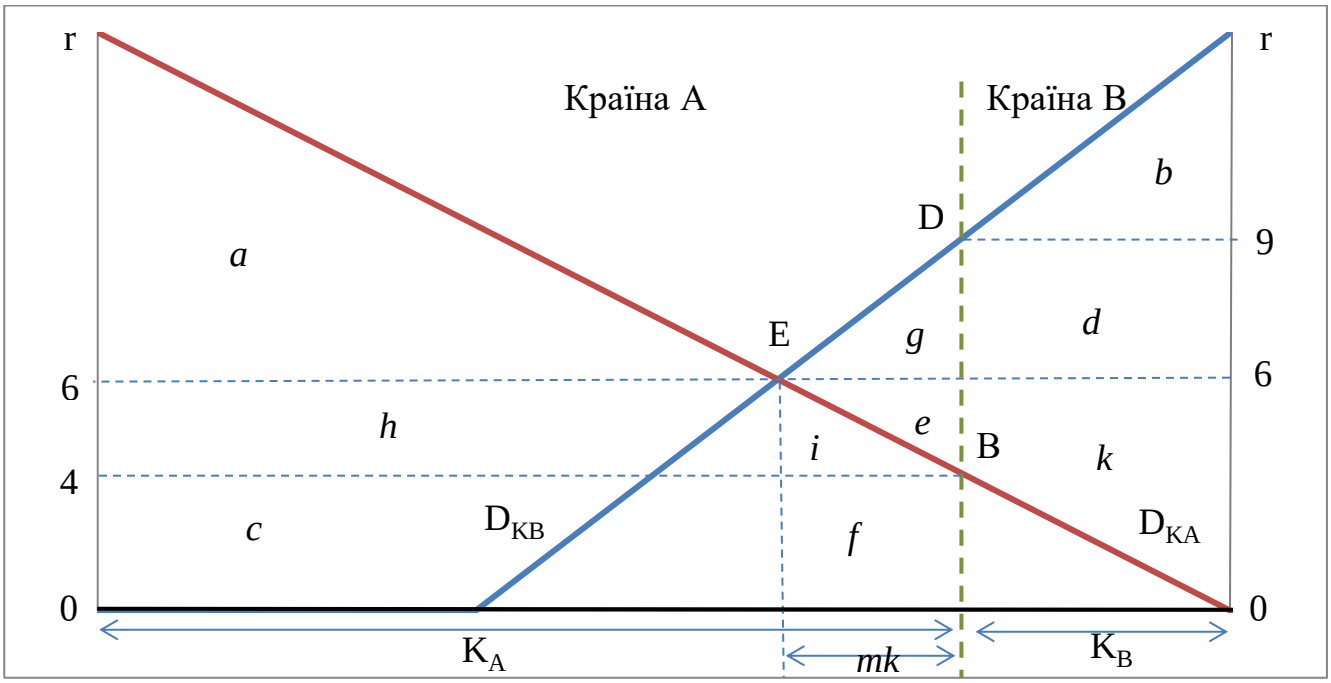


Рис. 1.3.1. *Наслідки МПК для країн-донорів та країн-реципієнтів*

Джерело: [17].

За допомогою обраної моделі можемо проаналізувати вплив МПК на факторні доходи, обсяги національного та світового виробництва. Модель використовує наступні припущення:

- світова економіка представлена двома країнами – *A* і *B*, які мають різну забезпеченість капіталом;

- країни виробляють однорідну продукцію за сталої технології, в якій капітал сполучається з іншими факторами виробництва;
- капітал є єдиним змінним фактором виробництва, відносно якого діє закон спадної граничної продуктивності;
- витрати переміщення та інші витрати (амортизація, податки на прибуток) не враховуються;
- номінальна процентна ставка дорівнює реальній *(r=i)*.

По горизонтальній осі відкладено кількість капіталу в світі, який складається із капіталу країн *A* і *B*, а по вертикальній – процентну ставку. Криві D_{KA} і D_{KB} є кривими попиту відповідних країн на капітал або кривими його граничної віддачі $(МКР_K = D_K)$.

Спочатку розглянемо ситуацію, коли обидві економіки є закритими, а будь-які перетоки капіталу між ними відсутні. У цьому випадку кожна країна має у своєму розпорядження внутрішні запаси реального капіталу. Для країни *A* характерний надлишок капіталу (K_A) і відносно малопривабливі внутрішні інвестиційні можливості *(r=4%)*. Країна *B* має обмежений запас капіталу (K_B) і більше можливостей для його прибуткового інвестування *(r=9%)*.

Якщо кредитування здійснюється винятково у межах національних кордонів, кредитори в країні *A* змушені погодитись із низькою нормою доходу, оскільки пропозиція внутрішніх реальних активів відповідає граничній продуктивності капіталу. Конкуренція змушує кредиторів у країні *A* погодитись із рівнем доходу у розмірі 4 % річних у точці *B*.

Водночас, країна В через нестачу капітальних ресурсів не може здійснювати реальні капіталовкладення ліворуч від точки *D*, оскільки *Кв* – це весь запас капіталу, яким вона володіє. Конкуренція за право користування обмеженим обсягом капіталу підвищує проценту ставку до 9 % річних.

За таким умов, сукупний дохід власників капіталу в країні *A* відповідатиме сумі площ секторів $c + f$, у країні B – $d + k$. Величина доходів власників інших факторів виробництва в країні *A* дорівнюватиме сумі площ секторів $a + h + i$, в країні *B* – це площа сектора *b*. Сума усіх факторних доходів є національним

доходом або грошовим виразом величини національного продукту. У країні *A* національний продукт відповідатиме сумі площ секторів *a* + *h* + *i* + *c* + *f*, у країні *B* – площі *b* + *d* + *k*.

Тепер припустімо, що усі обмеження щодо переміщення капіталу ліквідовані. У власників капіталу з країни *A* та позичальників із країни *B* з'являться значні стимули до співпраці. При цьому перші можуть здійснити ПІІ у підприємства країни *B*, купувати фінансові активи (акції, облігації тощо) або стати кредиторами. Від закордонних інвестицій вони зможуть одержати більший дохід, аніж від капіталовкладень в межах національної економіки, у вигляді прибутку, дивідендів чи процента відповідно. Капітал переміщуватиметься із країни *A* в країну *B* до вирівнювання процентних ставок і норм прибутковості. Рівноважна (світова) процентна ставка ($r_w = 6$) встановиться у точці *E*. За світової процентної ставки обсяг капіталу в країні *A* зменшиться на величину відрізка *mk*, водночас у країні *B* він зросте на ту ж саму величину.

У результаті міжнародного переміщення капіталу національний продукт країни *A* зменшується на суму площ секторів *i* + *f* до *a* + *h* + *c*. Національний продукт країни *B* збільшується на суму площ секторів *g* + *e* + *i* + *f* до площі *b* + *d* + *k* + *g* + *e* + *i* + *f*. Приріст національного продукту в країні *B* перевищить втрати національного продукту в країні *A*. Отже, спостерігатиметься чистий приріст виробництва у світовій економіці, величина якого відповідатиме сумі площ секторів *g* + *e*.Джерелом цього приросту є підвищення ефективності міждержавного розподілу і використання капіталу.

Внаслідок МПК у відкритих економіках виникають ефекти перерозподілу доходів і обсягу національного виробництва.

Для країни-експортера капіталу *A* мають місце наступні наслідки:

- зростання сукупного доходу власників капіталу, який використовується в країні *A* (на величину площі сектора *h*);
- зростання доходів власників капіталу, які здійснюють закордонні інвестиції (на величину площ секторів *i* + *e*);

- скорочення доходів національних власників інших факторів виробництва (на величину площ секторів *h* + *i*);
- скорочення обсягу національного продукту на величину секторів *i* + *f*.

У країні-імпортері капіталу *B* виникне:

- скорочення доходів національних власників капіталу (на величину площі сектора *d*);
- зростання доходів національних власників інших факторів виробництва (на величину площ секторів *d* + *g*);
- зростання обсягу національного продукту на величину площ секторів *g* + *e* + *i* + *f*.

Отже, лібералізація руху капіталу принесе виграш світові в цілому та тим економічним суб'єктам, для яких свобода – це додаткові можливості, однак лібералізація нестиме збитки тим, для кого свобода ринку спричинить більш жорстку конкуренцію.

Втім, у господарській практиці наслідки переміщення МПК не є настільки однозначними. Як зазначалося раніше *(підрозділ 1.1),* вільний рух капіталу на глобальному ринку разом із позитивним впливом на економіку виявив також низку негативних чинників, що проявляються у вигляді циклічної та кризової асиметрії припливу і відпливу іноземного капіталу, зовнішніх фінансових збурень, раптової зупинки припливу чи «втечі» іноземного капіталу в період фінансових криз. Значні обсяги дешевих фінансових ресурсів дали змогу урядам малих відкритих економік не проводити необхідні економічні реформи, зробивши їх залежними від зовнішнього фінансування.

Щоб продемонструвати можливі негативні наслідки повної лібералізації фінансових потоків, що може призвести, зокрема, до раптової «втечі» іноземного капіталу з економіки, скористаємося двома макроекономічними моделями.

У першому випадку розглянемо вплив «втечі» капіталу на рівень цін та обсяг національного виробництва за допомогою моделі сукупного попиту і сукупної пропозиції *(AD-AS).* Згідно із цією моделлю, макроекономічна рівновага визначається взаємодією сукупного попиту *(англ. aggregate demand, AD)* та

сукупної пропозиції *(англ. aggregate supply, AS)*, і залежить від чинників, що на них впливають. Таким чином, *AD* є функцією грошово-кредитної та фіскальної політики держави; чистого експорту; торговельної політики; та споживчих вподобань. *AS* – функція факторів виробництва, таких як, наприклад, ціни ресурсів (робочої сили, капіталу, енергії тощо); доступності робочої сили та капіталу, а також їх рівня продуктивності; рівня технології тощо. Значна зміна будь-якого із нецінових чинників пропозиції, що в економічній науці отримала назву – збурення пропозиції, зміщує функцію *AS* вліво або вправо, залежно від характеристик збурення: негативного (несприятливого) чи позитивного (сприятливого).

«Втеча» значного обсягу капіталу з економіки, що найчастіше може бути спричинена занепокоєнням інвесторів щодо стабільності макроекономічного середовища в країні, потенційно призведе до негативного впливу на продуктивну спроможність економіки через брак інвестиційних ресурсів. Ця ситуація спричинить зниження продуктивності праці, у зв'язку із скорочення капіталоозброєності. Припускаючи, що сукупний попит залишається практично незмінним, очікуємо зсув кривої *AS* вгору вліво *(рис. 1.3.2)*.

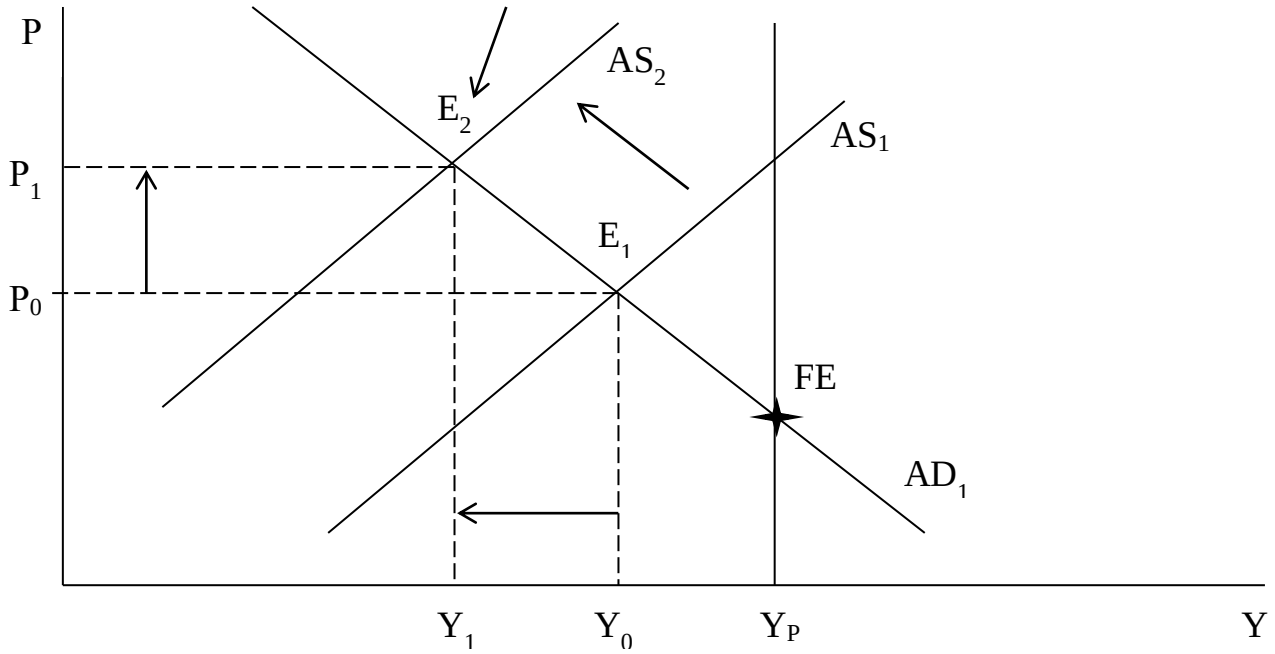


Рис. 1.3.2. *«Втеча» капіталу у моделі AD-AS*

Джерело: складено автором.

На *рис. 1.3.2.* Y_P відповідає потенційному реальному ВВП за повної зайнятості. Y_0 – це рівноважний ВВП за початкового стану рівноваги, що досягається у точці E_1. «Втеча» капіталу спричинить переміщення кривої *AS* на місце кривої AS_2 і перехід до нового стану рівноваги у точці E_2, за якого економіка увійде у період стагфляції. Адже як показано на рисунку, спад виробництва супроводжуватиметься одночасним зростанням цін.

Наступна макроекономічна модель дозволить нам простежити вплив «втечі» капіталу на процентні ставки та обмінний курс. У випадку виникнення несприятливої економічної чи політичної ситуації в країні, приплив МПК в економіку може різко змінитися його відпливом, тобто «втечею» капіталу, як іноземного, так і національного. Цепризведе до зростання обсягу чистого відпливу капіталу, а отже, зростання відповідного попиту на позичковий капітал. Крива попиту на який переміститься з D_1вправо вгору на позиціюD_2, а реальна процентна ставка підвищиться з r_1 до r_2 *(рис. 1.3.3 (а)).*

Оскільки чистий відплив капіталу зростатимедля будь-якої процентної ставки, то криваNCO_1 переміститься вправо вгору на позиціюNCO_2*(рис. 1.3.3 (б))*. Водночас, на валютному ринку зростатиме пропозиція національної валюти, що зображено переміщенням кривоїS_1 вправо на позиціюS_2. У поєднанні з незмінним попитом зміна пропозиціїнаціональної грошової одиниці зумовитьїї девальвацію і переміщення від точки E_1 до точки E_2по кривій *D (рис. 1.3.3 (в))*.

Зміни динаміки процентної ставки та курсу національної валюти, що виникають внаслідок «втечі» капіталу з країни, впливають на ключові макроекономічні змінні. Знецінення національної грошової одиниціздешевлює експорт і здорожчує імпорт, сприяючи зростанню профіциту торговельного балансу. Водночас підвищення реальної процентної ставки зменшує обсяг внутрішнього інвестування, що уповільнює накопичення капіталу та зростання економіки.

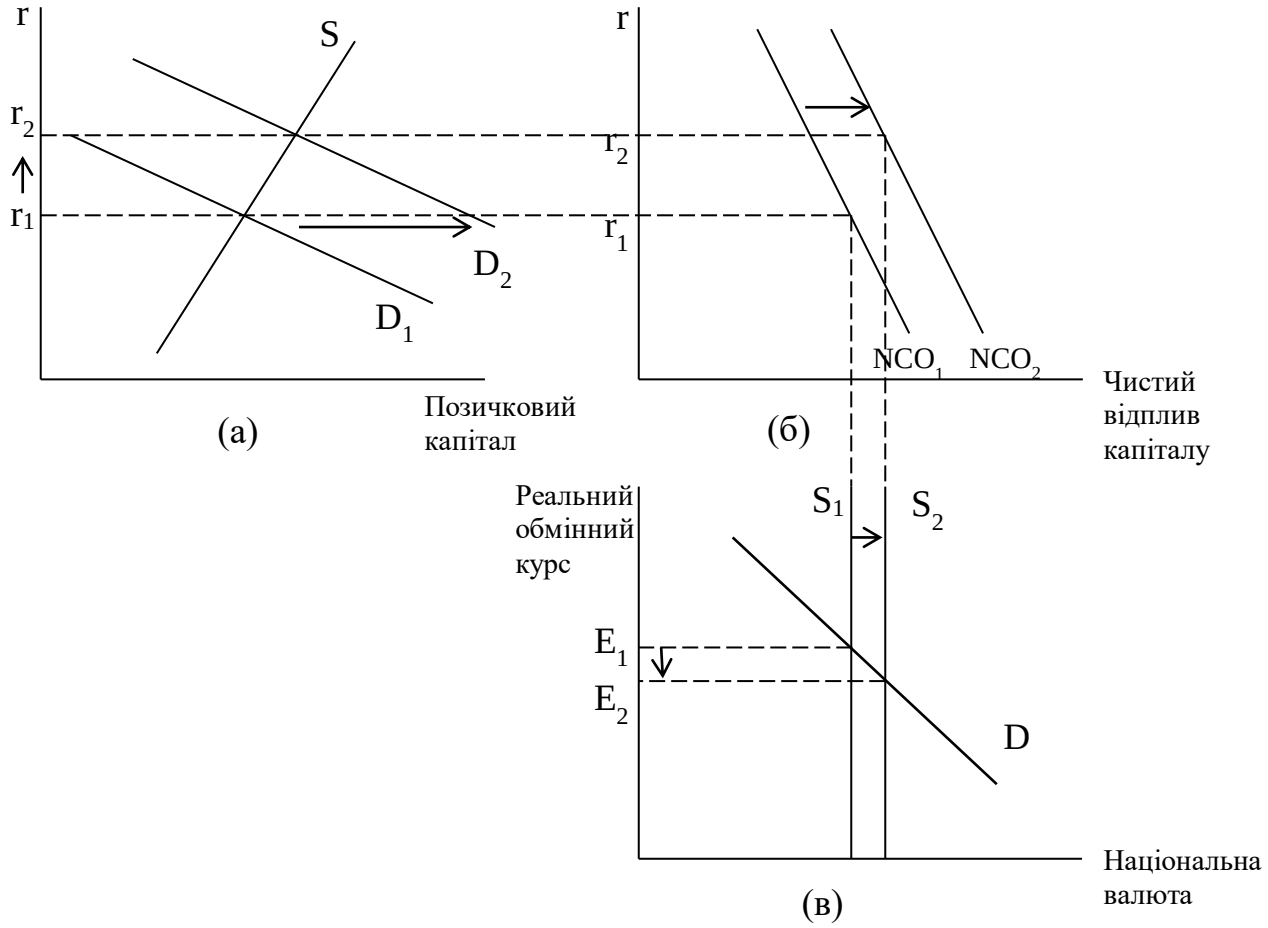


Рис. 1.3.3. *Макроекономічні ефекти «втечі» капіталу*

Джерело: [150].

Ця модель дозволяє краще зрозуміти мотиви впровадження ДРМПК у відповідь на інтенсивний відплив капіталу з економіки, який буде розглянуто більш детально у *2 розділі* на прикладі Ісландії.

Щодо оцінки ефективності інструментів ДРМПК у наукових джерелах досі немає однозначності.В аналітичній літературі з’являються все нові дослідження, які за допомогою теоретичних моделей пояснюють потенційні позитивні наслідки короткострокового впровадження ДРМПК [127; 128]. Згідно із ними, до можливих наслідків ДРМПК належать, насамперед: зміна обсягу припливу (відпливу) капіталу; зміна структури припливу; запобігання ревальвації (девальвації) обмінного курсу; забезпечення більшої автономії монетарної політики; а також покращення / погіршення фінансової стабільності.

Фактично оцінити ефективність заходів ДРМПК доволі складно. Як вже зазначалося, донедавна вважалось, що якими б серйозними не були негативні наслідки дестабілізуючих потоків капіталу, ДРМПК неефективне і призводить до істотних витрат, які перевищують будь-які вигоди. Однак, таке узагальнення ігнорувало відмінності між різновидами заходів ДРМПК і різними методиками оцінки їхньої ефективності. Відповідні заходи, згідно із класифікацією *(підрозділ1.1)*, впроваджуються з різною метою і, таким чином, існує чимало критеріїв, за допомогою яких можемо судити про наслідки та ефективність їх використання.

Емпіричну оцінку ефективності ДРМПК ускладнює необхідність відокремлення наслідків заходів ДРМПК від наслідків інших заходів макроекономічної політики у відповідній країні. Іншою відмінною характеристикою ефективності ДРМПК є те, що вона значно залежить від макроекономічної ситуації в країні, рівня інституційного розвитку та рівня розвитку фінансового ринку, можливості швидкої та ефективної імплементації заходів у державну політику тощо. Саме тому стратегія ДРМПК, що виявилася ефективною для однієї економіки в межах певного часового періоду, може бути недієвою для іншої, або навіть для тієї ж країни в інших обставинах.

Н. Магуд, К. Рейнхарт та К. Рогофф [148] вважають, що проблема полягає в тому, що більшість науковців зосереджують свою увагу на двох хрестоматійних випадках ДРМПК – Малайзії (регулювання відпливу) та Чилі (регулювання припливу). Отже, результати численних досліджень ґрунтуються на епізодах регулювання, що мали місце у 1990-х рр. Водночас, практика впровадження ДРМПК впродовж 2000-х рр., зокрема після світової фінансової кризи 2007–2008 рр., потребує додаткового аналізу. Насамперед, це пов’язано з тим, що на початку XXI ст. багато малих відкритих економік лібералізували і значно розвинули свої фінансові ринки, а очевидно, що чим вищий рівень розвитку останніх, тим складніше, як правило, їх регулювати.

Іншою особливістю дієвості ДРМПК, яка має важливе значення, є те, що впровадження заходів регулювання нестиме як короткострокові, так і

довгострокові наслідки для економіки. Останні, хоч потенційно більш важливі, значно важче піддаються аналізу. Саме тому переважна більшість досліджень концентрує свою увагу на короткострокових наслідках ДРМПК.

Зважаючи на перелічені труднощі, можемо виділити кілька способів оцінки ефективності ДРМПК. Перший, найбільш прямий спосіб полягає у вимірі зміни обсягу і структури потоків капіталу після імплементації заходів регулювання. Однак, оцінка структури потоків, що само собою є не легким завданням, стала ще складнішою з появою деривативів, які успішно використовують для маскування потоків капіталу. Наприклад, фірма із США може побудувати завод у Мексиці, але хеджувати ризик девальвації песо (що знизило б доларову вартість інвестування), шляхом купівлі пут-опціонів на мексиканську валюту [110, с. 26]. Таким чином, фірма страхує свої інвестиції на випадок знецінення песо. У цьому прикладі, прямі інвестиції будуть впливати на обсяг припливу капіталу, однак пут-контракт на потенційний продаж песо на відплив капіталу може не вплинути.

Якщо ДРМПК покликане забезпечити автономію грошово-кредитної політики, то можна досліджувати міру відхилення внутрішніх процентних ставок, що знаходяться під дією заходів регулювання, від процентних ставок за кордоном. Різниця між ними свідчить про ефективність регулювання. Здійснюючи такий аналіз, роблять припущення, що прибутковість зіставних інвестицій в одній валюті, за відсутності ефективного ДРМПК, – однакова.

У лютому 2010 р. МВФ опублікував *Staff Position Note*, де визнавалась висока результативністьДРМПК, що використовувались протягом останніх 15 років. Це узгоджується з результатами аналізу Національного бюро економічних досліджень США, фахівці якого, здійснивши ґрунтовний огляд економічної літератури, зробили висновок, що ДРМПК може сприяти автономії монетарної політики, змінити структуру потоків капіталу і знизити тиск на реальний обмінний курс [106, с. 13]. Більш того, як зазначалося раніше, дослідники МВФ [81] виявили, що країни, які використовували заходи ДРМПК були в числі найменш постраждалих під час світової фінансової кризи 2007–2008 рр.

Приплив капіталу в економіку зазвичай стимулюється розривом між внутрішньою і світовою процентними ставками, що утворюється внаслідок політики фінансової лібералізації і спроби знизити інфляцію. У багатьох випадках, – після поцінування реального обмінного курсу, – така ситуація веде до серйозної кризи платіжного балансу, що супроводжується, як правило, фінансовою кризою. Використання ДРМПК дозволяє, зазвичай, цьому запобігти.

Отже, найбільш помітний (однак не обов'язково найважливіший) вплив ДРМПК полягає у можливості проводити незалежну монетарну політику. У такий спосіб уряд має змогу впроваджувати макроекономічну політику, яка дозволяє стримувати інфляцію, а також підтримувати конкурентоспроможність експорту.

До інших позитивних наслідків ДРМПК варто віднести зміну структури МПК на користь довгострокових інструментів інвестування та можливість суворіше обирати не лише різновиди потоків, але й сектори економіки, у які вони надходитимуть. Зокрема, Індія і Китай, використовували регулювання припливу капіталу задля стимулювання залучення ПІІ у стратегічні галузі економіки й сприяння передачі технологій [88, с. 16].

Можливість впливати на строковість припливу капіталу дає змогу сприяти еволюції фінансового ринку в напрямку, що узгоджується з цілями довгострокового розвитку, контролювати інфляцію і запобігати вибуху цінових «бульбашок» активів. Х. Кордеро та Х. Монтекіно перелічують заходи ДРМПК, що здатні позитивно впливати на структуру потоків капіталу, а саме мінімальні часові вимоги до інвестування *(minimum stay requirements)*, заборона певного виду портфельних потоків, податкові преференції для інвестицій у визначені сфери діяльності, податки пропорційні строковості вкладень тощо [88, с. 16].

Як правило, регулювання припливу капіталу вважають більш ефективним, аніж відпливу, бо існує менше стимулів ухилення від нього. Спроба уникнути регулювання припливу капіталу зазвичай забезпечує іноземним інвесторам лише мінімальні вигоди, оскільки очікуваний, скорегований на ризик, внутрішній рівень доходності буде, як правило, співмірний з доходністю альтернативних міжнародних інвестицій. З іншого боку, у випадку очікуваної девальвації

національної валюти, існує значний стимул уникнути втрат, обійшовши регулювання відпливу капіталу. Очікувані втрати від володіння внутрішніми активами у річному вираженні можуть становити кілька сотень відсотків у короткостроковому періоді. Наприклад, якщо очікується щотижнева девальвація малайзійського рінггіта на 10 %, сподіваний річний дохід із неперервним нарахуванням від володіння валютою впродовж періоду девальвації буде від'ємним і становитиме кілька сотень % [155, с.26]. Саме тому, М. Обстфельд [157] вважає обмеження припливу капіталу більш ефективним для запобігання дестабілізуючому відпливу капіталу, аніж безпосереднє регулювання відпливу.

Х. Кордеро та Х. Монтекіно [88, с. 17] визнають, що ДРМПК не може підтримувати непослідовну макроекономічну політику протягом тривалого часу і, оскільки інвестори набувають досвіду його уникнення, ефективність регулювання з плином часу має тенденцію до зниження. Найлегше можна обійти цінове регулювання, навіть коли воно належним чином імплементоване. Втім, Дж. Острі стверджує [81, с. 5], що коли інвесторам і вдасться розробити обхідні стратегії, їх ціна може бути вищою, ніж очікувана прибутковість операції. Вважають [98; 172, с. 198], що заходи ДРМПК не повинні бути досконалими, щоб бути ефективними. Вони повинні лише підвищувати витрати на їх уникнення.

Тим не менш, з плином часу способи уникнення від ДРМПК удосконалюються і їх кількість зростає. Детальніше різноманітні стратегії уникнення регулювання описано у *підрозділі 3.2*нашого дослідження. Нові майстерні обхідні стратегії здорожчують вартість адміністрування ДРМПК та породжують корупцію.

Розглядаючи інші втрати, пов'язані з імплементацією ДРМПК, розділимо їх за економічними суб'єктами. Для інвесторів найбільш очевидними втратами від політики ДРМПК є обмеження таких переваг вільних потоків капіталу як розподіл ризиків, диверсифікація, зростання та передача технологій. Країни-експортери фінансових активів, використовуючи ДРМПК, отримують нижчу віддачу від своїх заощаджень, тоді як країни-імпортери – нижчі темпи зростання і залучення меншого обсягу інвестицій, зокрема в освіту, інфраструктуру, розвиток економіки

тощо. Наприклад, уряд Кореї визнав, що у 1997 р. обмеження на здійснення корейськими корпораціями запозичень за кордоном посилило кризу платіжного балансу і банківську кризу в країні. Додаткові витрати породжують також невдало впроваджені або погано адміністровані заходи ДРМПК.

Втім, навіть коли витрати акумулюються і первинна мета вже не є актуальною, від регулювання, як і від будь-якого нормативного правила, важко відмовитися, оскільки з плином часу коло його прибічників зростає. Повернення до вільного руху капіталу теж не гарантує усунення витрат. Зокрема, тимчасове блокування відпливу капіталу субсидує інвестування, але негативно впливає на сподіваний рівень ризику, підвищуючи премію за ризик та стримуючи майбутні інвестиції [155, с. 28].

Дж. Острі, А. Гош та А. Корінек, визнаючи ефективність ДРМПК в усуненні диспропорцій вітчизняної фінансової системи пов’язаних із надмірним припливом чи відпливом капіталу, виокремлюють три негативні наслідки впровадження ДРМПК, що, на їхню думку, можуть викликати занепокоєння.

По-перше, це можливість маскування заходами ДРМПК необхідності впровадження більш комплексних та радикальних змін макроекономічної політики. П. Кругман зазначає, що найбільшої шкоди заходи ДРМПК приносять, якщо їх використовують для підтримки непослідовної політики завищеного курсу національної валюти, який у випадку відсутності регулювання повинен був знизитися [142]. По-друге, впровадження ДРМПК однією країною може спричинити так звану проблему «безбілетника» *(free-rider problem)*, пов’язану із ефектами переливу *(spillover effects)* наслідків політики однієї країни на становище іншої *(детальніше у 3 розділі)*. Згідно із емпіричним дослідженням Ф. Ламберта, Дж. Рамос-Таллади та С. Ребілларда [144], посилення ДРМПК у Бразилії призвело до спрямування потоків капіталу у сусідні економіки. По-третє, проблеми країн-реципієнтів капіталу можуть посилюватися політикою (зокрема монетарною) країн його походження. Автори додають, що оскільки інтереси країн-експортерів і країн-імпортерів капіталу суперечать одне одному, то необхідною умовою ефективності ДРМПК є активна міжнародна кооперація. Про

сучасний стан такої кооперації та перешкоди на шляху до неї йтиметься у *3 розділі* дослідження.

Отже, у дослідженні ми аналізуємо головно макроекономічні ефекти ДРМПК, які відображаються у динаміці процентних ставок, обмінного курсу, рівня безробіття, інфляції, ВВП, стану платіжного балансу тощо. ДРМПК розглядається нами невід'ємно від інших різновидів державної політики, адже воно тісно переплітається з ними і є їх невід'ємною частиною.Здійснюючи емпіричну оцінка ефективності ДРМПК, ми враховуємо методологічні труднощі та рекомендації провідних світових науковців з цієї проблематики.

Висновки до розділу 1

На підставі викладеного можна сформулювати наступні висновки:

1. Міжнародне переміщення (рух) капіталу, міжнародні потоки капіталу, міжнародна міграція капіталу – це синонімічні терміни, що відображують процес переміщення за межі або в країну капіталу у грошовій чи іншій формі, що може здійснюватися міжнародними фінансовими організаціями, урядами, фінансовими і нефінансовими компаніями, приватними особами з метою фінансування виробництва, торгівлі, інвестування, спекуляції або з іншою метою задля отримання прибутку, підприємницької чи інших економічних, соціальних і політичних вигід.

2. Інтенсивне відновлення припливу МПК до країн, що розвиваються, та країн з ринками, що формується, після раптової зупинки в кінці 2008 – на початку 2009 рр., – посилене небезпекою макроекономічних дисбалансів, пов'язаних із значним тиском на обмінний курс, та небезпекою фінансової нестабільності, особливо ймовірним спрямуванням потоків капіталу на невиробничі цілі і, як наслідок, стимулюванням кредитних бумів та цінових бульбашок активів, – зміцнило інтерес світового співтовариства до механізмів впровадження та ефективності застосування заходів макропруденційної політики та ДРМПК.

3. ДРМПК, що являє собою сукупність заходів уряду і центрального банку країни, спрямованих на обмеження, стримування, перенаправлення або зміну будь-яких параметрів МПК, може здійснюватися з різною метою, для регулювання різних видів МПК, а також за допомогою використання різних інструментів регулювання.

4. Результати дослідження класифікації заходів ДРМПК засвідчують, що цінові заходи (впливають на обсяги МПК, здорожуючи їх), у порівнянні із адміністративніими (кількісно обмежують або забороняють приплив/відплив певних видів МПК), є більш дієвими у країнах із недостатнім рівнем розвитку фінансово-інституційного середовища, більш гнучкими і значно менше піддаються політичним маніпуляціям.

5. Аналіз фахової аналітичної літератури дав змогу виокремити досяжні і недосяжні цілі впровадження ДРМПК. За допомогою заходів ДРМПК можна змінити структуру МПК на користь довгострокових фінансових інструментів і тимчасово забезпечити більшу автономію монетарної політики країни від динаміки світового фінансового ринку. Втім, ДРМПК менш ефективно скорочує надмірний приплив/відплив капіталу та сповільнює ревальвацію/девальвацію національної валюти.

6. Трансмісійний механізм впливу збурень МПК(надмірного припливу / відпливу капіталу) на основні показники макроекономічного середовищаза різних режимів монетарної політикита валютних курсів виявляє неспроможність монетарної влади у короткостроковому періоді ефективно протистоятинаслідкам волатильних МПК без використання заходів ДРМПК.

7. Основні етапи еволюції економічних теорій МПК, що пояснюють причини та наслідки їх переміщення, були зумовлені об’єктивними умовами (поглиблення міжнародного поділу праці, зростання інтернаціоналізації виробництва, інтенсивний розвиток і впровадження новітніх технологій виробництва, концентрація і централізації фінансового капіталу, розвитку фінансового ринку та впровадженні фінансових інновацій) зростання масштабів і географії МПК, а на ставлення до ДРМПК впливали насамперед панівна ідеологія уряду, домінуюча

економічна теорія, геополітичні міркування, а також уроки з минулого, зокрема недавні економічні та фінансові кризи. Теорії, що наближаються до цілісного, всеохоплюючого пояснення міжнародного переміщення капіталу, є поодинокими. Серед них варто виділити еклектичну концепцію *OLI*-переваг фірми.

8. У методології дослідження ДРМПК доцільно використовувати макроекономічних рівень аналізу, оперуючи такими макропоказниками як обмінний курс, процентна ставка, інфляція, зростання ВВП тощо. Варто пам’ятати, що дослідження ефективності заходів регулювання ускладнює необхідність відокремлення наслідків ДРМПК від наслідків інших різновидів макроекономічної політики у відповідній країні.

Основні результати розділу опубліковані у таких наукових працях автора: [10], [11], [23], [25].

РОЗДІЛ 2
МАКРОЕКОНОМІЧНИЙ АНАЛІЗ ДЕРЖАВНОГО РЕГУЛЮВАННЯ МІЖНАРОДНИХ ФІНАНСОВИХ ПОТОКІВ У МАЛИХ ВІДКРИТИХ ЕКОНОМІКАХ

2.1. Оцінка рівня регульованості ринку капіталу у малих відкритих економіках

Дискусія, що ведеться як в урядових, так і у наукових колах, щодо доцільності та необхідності використання державного регулювання міжнародних потоків капіталу (ДРМПК), зокрема у малих відкритих економіках, засвідчує важливість подальшого ретельного емпіричного аналізу цієї проблематики. Дослідивши у першому розділі еволюцію зміни теоретичних поглядів щодо компромісу між вільним і регульованим переміщенням капіталу, у *2 розділі*, за допомогою емпіричного інструментарію, спробуємо проаналізувати зміну фактичного стану регульованості ринку капіталу в малих відкритих економіках.

Складність, із якою ми зіткнулися на цьому етапі полягала у пошуку об’єктивних співмірних показників стану регульованості міжнародних потоків капіталу (МПК). Зважаючи на комплексне розуміння змісту ДРМПК і різноманіття заходів, що можуть вживатися державою із цією метою *(підрозділ 1.1)*, дуже важко сформулювати комплексний, однак не занадто складний показник, за допомогою якого можна було б здійснити емпіричний аналіз.

Окремі науковці вирішують цю проблему за допомогою кейс-методу *(case study),* аналізуючи досвід однієї конкретної економіки, що дає змогу глибоко дослідити усі впроваджені заходи ДРМПК в межах короткого часового періоду. Однак, таким розвідкам бракує широти охоплення просторово-часових даних. Ми ж прагнули здійснити більш масштабне дослідження і застосувати методику визначення рівня регульованості МПК, що відображатиме досвід різних країн, який можна аналізувати та порівнювати. З цією метою ми вирішили застосувати просторово-динамічну модель панельних даних.

Наступна проблема полягала у тому, що ті дослідження, які мають достатню часову та/або покраїнову вибірку [85; 10], часто пропонують лише загальний коефіцієнт відкритості фінансового рахунку, без належної деталізації та декомпозиції за напрямком чи різновидами потоків капіталу.

Достатньо деталізований та дезагрегований коефіцієнт ДРМПК, побудований на основі обширної просторово-часової вибірки, запропоновано у роботі А. Фернандеза, М. Кляйна, А. Ребуччі, М. Шіндлера та М. Урібе [4], яку ми взяли за основу нашого дослідження.

Автори проаналізували наявність чи відсутність заходів ДРМПК на щорічній основі у 100 країнах протягом 1995–2013 рр. Ми продовжуємо часові рамки оригінального дослідження [79] до 2015 р. і, зважаючи на специфіку нашого аналізу, спрямованого лише на малі відкриті економіки, скорочуємо кількість країн у вибірці зі 100 до 81.

Вибір досліджуваних країн також становив певну проблему, оскільки незважаючи на те, що наукові дослідження малих економік розпочалися ще понад чотири століття тому, у науковій економічній літературі й досі немає однозначності ані щодо визначення малої відкритої економіки, ані щодо її особливих характеристик. Окремі дослідники використовують не лише різні критерії оцінки розміру економіки, але й різні їхні граничні значення. Саме тому, однозначного переліку малих економік немає. При класифікації науковці часто враховують чимало показників, а саме чисельність населення, обсяг ВВП на особу, структуру розподілу доходів та їх обсяг на особу, частку експорту/імпорту у ВВП країни тощо [170].

Часто для виміру розміру економіки використовують лише дані про чисельність населення. Одні дослідники граничною позначкою вважають населення чисельністю 1,5 млн людей [171], інші – 5 млн або й більше [87]. Однак цей підхід не зовсім вірний. Адже країна може мати численне населення, втім залишатися малим ринком, у зв’язку з високим показником бідності та незначним рівнем попиту.

Обсяг ВВП на особу, очевидно, теж не є найкращим показником виміру. У переліку малих економік, запропонованому Спільною робочою групою Секретаріату Співдружності Націй та Світового банку [171], лише у семи із 45 країн ВНП на особу становив менше аніж 760 доларів США (порогове значення для країни з низьким рівнем доходів, згідно із розробленим Світовим банком методом Атласу), і тільки 14 вважались найменш розвинутими країнами.

На думку М. Давенпорта [90], визначаючи розмір економіки, потрібно зважати на торговельні потоки, зокрема враховувати частку країни у світовому експорті. Оскільки частка малих економік у світовій торгівлі, незважаючи на їх високий рівень відкритості, зазвичай незначна. Згідно із автором, принцип *de minimis* можна застосовувати як для сукупних торговельних потоків, так і на галузевому рівні; задля врахування країн, яким, попри незначну частку у світовій торгівлі, притаманний високий рівень спеціалізації, а отже, значний обсяг виробництва певного товару.

У нашому дослідженні вважатимемо, що національна економіка є малою відкритою економікою, якщо володіє двома зазначеними характеристиками, а саме відкритістю та малим розміром водночас. Ознака відкритості полягає у обміні товарами й послугами з рештою світу, в тому числі й участі у міжнародному переміщенні капіталу. Особливістю ж малих економік є те, що, хоч вони і є суб’єктами міжнародної торгівлі та міжнародного переміщення капіталу, їх внутрішні економічні процеси не мають впливу на основні макроекономічні показники світового ринку, зокрема ринку капіталу, такі як, наприклад, процентна ставка. Саме тому, країну з малою відкритою економікою часто називають прайс-тейкер *(price-taker),* тобто така, що не має впливу на ціну, а приймає ту, що склалася на світовому ринку.

Однак, незалежно від вибору критеріїв оцінки, будь-який перелік малих відкритих економік включатиме країни, відмінні за багатьма показниками, що ускладнює подальший аналіз їх спільних характеристик. Значна різнорідність малих економік і стала причиною відсутності чіткого, усіма визнаного, їх переліку і критеріїв, що однозначно відокремлювали б їх від великих країн.

Додаткова увага дослідників до малих відкритих економік породжена насамперед переконанням про те, що внаслідок певних особливостей малі країни є найбільш вразливими і можуть значно більше постраждати у процесі глобалізації економіки. Стверджують також, що для малої економіки недоступні переваги ефекту масштабу як у виробництві, так і у сфері державного управління; що ці країни не є конкурентоспроможними на міжнародному рівні та у більшості випадків не здатні проводити політику імпортозаміщення; що вони найбільш вразливі як до стихійних лих, так і до економічних потрясінь. Водночас, малі відкриті економіки володіють багатьма перевагами у мінливому й динамічному світі. Вони можуть швидше впроваджувати зміни і пристосовуватись до нових умов, продиктованих світовою економічною системою. Більш однорідне населення спрощує і пришвидшує процес прийняття рішень. До того ж соціальні та освітні показники у багатьох малих економіках кращі ніж у великих, а зростання ВВП часто перевищує рівень великих держав [170, с. 3].

Розглядаючи переваги й недоліки малих відкритих економік, варто зазначити, що важливу роль відіграє не лише розмір економіки та ефект масштабу, а й рівень економічної інтеграції країни. У випадку закритої економіки, за наявністю ефекту масштабу, розмір країни матиме важливе значення, оскільки розмір ринку визначатиме рівень продуктивності. Якщо ж розглядати відкриту економіку, то розмір внутрішнього ринку не так важливий, оскільки його зовнішня складова може бути у кілька разів більшою.

Традиційно у макроекономічному моделюванні великими економіками вважають США та країни Єврозони, часто також – Японію, Великобританію та Китай. З огляду на це, названі економіки було вилучено з вибірки. Перелік досліджуваних країн, з розподілом за методикою Світового банку на 3 групи: з високим рівнем доходу, з рівнем доходу вище середнього, та з рівнем доходу нижче середнього і з низьким рівнем доходу, – представлено у *табл. 2.1.1*. Як видно з таблиці, вибірка містить 24 країни з високим рівнем доходу, 26 – з рівнем доходу вище середнього і 31 країну з рівнем доходу нижче середнього або з низьким рівнем доходу.

Країни також класифіковано за М. Кляйном [133] на відкриті, доступні і закриті (згідно з автором – *open, gate, wall*). Для унаочнення у *табл. 2.1.1* цей розподіл відображено затіненням комірок із назвами країн зеленим, жовтим і червоним кольором відповідно. Далі розглянемо цю класифікацію докладніше.

Таблиця 2.1.1.

Перелік досліджуваних країн з розподілом за рівнем доходу та за класифікацією М. Кляйна

З високим рівнем доходу	З рівнем доходу вище середнього	З рівнем доходу нижче середнього і з низьким рівнем доходу
Австралія	Алжир	Бангладеш
Бахрейн	Ангола	Болівія
Бруней	Аргентина	Буркіна-Фасо*
Гонконг	Болгарія	В'єтнам
Данія	Бразилія	Гана
Ізраїль	Венесуела	Гватемала
Ісландія	Грузія	Ефіопія*
Канада	Домініканська республіка	Єгипет
Катар	Еквадор	Ємен
Корея	Іран	Замбія
Кувейт	Казахстан	Індія
Нова Зеландія	Колумбія	Індонезія
Норвегія	Коста-Ріка	Кенія
ОАЕ	Ліван	Киргизька республіка
Оман	Маврикій	Кот-д'Івуар
Польща	Малайзія	М'янма
Саудівська Аравія	Мексика	Марокко
Сінгапур	Панама	Молдова
Угорщина	Парагвай	Нігерія
Уругвай	Перу	Нікарагуа
Чехія	Південно-Африканська республіка	Пакистан
Чилі	Росія	Сальвадор
Швейцарія	Румунія	Свазіленд
Швеція	Таїланд	Танзанія*
	Туреччина	Того*
	Ямайка	Туніс
		Уганда*
		Узбекистан
		Україна
		Філіппіни
		Шрі-Ланка
23/43/15 (23/43/15)		
11/13/0 (11/13/0)	6/17/3 (4/17/4)	6/13/12 (8/13/11)

Джерело: складено автором на основі [79; 133].

До відкритих (закритих) країн належать ті, що регулюють, в середньому, менш ніж 15 % (більш ніж 70 %) потоків капіталу впродовж періоду вибірки і обмежують менш ніж 25 % (більш ніж 60 %) досліджуваних операцій протягом одного року. До групи доступних країн входять усі ті, що не увійшли до перших двох груп.

Отже, відкриті країни, яких у вибірці налічується 23, включаючи 11 із 24 країн з високим рівнем доходу, практично не використовують ДРМПК для жодного з досліджуваних видів потоків капіталу протягом усього періоду вибірки; закриті ж 15 країн, у тому числі 12 із 31 країни з рівнем доходу нижче середнього і з низьким рівнем доходу, – обмежують операції з усіма або більшістю видів фінансових потоків; а у доступних економіках, яких загалом є 43, регулювання має епізодичний характер.

Статистичною основою нашого дослідження є дані про наявність чи відсутність ДРМПК, подані у «Щорічних звітах МВФ щодо режимів валютних курсів та валютних обмежень *(Annual Reports on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions (AREAER))*» [165; 166] за кожною з країн вибірки впродовж досліджуваного періоду.

Вибір часового періоду вибірки зумовлений, з одного боку, наявністю даних станом на час написання дослідження, а з іншого – суттєвими змінами, що відбулися в укладанні «звітів *AREAER*» у 1996 р. У звіті за 1996 р. (що містить дані щодо ДРМПК впродовж 1995 р.) інформацію було вперше подано більш розгорнуто, шляхом розмежування регулювання припливу і відпливу, та більш деталізованого поділу на види потоків капіталу.

Таким чином, наша база даних містить інформацію про ДРМПК у 81 країні впродовж 1995–2015 рр. Широкий спектр досліджуваних країн і охоплення тривалого часового періоду роблять цю базу даних особливо актуальним ресурсом для подальших досліджень.

Далі подамо докладний опис використаної нами методології. Для побудови коефіцієнтів ДРМПК ми аналізуємо *de jure* інформацію, подану в «звітах *AREAER*», присвоюючи значення 1 і 0 трансакціям з обмеженнями і без обмежень

відповідно. Дані цих звітів доволі часто використовують для проведення міжкраїнового / міжчасового порівняльного аналізу ДРМПК [85; 120; 162].

Відмінною та важливою характеристикою нашого дослідження є й те, що коефіцієнти ДРМПК дезагреговані як за напрямом МПК, так і за видами фінансових активів, а саме: пайовий капітал; борговий капітал; інструменти грошового ринку; колективні інвестиції; деривативи; комерційні кредити; фінансові кредити; гарантії та поруки; прямі іноземні інвестиції; та нерухомість.

Описана методологія дає змогу більш детально проаналізувати зміни у використанні малими відкритими економіками заходів ДРМПК протягом різних часових періодів; у різних країнах чи частинах світу; одночасні зміни у регулюванні припливу чи відпливу капіталу, або ж кількох видів фінансових активів водночас; а також сформувати агреговані коефіцієнти регульованості, орієнтовані на специфіку обраного дослідження.

Для кращого розуміння особливостей побудови коефіцієнтів ДРМПК, подамо не лише перелік, а й визначення та опис усіх досліджуваних видів потоків капіталу, що взяті безпосередньо із «звітів *AREAER*»[167].

1. Акції та інші пайові цінні папери *(equity).* Сюди належать операції з акціями та іншими цінними паперами, що надають власникам право участі у прибутку емітента; якщо вони не здійснюються з метою отримання тривалого економічного інтересу в управлінні відповідним підприємством, що вважається прямим іноземним інвестуванням.

2. До боргових цінних паперів належать облігації, ноти та боргові розписки із первинним строком погашення більше одного року.

3. Інструменти грошового ринку –короткострокові цінні папери з первинним строком погашення не більше одного року, а саме депозитні сертифікати та переказні векселі. До цього виду також належать казначейські зобов’язання та інші короткострокові державні цінні папери, банківські акцепти, комерційні папери, міжбанківські депозити та операції «репо»*(repurchase agreement).*

4. До колективних інвестиційних цінних паперів належать сертифікати акцій *(share certificates)*, записи в реєстрах або ж інші свідчення про інтерес інвестора у

діяльності певного інституту спільного інвестування, наприклад, фонду взаємних інвестицій *(mutual fund),* пайового фонду *(unit trust)* чи інвестиційного трасту *(investment trust).*

5. Деривативи та інші фінансові інструменти включають операції з іншими обіговими інструментами та незабезпечені вимоги, що не входять до вже перелічених видів МПК; а саме операції з правами *(rights)*; варантами; опціонами і ф'ючерсами; операції вторинного ринку з іншими фінансовими вимогами (включаючи суверенні позики, іпотечні позики, комерційні кредити, оборотні інструменти, первинно емітовані у вигляді позик, дебіторської заборгованості та дисконтованих торговельних векселів); форвардні операції (у тому числі в іноземній валюті); свопи облігацій та інших боргових цінних паперів, кредитів та позик, а також інші свопи (процентної ставки, іноземної валюти, обміну боргових зобов’язань на акції та навпаки та свопи будь-якого іншого з перелічених інструментів). Сюди враховують також регулювання операцій в іноземній валюті без будь-якої іншої базової транзакції (спотова або форвардна торгівля на валютних ринках, операції з форвардним покриттям тощо).

6. Комерційний кредит обслуговує операції, безпосередньо пов'язані з міжнародними торговельними потоками або наданням міжнародних послуг.

7. До фінансових кредитів належать усі інші кредити, що не ввійшли до комерційних. Вони можуть надаватися усіма резидентами, включаючи банки, нерезидентам чи навпаки.

8. Гарантії та поруки, надані резидентами нерезидентам і навпаки. Сюди входять також, заставлені для сплати або виконання контракту, цінні папери (наприклад, варанти, гарантії виконання зобов'язань *(performance bond)* та резервні акредитиви), а також інструменти фінансової підтримки *(financial backup facilities)*, тобто кредитні ресурси, що слугують гарантією незалежних фінансових операцій.

9. Прямі іноземні інвестиції – це інвестиції з метою встановлення довготривалих економічних зв'язків як за кордоном резидентами, так і нерезидентами в межах країни. Метою цих інвестицій є насамперед виробництво

товарів та послуг, а також участь інвесторів в управлінні підприємством. Сюди належить створення або розширення підприємства, що знаходиться у повній власності, дочірнього підприємства або філії; та придбання повного або часткового права власності на нове або існуюче підприємство, що призводить до ефективного впливу на його діяльність. Ліквідація ПІІ стосується трансферу основної суми від ліквідації ПІІ, включаючи початковий капітал та його приріст.

10. Операції з нерухомістю включають придбання нерухомості, не пов'язаної з ПІІ, наприклад, інвестиції у нерухомість виключно фінансового характеру або придбання нерухомості для особистого користування.

Кожен із описаних видів МПК розділено на кілька підвидів, залежно від резиденції покупця чи продавця і від різновиду операції, що здійснюються з активами відповідноговиду (купівля, продаж, емісія).

Для п’яти видів фінансових активів, а саме інструменти грошового ринку *(money market – mm)*, пайовий *(equity – eq)* та борговий *(bonds – bo)* капітал, колективні інвестиції *(collective investment – ci)* та похідні фінансові інструменти *(derivatives – de)*, виділено чотири підвиди. Два з них стосуються регулювання припливу капіталу (*purchase locally by nonresidents* – купівля нерезидентами в межах країни і *sale or issue abroad by residents* – продаж або емісія резидентами за кордоном), інші два – регулювання відпливу (*purchase abroad by residents* – купівля резидентами за кордоном і *sale or issue locally by nonresidents* – продаж або емісія нерезидентами в межах країни). Нерухомість *(real estate – re)* включає один підвид регулювання припливу капіталу (*purchase locally by nonresidents* – купівля нерезидентами в межах країни) і два підвиди регулювання відпливу (*purchase abroad by residents* – купівля резидентами за кордоном і *sale locally by nonresidents* – продаж нерезидентами в межах країни). Три наступні види МПК (комерційні кредити *(commercial credit – cc)*, фінансові кредити *(financial credit – fc)*, гарантії і поруки *(guarantees and sureties – gs)*) розділені за ознакою напрямку руху потоків капіталу лише на два підвиди, а саме *to residents from nonresidents* (резидентам від нерезидентів) і *by residents to nonresidents* (нерезидентам від резидентів) для припливу і відпливу капіталу відповідно. Для ПІІ *(foreign direct*

investment – di) до підвидів приплив (*dii*) і відплив (*dio*) додається підвид ліквідація ПІІ (*ldi*), у межах якого фіксується інформація про регулювання припливу і відпливу фінансових ресурсів від ліквідації ПІІ за кордоном чи в межах країни. Отже, у найбільш дезагрегованому вигляді, наша база даних надає інформацію про регулювання 32 видів операцій з капіталом, що відображено у *табл. 2.1.2*.

Таблиця 2.1.2.

Види досліджуваних потоків капіталу та перелік операцій з ними

Пайовий капітал *eq*	Приплив: • купівля нерезидентами в межах країни *plbn* • продаж або емісія резидентами за кордоном *siar* Відплив: • купівля резидентами за кордоном *pabr* • продаж або емісія нерезидентами в межах країни *siln*
Борговий капітал *bo*	
Інструменти грошового ринку *mm*	
Колективні інвестиції *ci*	
Деривативи *de*	
Комерційні кредити *cc*	Приплив Відплив
Фінансові кредити *fc*	
Гарантії та поруки *gs*	
Прямі іноземні інвестиції *di*	Приплив ПІІ Відплив ПІІ Ліквідація ПІІ
Нерухомість *re*	Приплив: • купівля нерезидентами в межах країни *plbn* Відплив: • купівля резидентами за кордоном *pabr* • продаж нерезидентами в межах країни *slbn*

Джерело: [79].

Загальні правила і критерії, якими ми керуємося при кодуванні досліджуваної інформації, тобто перетворенні описової інформації із «звітів *AREAER*» у панельні дані подано у *додатку Б*.

Первинний аналіз «звітів *AREAER*» дав нам змогу отримати великий масив інформації (за 32 підвидами активів), що може бути незручним для використання у подальших дослідженнях. Для зручності інтерпретації отриманих результатів та їх подальшого застосування ми використали метод агрегування. Спочатку ми здійснили базове агрегування, за допомогою якого розрахували коефіцієнти припливу і відпливу для кожного із 10 досліджуваних видів МПК. Очевидно, що для комерційних кредитів, фінансових кредитів, гарантій і порук будь-які зміни

відсутні, оскільки ці види МПК поділені лише на два підвиди саме за ознакою напрямку руху (приплив – *cci, fci, gsi*, відплив – *cco, fco, gso*). Теж саме стосується ПІІ, для яких ми не застосовували агрегування, а залишили три вихідних види – *dii, dio, ldi*. Таким чином, коефіцієнти регульованості припливу і відпливу для цих чотирьох видів МПК, згідно із правилами кодування, матимуть значення 0 або 1.

У випадку із нерухомістю коефіцієнту регулювання припливу капіталу відповідатиме значення підвиду*re_plbn*, а відпливу – середнє арифметичне значення підвидів*re_pabr* і *re_slbn*. Така ж схема агрегування (знаходження середнього арифметичного значення) використовувалась і для п'яти інших видій МПК (*eq, bo, mm, ci, de*), кожен з яких має два підвиди регулювання припливу (*plbn* і *siar*) і два підвиди регулювання відпливу (*pabr* і *siln*) капіталу. Отже, кожен із 11 агрегованих коефіцієнтів *(mmi, mmo, boi, boo, eqi, eqo, cii, cio, dei, deo* та *reo)* може набувати значення 0, ½ або 1. Значення 1 слід розуміти як свідчення більш інтенсивного, аніж при значенні ½, використання заходів ДРМПК*(дод. В)*.

На *рис. 2.1.1* зображено, обчислену із використанням базового агрегування, відсоткову частку спостережень, що засвідчують наявність ДРМПК, з розподілом за видами і напрямком потоків. Регулюванням, у цьому випадку, вважаємо будь-яке значення коефіцієнтів відмінне від 0, тобто ½ або 1. Таким чином, інтенсивність регулювання не враховується.

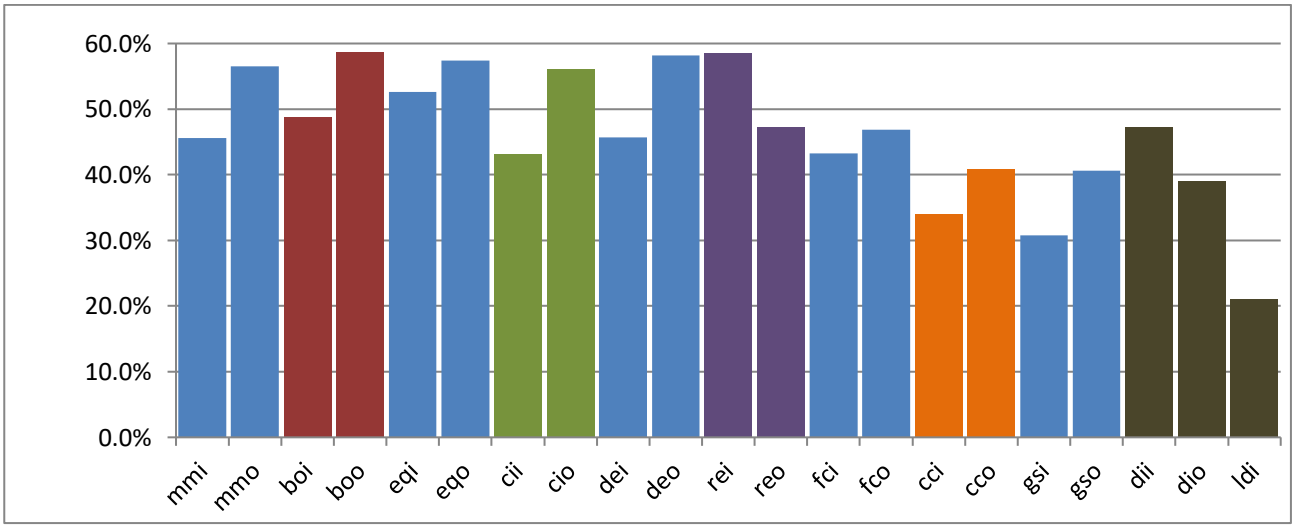


Рис.2.1.1. *Частка регульованих потоків капіталу з розподілом за видами та напрямком потоків у країнах вибірки, у %, 1995–2015 рр.*

Джерело: складено автором.

Частка регульованих потоків капіталу варіює від 21 % спостережень (ліквідація ПІІ) до близько 60 % (приплив нерухомості і відплив інструментів грошового ринку, пайового капіталу, боргового капіталу, колективних інвестиційі деривативів). Помітно також, що серед усіх видів МПК, окрім нерухомості та ПІІ, більш поширеним є регулювання відпливу аніж припливу капіталу.

Більш ґрунтовний аналіз регулювання за видами / напрямком МПК представлено у *табл. 2.1.3*.

Таблиця 2.1.3.

Рівень регульованості потоків капіталу за видами, виміряний у кількості спостережень, країни вибірки, 1995–2015 рр.

	0	0,5	1	Разом	%		0	1	Разом	%
mmi	924	353	422	1699	46	fci	972	740	1712	43
mmo	737	325	633	1695	57	fco	907	799	1706	49
boi	786	393	357	1536	49	cci	1125	580	1705	34
boo	633	321	577	1531	59	cco	999	690	1689	41
eqi	807	465	431	1703	53	gsi	1162	516	1678	31
eqo	728	346	633	1707	57	gso	998	683	1681	41
cii	947	368	352	1667	43	dii	909	813	1722	47
cio	741	323	625	1689	56	dio	1030	661	1691	39
dei	849	238	475	1562	46	ldi	1344	358	1702	21
deo	671	312	620	1603	58	rei	698	984	1682	59
reo	891	389	408	1688	47	Разом	18858	16190	35048	46

Джерело: складено автором.

У лівій частині таблиці подано кількість випадків наявності чи відсутності регулювання припливу чи відпливу капіталу для тих 11 видів МПК, які, окрім поділу за напрямком руху, розподілено на додаткові підвиди за операціями. Таким чином, значення коефіцієнтів регульованості припливу чи відпливу для цих видів МПК можуть дорівнювати 0, ½ або 1, і обчислюються за допомогою середнього арифметичного. Права частина таблиці містить кількість спостережень для 10 видів МПК, розділених лише за напрямком. Очевидно, що значення коефіцієнтів регульованості припливу чи відпливу капіталу для видів МПК із правої частини таблиці дорівнюватиме 0 або 1, адже для них не застосовувано жодного агрегування. Останній рядок таблиці показує, що загалом регулювання використовувалось у 46 % спостережень. Аналіз лівого стовпця

свідчить, що для цих видів МПК значення 1 трапляється частіше аніж ½, а саме у 31 % випадків на противагу 21 %.

Окрім відмінностей у поширенні регулювання залежно від виду / напрямку МПК, ми також визначили кореляцію між регулюванням різних видів МПК, що дає змогу вирішити низку практичних завдань. Наприклад, допомогти урядовцям у виборі комбінації видів та напрямків регулювання, а також оцінити здатність цих комбінацій посилити загальну ефективність обраної стратегії ДРМПК.

Кореляцію між 10 досліджуваними видами МПК для усіх країн вибіркової сукупності впродовж 1995–2015 рр. наведено у *табл. 2.1.4*. Коефіцієнти кореляції, що розташовані по головній діагоналі таблиці (виділені жирним шрифтом), вимірюють щільність зв'язку між припливом і відпливом для кожного досліджуваноговидуМПК. Наприклад, кореляція між припливом і відпливом інструментів грошового ринку становить 0,76, а пайового капіталу – 0,71. Комірки правого верхнього (нижнього лівого) трикутника таблиці містять коефіцієнти кореляції між різними видами припливу (відпливу) МПК. Наприклад, кореляція між припливомпайового капіталу та колективних інвестицій становить 0,68, а відпливомгарантій та порукі комерційних кредитів– 0,70.

Таблиця 2.1.4.

Кореляція між регулюванням досліджуваних видів МПК для усіх країн вибіркової сукупності, 1995–2015 рр.

	mm	bo	eq	ci	de	re	fc	cc	gs	di
mm	**0,76**	0,75	0,67	0,77	0,71	0,20	0,56	0,40	0,44	0,36
bo	0,84	**0,71**	0,69	0,64	0,64	0,20	0,51	0,32	0,44	0,35
eq	0,83	0,88	**0,69**	0,68	0,57	0,40	0,49	0,35	0,46	0,52
ci	0,88	0,84	0,85	**0,73**	0,68	0,19	0,59	0,47	0,54	0,45
de	0,84	0,81	0,80	0,81	**0,84**	0,11	0,55	0,35	0,45	0,25
re	0,69	0,64	0,66	0,69	0,66	**0,27**	0,13	0,16	0,17	0,31
fc	0,69	0,64	0,67	0,68	0,68	0,62	**0,60**	0,63	0,59	0,30
cc	0,62	0,53	0,57	0,57	0,61	0,55	0,70	**0,53**	0,47	0,29
gs	0,62	0,55	0,60	0,60	0,64	0,61	0,75	0,70	**0,59**	0,21
di	0,71	0,66	0,70	0,72	0,69	0,69	0,68	0,60	0,65	**0,30**

Джерело: складено автором.

Усі 100 комірок таблиці затінені певним кольором, залежно від значення коефіцієнта кореляції. Червоні комірки відповідають значенню від 0,80 до 1,00;

зелені – від 0,60 до 0,79; блакитні – від 0,40 до 0,59; жовті – від 0,20 до 0,39; і незатінені – меншому ніж 0,20. Кореляція – відсутня, якщо варіація коефіцієнта дорівнює нулю; однак на практиці таких випадків небагато. Нульова варіація була б більш поширеною, у випадку обчислення спершу кореляції для кожної країни окремо, тобто встановлення співвідношення між *x (i, t)* та *y (i, t)*, де *i* відповідає певній країні, *t* –конкретному року, а відтак обчислення загальної кореляції, шляхом знаходження середнього значення для усіх країн.

Як видно з таблиці, кореляція між регулюванням припливу і відпливу капіталу досить висока для більшості досліджуваних видів МПК. Найвищу кореляцію спостерігаємо для деривативів (84%), найнижчу – для ПІІ (30%) та нерухомості (27%). Отриманий результат підтверджує результат дослідження А. Фернандеза [101], яке засвідчує позитивну кореляцію між циклічними компонентами регулювання припливу і відпливу капіталу. Такий результат свідчить про те, що заходи ДРМПК у більшості досліджуваних випадків не є контрциклічними, тобто не використовуються як стабілізаційний інструмент контрциклічного регулювання. Адже, у протилежному випадку, ми б отримали негативну кореляцію між коефіцієнтами припливу і відпливу різнихвидівМПК, оскільки впродовж періодів зростання посилювалося б регулювання припливу капіталу, а відпливу – послаблювалося б; і навпаки упродовж періодів спаду.

Якщо говорити про кореляцію між різними видами потоків, то найбільше значення коефіцієнта кореляції, як для припливу, так і для відпливу капіталу, спостерігаємо серед таких видівМПК як інструментигрошового ринку, борговий капітал, пайовий капітал, колективні інвестиції та деривативи. Найнижчі значення кореляції – між нерухомістюта дев’ятьма іншими видами припливу капіталу. Таким чином, між видами відпливу спостерігається сильніша кореляція, аніж між видами припливу капіталу.

Значний вплив на високі значення коефіцієнтів кореляції можуть мати відкриті і закриті країни (класифікація М. Кляйна). Щоб перевірити цю гіпотезу, наведемо у *табл. 2.1.5* коефіцієнти кореляції окремо для доступних країн (верхня частина таблиці) і для відкритих та закритих країн (нижня частина таблиці).

Таблиця 2.1.5.

Кореляція між регулюванням досліджуваних видів МПК для груп країн за класифікацією М. Кляйна, 1995–2015 рр.

Доступні країни										
	mm	bo	eq	ci	de	re	fc	cc	gs	di
mm	**0,67**	0,68	0,54	0,65	0,67	0,00	0,45	0,26	0,26	0,28
bo	0,73	**0,55**	0,55	0,45	0,55	0,02	0,29	0,09	0,25	0,21
eq	0,67	0,82	**0,53**	0,48	0,42	0,24	0,28	0,08	0,22	0,44
ci	0,78	0,76	0,69	**0,56**	0,55	-0,05	0,45	0,31	0,36	0,39
de	0,76	0,71	0,63	0,69	**0,76**	-0,09	0,41	0,10	0,19	0,18
re	0,57	0,45	0,45	0,53	0,53	**0,04**	-0,06	-0,11	0,00	0,29
fc	0,51	0,45	0,42	0,46	0,52	0,43	**0,47**	0,57	0,43	0,24
cc	0,35	0,22	0,21	0,21	0,34	0,31	0,57	**0,41**	0,33	0,23
gs	0,38	0,28	0,29	0,29	0,44	0,39	0,65	0,57	**0,44**	0,16
di	0,50	0,47	0,47	0,52	0,49	0,54	0,51	0,33	0,45	**0,18**
Відкриті та закриті країни										
	mm	bo	eq	ci	de	re	fc	cc	gs	di
mm	**0,84**	0,82	0,81	0,90	0,75	0,40	0,67	0,55	0,67	0,43
bo	0,91	**0,85**	0,82	0,85	0,75	0,39	0,76	0,59	0,69	0,49
eq	0,94	0,92	**0,84**	0,87	0,74	0,55	0,73	0,65	0,72	0,61
ci	0,96	0,90	0,97	**0,89**	0,82	0,44	0,74	0,63	0,74	0,51
de	0,91	0,89	0,93	0,92	**0,93**	0,31	0,71	0,62	0,70	0,33
re	0,83	0,82	0,85	0,84	0,81	**0,50**	0,33	0,45	0,36	0,31
fc	0,87	0,81	0,89	0,88	0,83	0,82	**0,75**	0,71	0,78	0,36
cc	0,87	0,82	0,90	0,90	0,88	0,81	0,84	**0,67**	0,66	0,36
gs	0,85	0,79	0,88	0,88	0,85	0,84	0,86	0,84	**0,77**	0,31
di	0,93	0,86	0,92	0,91	0,90	0,84	0,85	0,90	0,85	**0,42**

Джерело: складено автором.

Як і очікувалось, для доступних країн кореляційний зв'язок слабший ніж для інших 2 груп. Лише в одному випадку він становить понад 80 % (червона комірка), і у 43 випадках – менше 40 % (жовті та незатінені комірки). На противагу, для відкритих і закритих країн усі, окрім одного, значення коефіцієнтів кореляції між регулюваннямрізних видів відпливу капіталу перевищують 0,8, а для видів припливу – більшість коефіцієнтів перевищує значення 0,6 (окрім кореляції нерухомості та ПІІ з іншими видами МПК).

Результати, отримані нами для підмножини доступних країн, більш точно відображають способи поєднання урядами видів МПК для здійснення їх тимчасового регулювання. Для цієї підмножини найсильніший кореляційний зв'язок спостерігаємо між інструментами грошового ринку, борговим капіталом, пайовим капіталом, колективними інвестиціями та деривативами у випадку

регулювання відпливу капіталу, а найслабший – між комерційними кредитами, нерухомістю та іншими видами припливу капіталу. Далі ми керуємося результатами проведеного кореляційного аналізу для формування декількох додаткових агрегованих коефіцієнтів ДРМПК.

Наведені у *табл. 2.1.4 і 2.1.5*, коефіцієнти кореляції побудовані з використанням базового агрегування, механізм здійснення якого описувався раніше. Втім у багатьох випадках виникає необхідність у більш агрегованих коефіцієнтах, наприклад, для вивчення інтенсивності застосування ДРМПК. Відстежуючи зніми регулювання різних видів, напрямків МПК, та періодів регулювання, агреговані коефіцієнти відображають відмінності в інтенсивності ДРМПК між країнами. Доказом цього є дослідження А. Фернандеза [101], згідно із яким агрегований коефіцієнт регулювання припливу капіталу чітко відображає динаміку зміни фактичних податкових ставок на приплив капіталу в Бразилії наприкінці 2000-х рр. Далі сформулюємо декілька агрегованих коефіцієнтів та використаємо їх для виявлення певних характеристик нашої бази даних.

Насамперед обчислимо для кожної країни два загальних коефіцієнта регульованості, для припливу і для відпливу капіталу. Перший – як щорічне середнє арифметичне значення для 10 видів припливу капіталу *(форм. 2.1.1)*, другий – відпливу *(форм. 2.1.2)*.

$$KC_{i,t}^{INFLOW} = \frac{1}{10}\sum_{j=1}^{10} XX_{i,j,t}^{INFLOW}, \qquad (2.1.1)$$

$$KC_{i,t}^{OUTFLOW} = \frac{1}{10}\sum_{j=1}^{10} XX_{i,j,t}^{OUTFLOW}, \qquad (2.1.2)$$

де $KC^{INFLOW}_{i,t}$– загальний коефіцієнт регульованості припливу капіталу для *i*-ої країни у році *t*;

$KC^{OUTFLOW}_{i,t}$ – загальний коефіцієнт регульованості відпливу капіталу для *i*-ої країни у році *t*;

$XX^{INFLOW}_{i,j,t}$репрезентує регулювання припливу *j*-оговиду капіталу для*i*-ої країни у році *t*;

$XX^{OUTFLOW}_{i,j,t}$ репрезентує регулювання відпливу *j*-ого виду капіталу для *i*-ої країни у році *t*.

За допомогою загального коефіцієнта регульованості зручно відслідковувати часову динаміку регулювання впродовж певного періоду часу, оскільки графік для 32 дезагрегованих видів МПК буде надто заплутаним. Ми не ставимо за мету дослідження часової еволюції регулювання МПК окремо для 81 країни, а використовуємо, наведений у *табл. 2.1.1*, розподіл на групи за рівнем доходу. Часові зміни регулювання припливу і відпливу капіталу для чотирьох зазначених груп країн зображено на *рис. 2.1.2* і *2.1.3* відповідно.

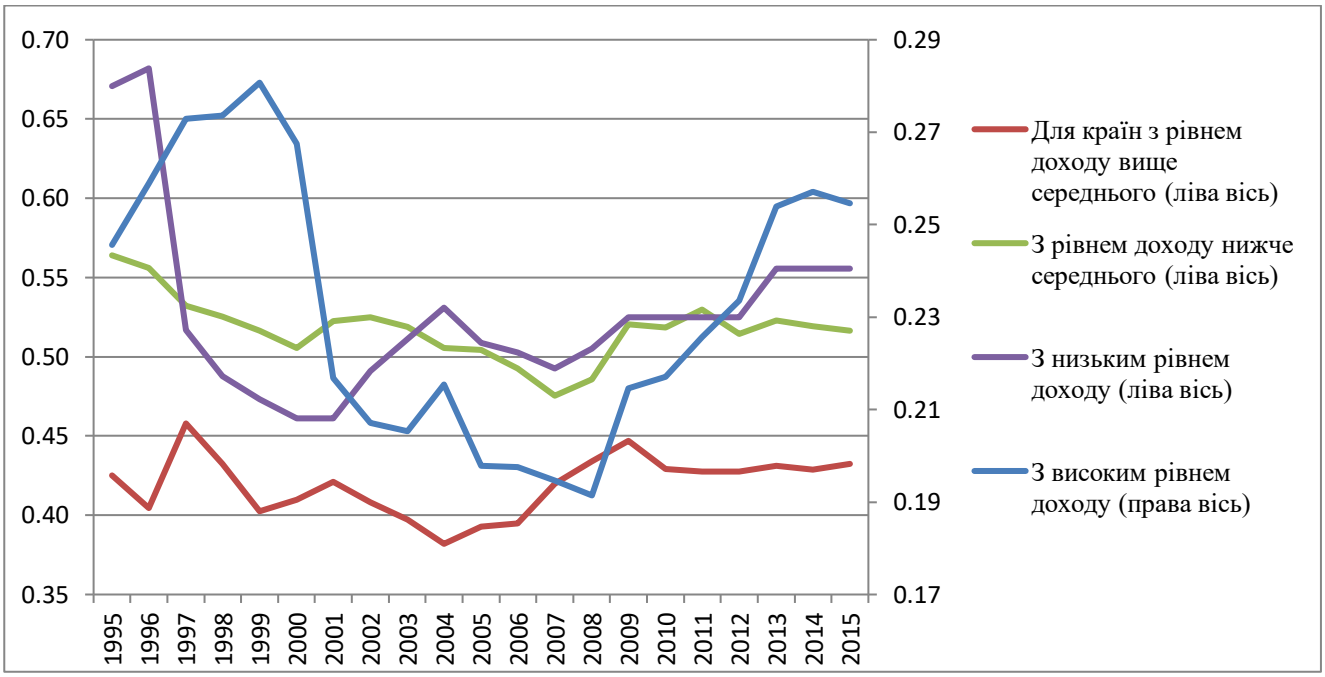


Рис. 2.1.2. *Динаміка середнього коефіцієнта регульованості припливу капіталу для чотирьох груп країн, класифікованих за рівнем доходів, 1995–2015 рр.*

Джерело: складено автором.

Із *рис. 2.1.2* і *2.1.3* видно, що агреговані коефіцієнти регульованості припливу і відпливу капіталу загалом обернено співвідносяться з рівнем доходів у країні. Зокрема права вісь кожного із цих рисунків, із медіанами – 0,23 і 0,20 відповідно, стосується групи країн з високим рівнем доходу, тоді як середні значення лівих осей, що відносяться до інших трьох груп країн, становлять

приблизно 0,52 для припливу і 0,55 для відпливу капіталу. Така різниця не випадкова, враховуючи велику частку країн із високим рівнем доходів, що класифікуються як відкриті, і відносно більшу частку країн у групах із середнім і низьким рівнем доходів, що належать до доступних або закритих (за класифікацією Кляйна). Наш результат узгоджується із висновками А. Фернандеза, який також виявив зворотний зв'язок між ДРМПК та рівнем доходу країни, однак для більш вузької вибірки за роками, країнами та активами.

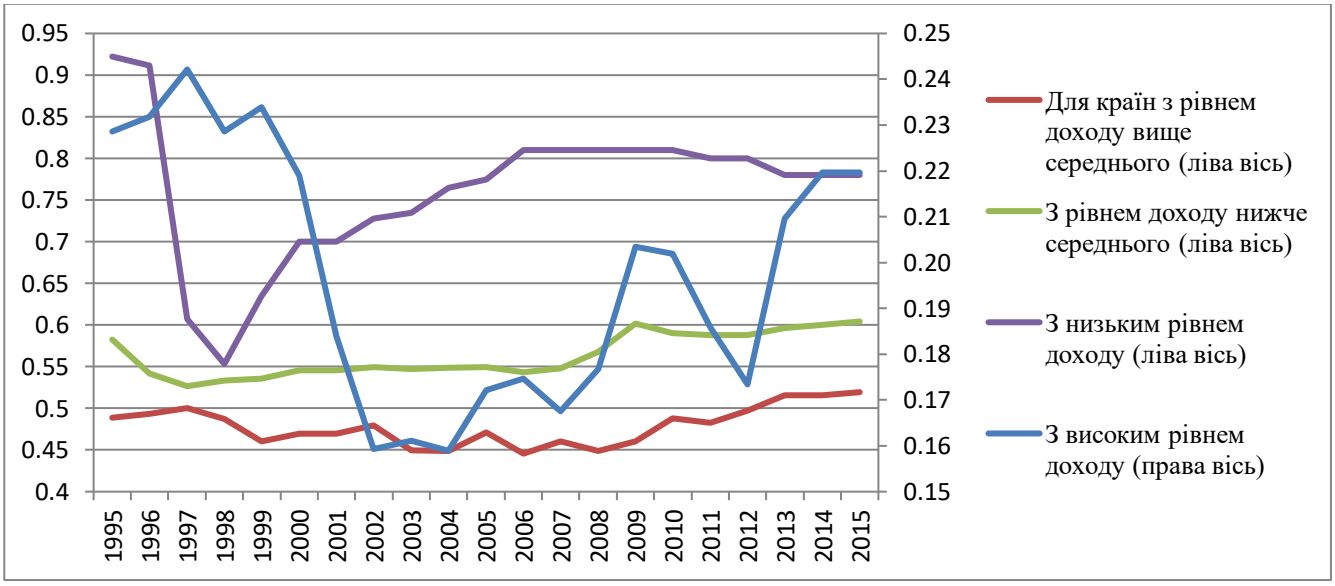


Рис. 2.1.3. *Динаміка середнього коефіцієнта регульованості відпливу капіталу для чотирьох груп країн, класифікованих за рівнем доходів, 1995–2015 рр.*

Джерело: складено автором.

Ще одна відмінність між групами країн за рівнем доходів полягає у зміні загальних коефіцієнтів регульованості з плином часу. Для країн із високим рівнем доходу значення коефіцієнта регульованості припливу капіталу, – що у 1999 р. зросло до 0,28, – досягло свого мінімуму в 2008 р. (0,19) і почало знову зростати у наступні роки. Регулювання відпливу капітулу у цій групі країн найбільш інтенсивне у 1997 р. (0,24); для 2002–2007 рр. (0,16) і 2012 р. (0,17) характерний найнижчий рівень регулювання і різке його посилення після 2012 р. Значні коливання значень коефіцієнтів спостерігаємо для країн з низьким рівнем доходу, для яких характерне помітне усунення регулювання впродовж перших років вибірки і його подальше посилення, особливо щодо регулювання відпливу

капіталу. У двох інших групах країн спостерігаємо меншу варіацію загальних коефіцієнтів ДРМПК; а загалом їх значення нижчі ніж у групі країн з низьким рівнем доходів; і більш ніж удвічі вищі ніж для країн з високим рівнем доходу.

Простежимо детальніше відмінності у регулюванні припливу і відпливу капіталу, що помітні з аналізу загальних агрегованих коефіцієнтів ДРМПК (*рис. 2.1.2 і 2.1.3)*, обчисливши коефіцієнти регулювання припливу і відпливу, KC^{INFLOW}_iта $KC^{OUTFLOW}_i$ відповідно, для кожної країни окремо. З цією метою для кожної країни знайдемо середнє значення за роками загального коефіцієнта регульованості припливу чи відпливу капіталу відповідно*(форм. 2.1.3* і *2.1.4).*

$$KC_i^{INFLOW} = \frac{1}{19}\sum_{t=1995}^{2015}\sum_{j=1}^{10} XX_{i,j,t}^{INFLOW}, \quad (2.1.3)$$

$$KC_i^{OUTFLOW} = \frac{1}{19}\sum_{t=1995}^{2015}\sum_{j=1}^{10} XX_{i,j,t}^{OUTFLOW}, \quad (2.1.4)$$

де KC^{INFLOW}_i– коефіцієнт регульованості припливу капіталу для *i*-ої країни впродовж усього часового періоду вибірки;

$KC^{OUTFLOW}_i$ – загальний коефіцієнт регульованості відпливу капіталу для *i*-ої країни впродовж усього часового періоду вибірки;

$XX^{INFLOW}_{i,j,t}$репрезентує регулювання припливу *j*-оговиду капіталу для*i*-ої країни у році *t*;

$XX^{OUTFLOW}_{i,j,t}$ репрезентує регулювання відпливу *j*-ого виду капіталу для *i*-ої країни у році *t*.

На *рис. 2.1.4* зображено графік розсіювання описаних коефіцієнтів для 24 країн із високим рівнем доходів (зліва) і 57 країн із середнім та низьким рівнем доходів (справа). Варто зауважити, що, якщо у країнах з середнім і низьким рівнем доходів жорсткіше регулювання застосовується до відпливу капіталу, що узгоджується з *табл. 2.1.3* та *рис. 2.1.1*, то для країн з високим рівнем доходів ця різниця не є настільки очевидною. З *рис. 2.1.4* також видно, що між коефіцієнтами регульованості припливу і відпливу капіталу для кожної окремої країни існує

міцний кореляційний зв'язок. Кореляційний коефіцієнт становить близько 0,8 як для одної, так і для іншої групи країн.

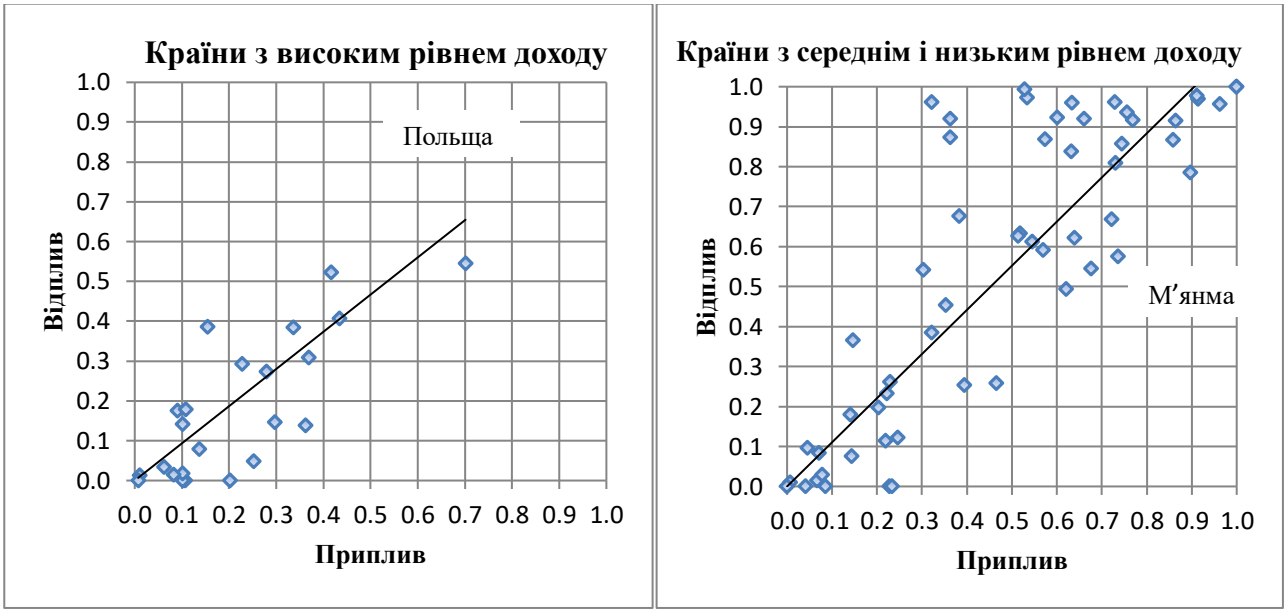


Рис. 2.1.4. *Розсіювання середніх коефіцієнтів регулювання припливу і відпливу капіталу для кожної з країн із високим (зліва), середнім і низьким (справа) рівнем доходу, 1995–2015 рр.*
Джерело: складено автором.

Таким чином, для побудови *рис. 2.1.2; 2.1.3* та *2.1.4* нами буловикористано коефіцієнти регульованості агреговані за групами країн, або за роками відповідно. Втім у деяких випадках може виникнути необхідність скористатися перевагами поділу нашої бази даних за видами активів. Наприклад, М. Кляйн і Дж. Шамбо у своєму аналізі [134] використовують два показники, один з яких включає лише інструменти грошового ринку та борговий капітал, інший, окрім названих, – ще 3 види МПК: пайовий капітал, колективні інвестиції та фінансові кредити.

Загалом здійснюючи агрегування будь-яких показників варто зважати на те, щоб об'єднання двох несумісних рядів даних не маскувало важливих результатів аналізу. Агрегований коефіцієнт буде більш репрезентативним, якщо його складові будуть більш тісно корелювати між собою.

Наприклад, середній коефіцієнт регульованості припливу і відпливу деривативів є більш репрезентативним щодо двох його складових частин, аніж відповідний коефіцієнт для нерухомості, оскільки кореляційний коефіцієнт для першого виду МПК становить 0,84, водночас для останнього – 0,27. Аналогічно,

коефіцієнт регульованості відпливу капіталу для таких видів МПК як інструменти грошового ринку, борговий, пайовий капітал та колективні інвестиції буде відносно добре відображати особливості регулювання кожного із них, оскільки усі шість попарних кореляцій між ними перевищують 80 %. Тоді як включення комерційних кредитів призведе до зниження репрезентативності, оскільки кореляція цього виду МПК з чотирма попередніми варіює від 53 % до 62 %.

Отже, для визначення доцільності включення виду МПК до складу агрегованого показника ДРМПК, розпочнемо з перевірки міцності кореляційного зв’язку між коефіцієнтом регулювання припливу і відпливу капіталу для одного виду фінансових активів і відповідним агрегованим коефіцієнтом для дев'яти інших видів. З *табл. 2.1.6* видно, що найбільш щільний кореляційний зв'язок із агрегованим коефіцієнтом дев'яти видів МПК спостерігаємо для інструментів грошового ринку, колективних інвестицій, боргового та пайового капіталу; для решти видів характерна слабша кореляція.

Таблиця 2.1.6.

Кореляція між агрегованим коефіцієнтом регулювання 9 досліджуваних видів МПК та вилученим видом, усі країни, 1995–2015 рр.

Вилученийвид МПК	mm	bo	eq	fc	ci	de	re	cc	gs	di
r	0,87	0,84	0,86	0,82	0,88	0,82	0,60	0,67	0,77	0,74

Джерело: складено автором.

Далі сформуємо ряд агрегованих коефіцієнтів регульованості, обчислених як середнє арифметичне регулювання припливу і відпливу капіталу для різної кількості видів МПК*(форм. 2.1.5;2.1.6; 2.1.7; 2.1.8)*. Найширший із них – $KC10_{i,t}$, що є середнім арифметичним обчислених раніше коефіцієнтів$KC^{INFLOW}{}_{i,t}$та $KC^{OUTFLOW}{}_{i,t}$,включає усі десять видів досліджуваних фінансових активів.

$$KC10_{i,t} = \frac{1}{20}\sum_{j=1}^{10} XX_{i,j,t}^{INFLOW} + \frac{1}{20}\sum_{j=1}^{10} XX_{i,j,t}^{OUTFLOW} \ , \qquad (2.1.5)$$

$$KC9_{i,t} = \frac{1}{18}\sum_{j=1}^{9} XX_{i,j,t}^{INFLOW} + \frac{1}{18}\sum_{j=1}^{9} XX_{i,j,t}^{OUTFLOW} \ , \qquad (2.1.6)$$

$$KC5_{i,t} = \frac{1}{10}\sum_{j=1}^{5} XX_{i,j,t}^{INFLOW} + \frac{1}{10}\sum_{j=1}^{5} XX_{i,j,t}^{OUTFLOW} \ , \qquad (2.1.7)$$

$$KC2_{i,t} = \frac{1}{4}\sum_{j=1}^{2} XX_{i,j,t}^{INFLOW} + \frac{1}{4}\sum_{j=1}^{2} XX_{i,j,t}^{OUTFLOW} \ , \qquad (2.1.8)$$

де $KC10_{i,t}$, $KC9_{i,t}$, $KC5_{i,t}$, $KC2_{i,t}$– агреговані коефіцієнти регульованості 10, 9, 5, 2 видів МПК відповідно для *i*-ої країни у році *t*;

$XX^{INFLOW}_{i,j,t}$і $XX^{OUTFLOW}_{i,j,t}$ репрезентують регулювання припливу (відпливу) *j*-ого виду капіталу для *i*-ої країни у році *t*;

Показник $KC9_{i,t}$не включає ПІІ, як через їх нижчу кореляцію із іншими видами МПК, так і тому, що їх регулювання часто зумовлене неекономічними міркуваннями. $KC5_{i,t}$ – включає інструменти грошового ринку, борговий капітал, пайовий капітал, колективні інвестиції та деривативи – п’ять видів фінансових активів, для яких характерна найбільш щільна кореляція. І останній показник із цього ряду – $KC2_{i,t}$ включає лише регулювання видів МПК із можливістю отримання фіксованого доходу: інструменти грошового ринку і борговий капітал.

На *рис. 2.1.5* і *2.1.6* зображено часову динаміку агрегованих коефіцієнтів $KC10_{i,t}$, $KC9_{i,t}$, $KC5_{i,t}$, $KC2_{i,t}$ для усіх країн вибіркової сукупності, розподілених за рівнем доходів.

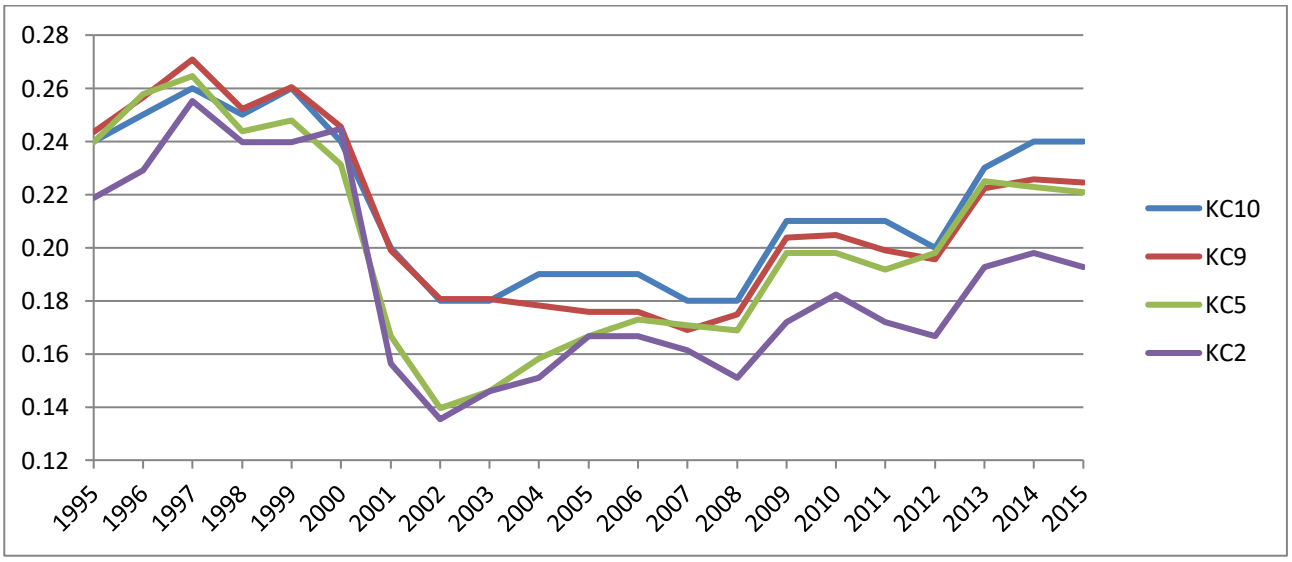


Рис. 2.1.5. *Динаміка агрегованих коефіцієнтів регульованості МПК для країн із високим рівнем доходів, 1995–2015 рр.*

Джерело: складено автором.

Як видно із *рис. 2.1.5*, для країн із високим рівнем доходів у перші 5 років вибіркової сукупності спостерігаємо приблизно однаковий рівень регульованості, незважаючи на кількість досліджуваних видів МПК, що входять до агрегованого коефіцієнта. З 2001 р. рівень регулювання видів капіталу із можливістю отримання фіксованого доходу (інструменти грошового ринку і борговий капітал) починає знижуватися, створюючи розрив (максимальний у 2002 р.) із загальним агрегованим коефіцієнтом регульованості для усіх 10 досліджуваних видів МПК. У наступні роки цей розрив варіює за величиною, втім зберігається аж до 2015 р.

Для країн із середнім і низьким рівнем доходів характерне протилежне, аніж у країнах із високим рівнем доходів, співвідношення між коефіцієнтами $KC2_{i,t}$ та $KC10_{i,t}$. Якщо у 1995 р. для них характерний найбільший розрив у значеннях, то у наступні роки регулювання видів капіталу із можливістю отримання фіксованого доходу посилюється, а отже, розрив скорочується. Починаючи з 2011 р. значення коефіцієнтів $KC2_{i,t}$ та $KC10_{i,t}$приблизно зрівнюється і вже у 2015 р. $KC2_{i,t}$ незначно перевищує $KC10_{i,t}$ *(рис. 2.1.6)*.

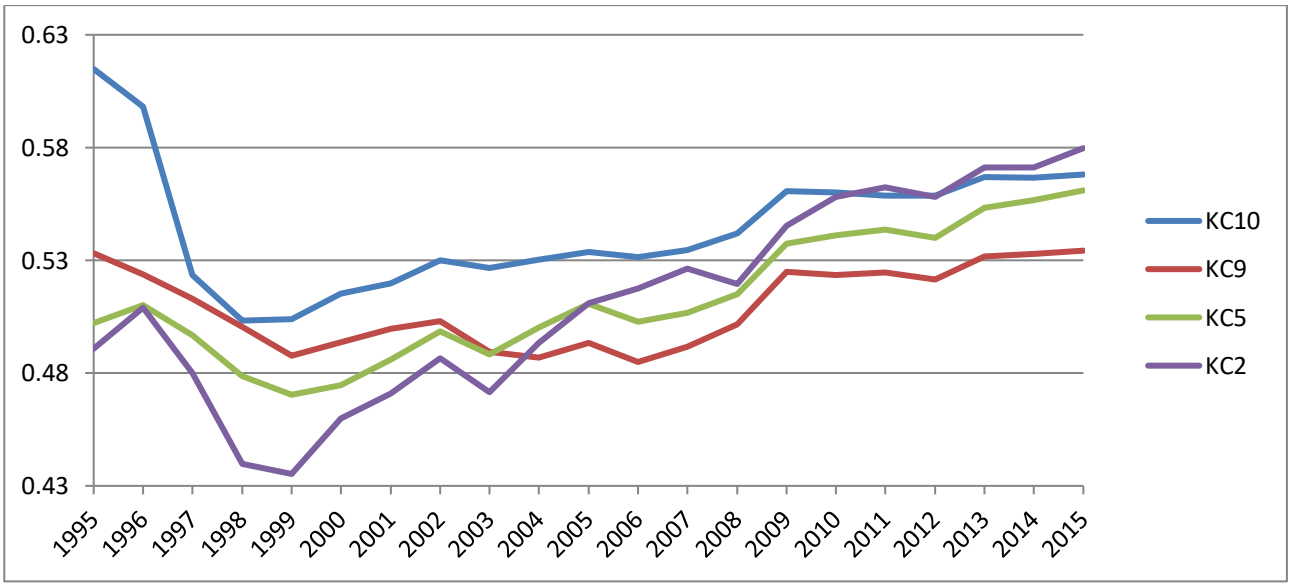


Рис. 2.1.6. *Динаміка агрегованих коефіцієнтів регульованості МПК для країн із середнім і низьким рівнем доходів, 1995–2015 рр.*

Джерело: складено автором.

Отже, обширна база даних, отримана у результаті емпіричного аналізу, дає змогу у нашому та майбутніх дослідженнях детально проаналізувати зміни у

використанні заходів ДРМПК протягом різних часових періодів; у різних країнах чи частинах світу; одночасні зміни у регулюванні припливу чи відпливу капіталу, або ж за видами фінансових активів; а також сформувати агреговані коефіцієнти, орієнтовані на специфіку теми, що вивчається. Важливість декомпозиції коефіцієнтів ДРМПК для подальших досліджень полягає у тому, що макроекономічні наслідки регулювання того чи іншоговиду припливу чи відпливу капіталу можуть значно різнитися, а загальний (агрегований) коефіцієнт ДРМПК може замаскувати відмінності у регулюванні.

Однак використана нами методика має й певні обмеження. Перша особливість використання «звітів *AREAER*» як статистичної основи для побудови коефіцієнтів ДРМПК полягає в тому, що ми не враховуємо інтенсивності змін регулювання, тобто певний вид МПК вважається лібералізованим лише тоді, коли відсутнє регулювання усіх без винятку фінансових активів, що входять до нього. Водночас країни можуть дуже поступово скорочувати регулювання фінансового ринку, без цілковитого демонтажу системи контролю. Це дозволить їм зберегти певний регуляторний каркас і за необхідності скасувати недавно впроваджені лібералізаційні заходи.

Ще одним обмеженням «звітів *AREAER*» є те, що публікуються вони лише один раз на рік. Таким чином, з їх допомогою, аналізуючи вплив змін у регулюванні на макроекономічну динаміку, неможливо обчислити коефіцієнти ДРМПК з високою періодичністю, можна прослідковувати лише щорічні зміни.

У *підрозділі 2.2*, прагнучи подолати описані обмеження обраної методики, окрім даних «звітів *AREAER*», ми використали й інші джерела інформації про ДРМПК, а саме веб-сайти центрального банку та інших регуляторів, новинні ресурси та інші наукові дослідження. Це дало нам змогу, оперуючи більш якісними та високочастотними даними, оцінити ефективність, впроваджених у малих відкритих економіках, заходів ДРМПК та проаналізувати їхній вплив на динаміку основних макроекономічних показників цих країн, задля з`ясування доцільності їхньої імплементації в ефективну державну політику регулювання ринку капіталу. Провести такий аналіз для 81 країни вибірки було б занадто

складно, тому у наступному питанні ми досліджуємо досвід лише двох країн, одна з яких мала практику регулювання припливу (Бразилія), інша (Ісландія)– відпливу капіталу.

2.2. Макроекономічні ефектидержавногорегулюванняприпливу і відпливу капіталу у роки Великої рецесії

Впродовж глобальної фінансової кризи потоки капіталу, не пов'язані з ПІІ, мали проциклічний характер. Інтенсивний приплив капіталу до країн з ринками, що формуються, та країн, що розвиваються, відбувся протягом 2002–2007 рр. Однак після банкрутства американського інвестиційного банку *«Lehman Brothers»* відбулася втеча капіталу до «безпеки» американського ринку *(capital flight to safety)*. Нова хвиля припливу капіталу сколихнула країни, що розвиваються, у 2008–2011 рр., у зв'язку із зниженням процентних ставок у розвинутих країнах.

У цей період, після тривалого періоду лобіювання вільного переміщення капіталу, світове співтовариство знову замислилося над можливістю регулювання фінансових потоків. Чи не найбільш значущою була зміна позиції МВФ щодо використання заходів ДРМПК (*див. розділ 3).* На практиці така зміна поглядів проявлялася почастішанням випадків впровадження чи інтенсифікації заходів ДРМПК, зокрема у Таїланді, Кореї, Перу, Індії, Індонезії, Бразилії, Ісландії тощо.

Перелічені країни, залежно від необхідності регулювання припливу чи відпливу капіталу та конкретних цілей впровадження ДРМПК, використовували найрізноманітніші його інструменти. Приклади окремих випадків впровадження чи інтенсифікації регулювання, досліджуваними у *підрозділі 2.1*,економіками наведено у *додатку Г*. У таблиці заходи ДРМПК розподілено відповідно до класифікації, представленої нами у*1 розділі* дослідження, на заходи регулювання припливу і відпливу капіталу – за напрямком регулювання, а також на адміністративні та цінові заходи – за інструментами регулювання. Помітно, що незважаючи на описані у *1 розділі* переваги використання цінових (ринкових) заходів ДРМПК для малих відкритих економік, на практиці адміністративне

регулювання застосовується не менш часто. Порівнюючи дані таблиці можна зауважити, що адміністративні заходи ДРМПК відносно частіше використовуються для регулювання відпливу капіталу (Ісландія, Україна), у той час як цінові – для регулювання припливу (Чилі, Бразилія, Колумбія). Водночас, у багатьох випадках для здійснення ефективного ДРМПК країни поєднують адміністративні і цінові заходи (Індія, Індонезія, Малайзія, Таїланд, Чехія, Корея, Перу, Аргентина). Для регулювання припливу капіталу часто застосовують невідшкодовувані обов'язкові резервні вимоги та податки на портфельні інвестиції, деривативи і приплив боргового капіталу в економіку (цінове ДРМПК), а також ліміти на залучання іноземного боргового капіталу чи заборону здійснення певних різновидів операцій, зокрема спекулятивних (адміністративне ДРМПК). Відплив капіталу з країни нерідко обмежують за допомогою регулювання валютообмінних операцій та здійснення транскордонного інвестування резидентами, зокрема обмеження переказу іноземної валюти за кордон та надання кредитів нерезидентам.

У продовженні цього розділу ми поставили собі за мету детальніше проаналізувати досвід впровадження державного регулювання як припливу, так і відпливу капіталу; та оцінити його ефективність. Враховуючи важкість ґрунтовно оцінити результативність ДРМПК для 81 досліджуваної країни, із вибірки, з якою ми працювали у *підрозділі 2.1*, ми обрали дві країни, що зіткнулися з інтенсивним припливом (Бразилія) / відпливом (Ісландія) капіталу після світової фінансової кризи 2007–2009 рр. і вдалися до впровадження заходів ДРМПК задля стабілізації ситуації в країні. Підставою для дослідження саме цього часового періоду і цих країн була рекомендація МВФ, згідно з якою ДРМПК повинне застосовуватися лиш виключно у кризових чи передкризових ситуаціях.

Розпочнемо із аналізу досвіду регулювання припливу капіталу в Бразилії після світової фінансової кризи 2007–2009 рр. Для цього коротко простежимо історію лібералізації фінансового ринку країни, проаналізуємо передумови та причини впровадження заходів ДРМПК, розглянемо власне самі заходи

регулювання та оцінимо їхню ефективність, а також виокремимо уроки, які можна винести із досвіду Бразилії для України та інших малих відкритих економік.

Оскільки досвід впровадження ДРМПК у Бразилії після світової фінансової кризи ще недавній, на сьогодні налічується мало емпіричних досліджень, які оцінюють його ефективність. Б. А. Бауманн і К. П. Галлахер [75], використавши узагальнену модель авторегресійної умовної гетероскедастичності *(GARCH regression)*, виявили, що заходи ДРМПК, що використовувалися у Бразилії з жовтня 2009 р. по грудень 2012 р. мали незначний, однак статистично значимий, вплив на зміну структури припливу капіталу на користь довгострокових інвестицій, на зниження рівня ревальвації та волатильності обмінного курсу, а також на автономію бразильської монетарної політики. Згідно з іншим емпіричним дослідженням, яке М. Хамон і М. Гарсія [84] здійснили у 2016 р., перші (до середини 2011 р.) впроваджені заходи ДРМПК*(дод. Д)* були неефективними з огляду на можливість зупинки поцінування бразильської валюти; і лише після запровадження фінансового податку на номінальну вартість валютних деривативів обмінний курс почав поступово знижуватися. Після розгляду причин впровадження та основних заходів ДРМПК, ми проаналізуємо можливі причини такої ситуації.

На противагу вище згаданим дослідженням, М. В. Кляйн [133], аналізуючи досвід використання ДРМПК на прикладі 44 розвинутих країн і країн, що розвиваються (включаючи Бразилію), доходить висновку, що бразильський податок на інвестиції з фіксованим доходом *(IOF)* не вплинув на динаміку обмінного курсу реала. Однак М. В. Кляйн досліджує період до 2010 р., ще до впровадження податку на номінальну вартість валютних деривативів.

Описані емпіричні розвідки базуються на економетричних методах, у нашому ж аналізі, для оцінки досвіду впровадження та ефективності ДРМПК у Бразилії, ми застосовуємо якісний аналіз та описову статистику. Цей підхід був обраний нами через перехрещення та взаємозалежність факторів, що впливали на ситуацію в Бразилії, а саме: часті зовнішні збурення, пов’язані із нестабільністю глобального фінансового середовища та високою волатильністю МПК після

світової фінансової кризи; коригування макроекономічної політики, особливо монетарної та валютної; часті зміни ДРМПК.

Відповідно до нової інституційної позиції МВФ, умовою застосування ДРМПК, окрім кризового стану економіки, є ще й достатній рівень лібералізації фінансового ринку. Бразилія лібералізувала фінансовий ринок поступово (починаючи з 1990-х рр.) і до середини 2000-х рр. практично досягла вільного переміщення капіталу, із гнучким режимом валютного курсу. У 2000–2001 рр. було послаблено регулювання інвестицій нерезидентів в економіку країни, що дозволило їм здійснювати трансакції з похідними фінансовими інструментами, купувати акції та облігації, що котируються на фондовому ринку Бразилії, та відкривати відділення іноземних банків. Зміни, що відбулися у 2005 р. стосувалися лібералізації відпливу капіталу. Уряд ліквідував обмеження, що стосувалися програм участі співробітників *(employee stock option plan)* у капіталі материнської компанії, переказу коштів для здійснення ПІІ нефінансовими приватними підприємствами та вимоги попереднього дозволу на отримання гарантій для здійснення певних видів кредитних операцій і для переміщення приватного капіталу. У 2006 р. було лібералізовано регулювання щодо переказу коштів та емісії цінних паперів резидентами за кордоном [71, с. 41].

Однак, вже у березні 2008 р., у зв’язку із надмірним припливом капіталу, центральний банк Бразилії знову вдався до застосування податку на інвестиції з фіксованим доходом *(IOF)*, який лише на початку 2000-х рр. було скасовано. У жовтні 2008 р., через девальваційний тиск на обмінний курс на піку світової фінансової кризи, ставку податку було знижено до нуля [130, с. 2940].

Втім після кризи інтенсивний приплив капіталу в Бразилію різко відновився. Привабливість бразильської економіки для іноземних інвесторів була зумовлена зниженням розміру «премії за ризик» країни на світовому фінансовому ринку (у 2008 р. Бразилії було присвоєно кредитний рейтинг «інвестиційного класу»), пов’язаним із сприятливою динамікою макроекономічних показників, відносно високою прибутковістю бразильських активів в умовах м'якої монетарної політики розвинутих країн, зниженням волатильності обмінного курсу реала та

очікуваннями інвесторів щодо його підвищення, а також сприятливою кон'юнктурою світових ринків сировинної та сільськогосподарської продукції.

Інтенсивний приплив капіталу в Бразилію спостерігався у формі ПІІ, що становили близько 2,8 % від ВВП країни. Приплив портфельних інвестицій, як на ринку облігацій, так і на ринку акцій, теж зростав. Якщо впродовж 2000–2003 рр. портфельні інвестиції становили близько 0,3 % ВВП, то протягом 2004–2008 рр. зросли до 1,2 % [110].

Як наслідок, вже з початку 2009 р., у зв’язку із значним припливом іноземного капіталу *(рис. 2.2.1)* та поліпшенням умов торгівлі, почав зростати ризик надмірної ревальвації реала, погіршення конкурентоспроможності та стану низки галузей промисловості. Окрім цього, в умовах вільного руху капіталу і прагнення підтримати конкурентоспроможність бразильського експорту, органи грошово-кредитного регулювання зіткнулися з обмеженнями у проведенні незалежної монетарної політики. Виник високий ризик перевищення інфляцією цільового рівня (4,5 % ± 2 п. п.), однак центральному банку Бразилії довелося відкласти рішення про підвищення облікової ставки, у зв’язку із можливістю стимуляції у спосіб додаткового припливу короткостроковихМПК. Інтенсивний приплив капіталу також підвищував ризики надмірного стимулювання внутрішнього попиту, перегріву економіки і появи «бульбашок» на ринку активів.

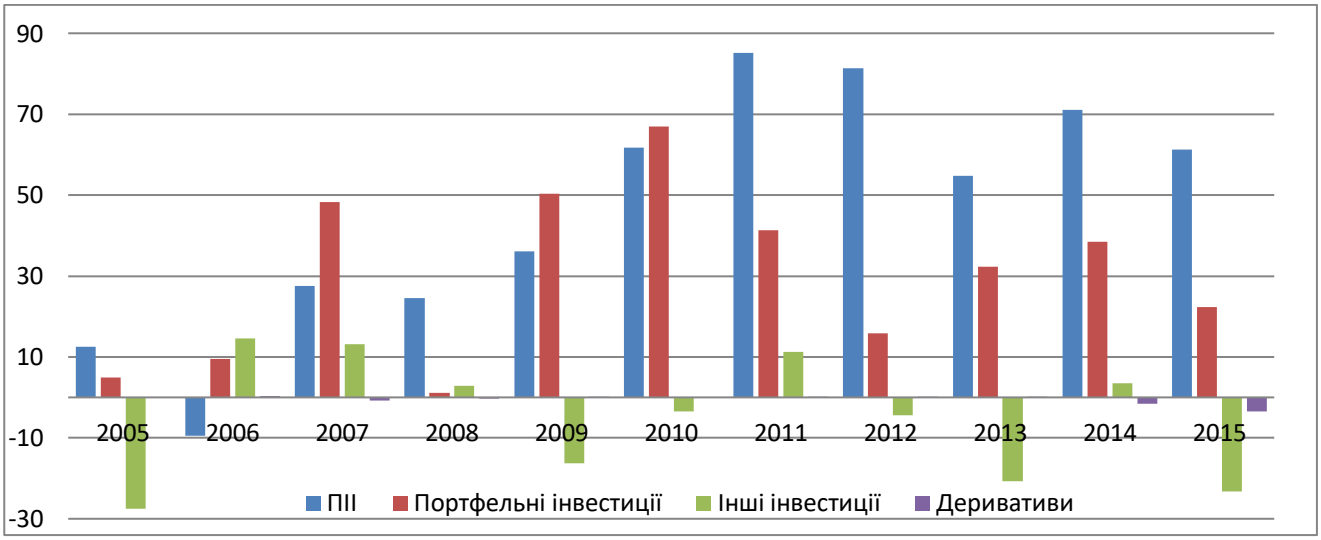


Рис.2.2.1. *Динаміка чистого припливу капіталу в Бразилію за різновидами потоків, у млрд доларів США*

Джерело: складено автором на основі даних МВФ.

До жовтня 2009 р. тиск на підвищення обмінного курсу бразильського реала став надто сильним, що змусило центральний банк Бразилії (спільно із Міністерством фінансів) підвищити ставку податку на приплив іноземного капіталу *(IOF)* з 0 % до 2 %. Податок стягувався з операцій із конвертації іноземної валюти у бразильські реали при здійсненні іноземними інвесторами боргових та пайових інвестицій на бразильських фондових біржах або на позабіржовому ринку деривативів, а також з інвестицій приватних інвестиційних фондів *(FIP)*, інвестицій у бразильські казначейські зобов'язання та інші цінні папери з фіксованим доходом [110, с. 19].

Отже, вдатися до відновлення заходів ДРМПК центральному банку Бразилії довелося з метою контролю ревальвації національної валюти та спекулятивних «бульбашок» на ринку активів, а також для зменшення ризику зростання дефіциту поточного рахунку платіжного балансу та витрат на надмірне накопичення валютних резервів.

Після впровадження податку *IOF*, ревальвація реала дещо сповільнилася *(рис.2.2.2)*, однак регулювання не дало очікуваного результату, очевидно, через численні можливості його уникнення. До основних обхідних шляхів, які використовували іноземні інвестори в Бразилії, належать насамперед купівля американських депозитарних розписок; маскування короткострокових інвестицій під ПІІ; застосування валютних свопів та інших похідних фінансових інструментів тощо. Далі розглянемо їх детальніше.

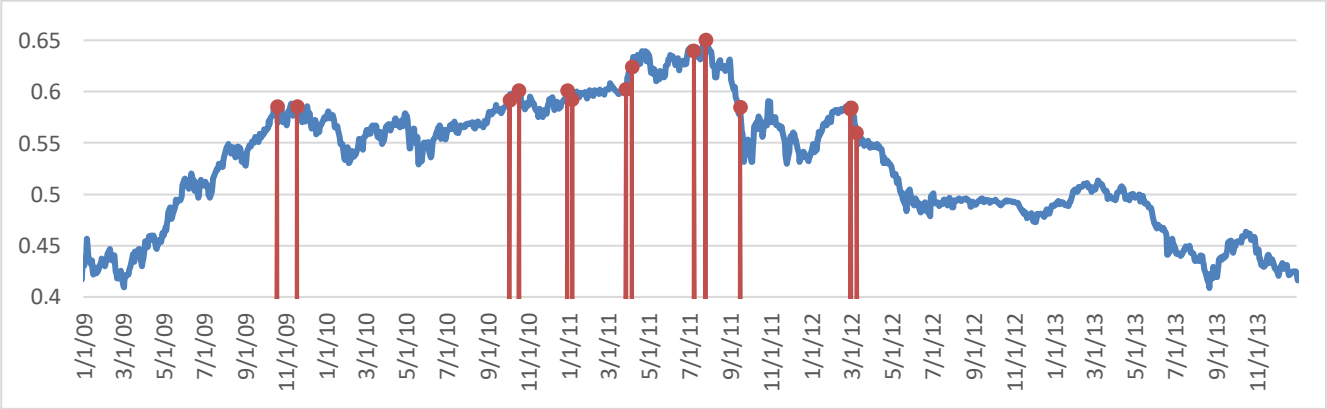


Рис. 2.2.2. *Динаміка обмінного курсу долара США до бразильського реала, 2009–2013 рр.*
Джерело: складено автором на основі даних МВФ.

Отже, першим способом уникнення регулювання припливу капіталу в Бразилії була купівля іноземними інвесторами депозитарних розписок бразильських компаній. Депозитарні розписки – це цінні папері, випущені американськими депозитарними банками, які скуповують акції компаній, розташованих за межами США, і перепродують їх. Згодом власники депозитарних розписок мають право конвертувати їх у акції бразильських компаній. Таким чином, інвестори мали змогу придбати за межами Бразилії акції бразильських компаній і у такий спосіб ухилитися від регулювання.

З метою нейтралізації цього обхідного каналу 18 листопада 2009 р. в Бразилії було впроваджено податок зі ставкою 1,5 % на страхування депозитарних розписок, а 30 грудні 2010 р. його було доповнено 2 %-вим податком на конвертацію депозитарних розписок у акції.

Другий спосіб обходу регулювання полягав у формуванні інвесторами комплексних структур для оформлення колективних інвестицій як прямих, а не як портфельних. Національний інвестор створював у Бразилії акціонерне товариство і включав його до лістингу на *BOVESPA* (фондова біржа Сан-Паулу). Таким чином, усі акції товариства перебували у його власності і він міг маніпулювати їх ціною, шляхом організації їх купівлі та продажу за умови низької ліквідності. Згодом іноземний інвестор інвестував у акціонерне товариство шляхом купівлі більш ніж половини його акцій, що відповідно вважалося ПІІ, і починав здійснювати міжфірмові позики як ПІІ [110, с. 26–27].

Окрім цього, з метою ухилення від сплати податку на залучення короткострокового капіталу з-за кордону, термін надання кредиту формально збільшувався (при цьому в тексті договору зазначалося застереження, що дозволяло розірвати його у будь-який момент).

Наступний обхідний канал інвестори створили за допомогою використання деривативів, наприклад, купівлі бразильських реалів за розрахунковим (без поставки) форвардом за кордоном (без сплати податків на приплив іноземного капіталу). Як наслідок, комерційні банки Бразилії мали відкриті короткі позиції в

іноземній валюті. Згодом вони були змушені купувати реали у центрального банку, що спричинило значний ревальваційний тиск на бразильську валюту.

Надалі іноземні інвестори використовували реали для валютних свопів, так званого «керрі-трейдингу» на валютному ринку. «Керрі-трейдинг» активно використовували структури тіньового банківського сектора, такі як, наприклад, хедж-фонди. Напередодні економічної кризи, від таких спекуляцій значно постраждали США. До 2004–2005 рр. хедж-фонди стали основними учасниками «керрі-трейдингу», здійснюючи запозичення на ринку японської єни та інвестуючи у США. Після кризи хедж-фонди почали відкривати короткі позиції в доларах і довгі у валютах країн з більш «здоровою» економікою та вищими процентними ставками. У 2009–2011 рр. «керрі-трейдинг» призвів до чергового масового припливу капіталу в Бразилію, цьому, як вже зазначалося, сприяли високі темпи зростання бразильської економіки та високі процентні ставки.

На прибуток спекулянтів від «керрі-трейдингу» впливали три чинники. По-перше, це різниця процентних ставок. Якщо ставка США дорівнює 0,025 %, а Бразилії – 10,50 %, то диференціал може становити 10,25 % (за вирахуванням операційних витрат). По-друге, на реальний прибуток від операції значно впливає розмір кредитного плеча. Якщо коефіцієнт левериджу дорівнює 5, а різниця процентних ставок – 10,25 %, то прибуток становитиме 50,25 %. При коефіцієнті 10 і диференціалі 10,25 %, прибуток – 100,25 %. По-третє, окрім виграшу від різниці процентних ставок хедж-фонди очікують отримати вигоду від коливання валютних курсів, а саме від поцінування валюти з вищою ставкою процента.

Особливістю «керрі-трейдингу» в Бразилії (він здійснювався не на спотовому, а на форвардному валютному ринку) було те, що такі операції були безпоставочними, а закриття позицій могло здійснюватися у національній валюті. Відповідно маржинальні вимоги могли задовольнятися також у бразильських реалах. Такі законодавчі нормативи, у поєднані з відсутністю будь-яких обмежень на участь нерезидентів у операціях на форвардному валютному ринку, сприяли значно вищій ліквідності цього сегмента ринку у порівнянні зі спотовим. Таким чином, негативний вплив «керрі-трейдинг» на заходи ДРМПК, що в інших

країнах був пов'язаний лише із високим рівнем левериджу, у Бразилії посилювався, оскільки такі операції могли імітувати вплив надмірного припливу капіталу на валютний курс без участі жодних реальних потоків іноземної валюти.

Більше того, така стратегія «керрі-трейдингу» в Бразилії давала змогу уникнути не лише використання іноземної валюти, але й бразильського реала, оскільки інвестори могли задовольнити свої вимоги по маржі за допомогою цінних паперів, отриманих на умовах позики, або гарантій місцевих банків. Найбільш активно стратегію «керрі-трейдингу» використовували іноземні інвестори, однак резиденти країни, особливо вітчизняні інституційні інвестори, також старалися отримати від неї вигоду [104].

Для економіки небезпека «керрі-трейдингу» проявляється у декількох аспектах [110, с. 15–16]. По-перше, очевидно, що такі спекуляції, за умови значного припливу капіталу, можуть спричинити надмірне коливання обмінних курсів та цін на активи. По-друге, навіть незначні зміни процентних ставок чи курсу валюти можуть призвести до закриття позицій (з високим рівнем левериджу), що спричинить різку зупинку припливу або ж втечу капіталу. По-третє, раптове закриття позицій, за умови тісного зв’язку інвесторів із іншими частинами фінансової системи, може спричинити системний ризик і загрозу загальній фінансовій стабільності.

По-четверте, важливим є дестабілізуючий вплив «керрі-трейдинг» на можливість реалізації незалежної монетарної політики. Адже основним фінансовим інструментом за допомогою якого можна стримати інфляцію та формування «бульбашок» на ринку активів є процентна ставка. Втім «керрі-трейдинг» може обмежити ефективність її застосування, якщо процентні ставки за кордоном є низькими. Враховуючи значну різницю процентних ставок між Бразилією та США *(рис. 2.2.3)*, понад 10 % і менш ніж 1 % відповідно, їх підвищення призвело б лише до зростання припливу капіталу, а не навпаки. Частково у зв’язку із «керрі-трейдингом», ревальвація бразильської валюти у цей період становила понад 30 %.

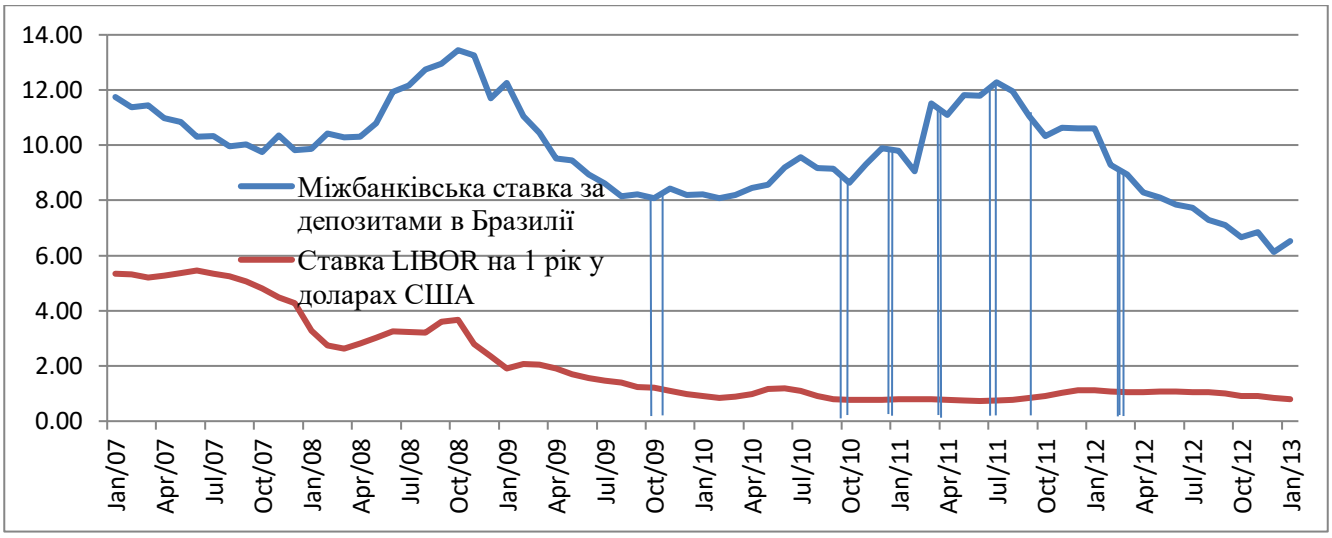


Рис. 2.2.3. *Динаміка диференціалу процентних ставок у Бразилії та світі, %*
Джерело: складено автором на основі даних МВФ та Світового банку

У 2010 р. на фоні перегріву економіки (у I кварталі 2010 р. ріст ВВП становив 9,4 %) та супутнього зростання інфляції , що у I кварталі 2010 р. досягла 4,86 % *(рис. 2.2.4)*, центральний банк Бразилії з квітня 2010 р. був змушений розпочати цикл підвищення облікової ставки *(SELIC)*. Як наслідок до липня 2011 р. ставку було підвищено з 8,75 % до 12,5 % *(рис. 2.2.5)*. Така політика центрального банку могла лише сприяти припливу додаткового спекулятивного капіталу в економіку, саме тому у цей період було посилено заходи ДРМПК, ставку податку *IOF* було переглянуто і підвищено до 4 %, а згодом до 6 %.

Рис. 2.2.4. *Динаміка темпів приросту ВВП та інфляції у Бразилії, у 2005–2013 рр., %*
Джерело: складено автором на основі даних МВФ.

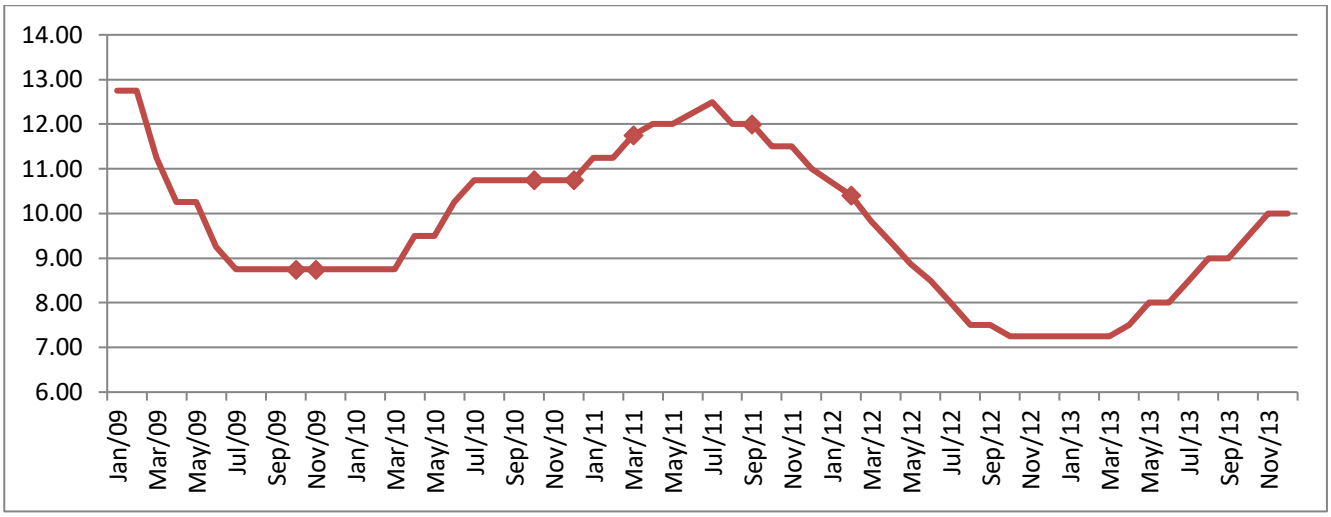


Рис. 2.2.5. *Динаміка облікової ставки Центрального банку Бразилії, %, 2009–2013 рр.*
Джерело: складено автором на основі даних МВФ.

Згідно з виданням *The Financial Times*, що опублікувало інтерв'ю з приватними інвесторами, впровадження податку *IOF* не мало впливу на процес прийняття ними рішень, у зв'язку із надто значним диференціалом процентних ставок між США та Бразилією. І лише зростання податкової ставки до 6 %, спричинило відхід частини інвесторів через меншу прибутковість операцій [132]. На початку січня 2011 р. Бразилія ще раз посилила регулювання. З 6 січня, фінансові установи Бразилії зобов'язувались депонувати у центральному банку суму еквівалентну 60 % валових зобов'язань в іноземній валюті, у випадку перевищення ними 3 мільярдів доларів США [110, с. 19]. 28 березня цього ж року було впроваджено податок (6 %) на здійснення бразильськими підприємствами зовнішніх позик із строком погашення менше одного року (згодом – двох років). Метою його застосування було запобігання конвертації довгострокових запозичень фірм за кордоном (без сплати податку) у короткострокові позики.

Далі, задля припинення спекуляцій на ринку похідних фінансових інструментів, у липні 2011 р. було застосовано податок на номінальну вартість валютних деривативів (далі податок на деривативи). Початкова ставка податку становила 1 %, максимальна – 25 %. Податок стягувався у випадку купівлі, продажу, чи закінчення терміну виконання валютних деривативів на продаж іноземної валюти (таким чином, інвестори піддавались ризику зростання податкової ставки у період володіння похідним фінансовим інструментом).

Впровадження податку на деривативи у поєднанні з попередніми регуляторними заходами нарешті дало видимий результат. Бразилії вдалося посилити свою політичну свободу і керувати рівнем обмінного курсу, стримуючи його тенденцію до ревальвації. Як видно з *рис. 2.2.2*, на якому дати впровадження ДРМПК відмічено червоними вертикальними лініями, з липня 2011 р. обмінний курс почав поступово знижуватися. Втім варто зазначити, що удосконалення регулювання було невід'ємною частиною більш глибоких змін у проведенні економічної політики впродовж правління Ділми Русеф (2011–2014 рр.). У цей час центральний банк Бразилії перейшов до більш гнучкої монеарної політики з використанням ширшого набору монетарних інструментів, включаючи макропруденційні заходи.

У лютому 2012 р. податок на запозичення за кордоном було поширено на кредити строком погашення до трьох, згодом до п'яти, років. У березні було встановлено обмеження періоду здійснення дострокових виплат експортерам (так званих експортних кредитів) до одного року. Протягом 2012 р., у зв'язку із змінами глобального фінансового середовища, приплив капіталу сповільнювався. Очікування інвесторів щодо згортання програми кількісного пом'якшення федеральної резервної системи США зумовили падіння курсів валют країн, що розвиваються. Девальвація реала була однією з найбільш значних, що зумовило прискорення інфляції в країні. Подальше зниження курсу стало менш бажаним, враховуючи інфляційні ризики, особливо після істотного зниження облікової ставки з 12,5 % у липні 2011 р. до 7,25 % у жовтні 2012 р. *(рис. 2.2.5)*.

З кінця 2012 р. почалося поступове вибіркове скасування засобів ДРМПК. Обмінний курс з травня 2012 р. до травня 2013 р. коливався у вузькому діапазоні на рівні близько 2 реалів за 1 долар США з відносно незначною волатильністю. З метою вливання доларів в економіку країни та впливу на обмінний курс, центральний банк Бразилії почав надавати комерційним банкам кредити в іноземній валюті (операції репо) як альтернативу проведення стерилізованих інтервенцій [7]. До кінця 2012 р. більшість заходів ДРМПК було скасовано. Податок на зовнішні запозичення було знову звужено до позик терміном до

2років, згодом до 1 року, у червні та грудні 2012 р. відповідно. З червня 2013 р., у зв'язку з побоюванням надмірної девальвації реала, ставку податку *IOF* було знижено до нуля. Цього ж місяця було скасовано податок на деривативи.

З *рис. 2.2.6* помітно, що використані у *підрозділі 2.1* коефіцієнти ДРМПК адекватно відображають динаміку регулювання фінансового ринку країни, а саме його лібералізацію з початку XXI ст., різке посилення регульованості у 2009 р. та поступове послаблення регулювання припливу капіталу з 2012 р. Зважаючи на це, у майбутніх дослідженнях з їх допомогою можна вивчати зв'язок між рівнем регульованості МПК у певній країні та динамікою різних макроекономічних показників.

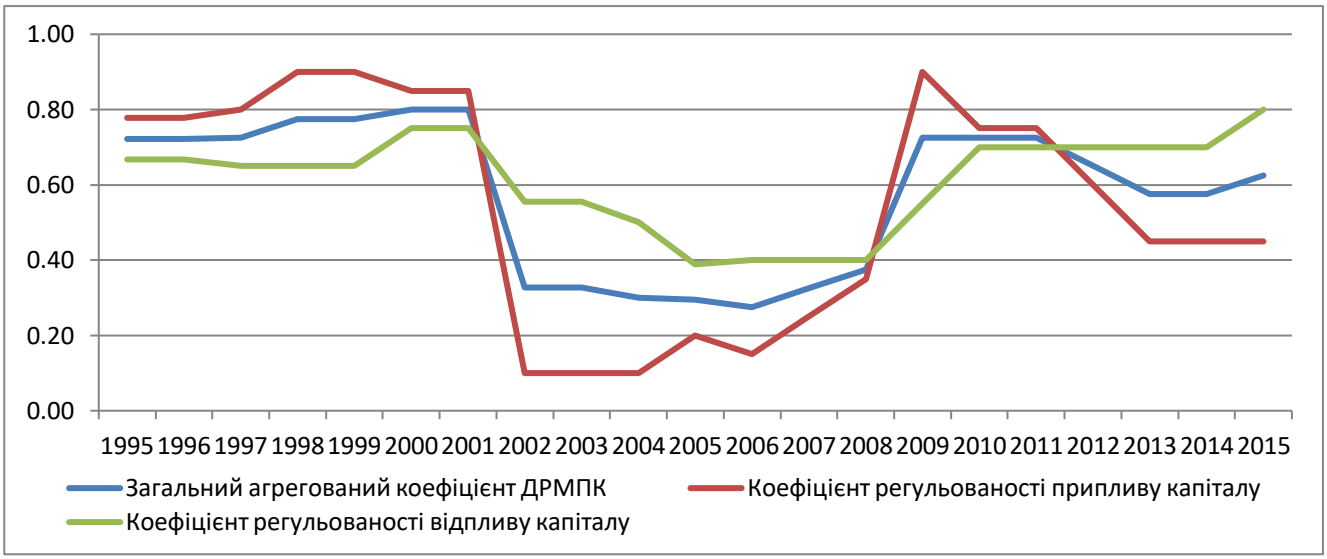


Рис. 2.2.6. *Часова динаміка коефіцієнтів регульованості ринку капіталу в Бразилії, %, 1995–2015 рр.*

Джерело: складено автором.

Якщо досліджувати інтенсивність ДРМПК у Бразилії за видами потоків капіталу, то з *рис. 2.2.7* видно, що для коефіцієнта *КС5*, який включає регулювання інструментів грошового ринку, боргового, пайового капіталу, колективних інвестицій та деривативів (фінансові активи, для яких характерна найбільш щільна кореляція), у 2009–2012 рр. характерне найбільш інтенсивне зростання, адже більшість заходів ДРМПК стосувалися саме цих видів МПК.

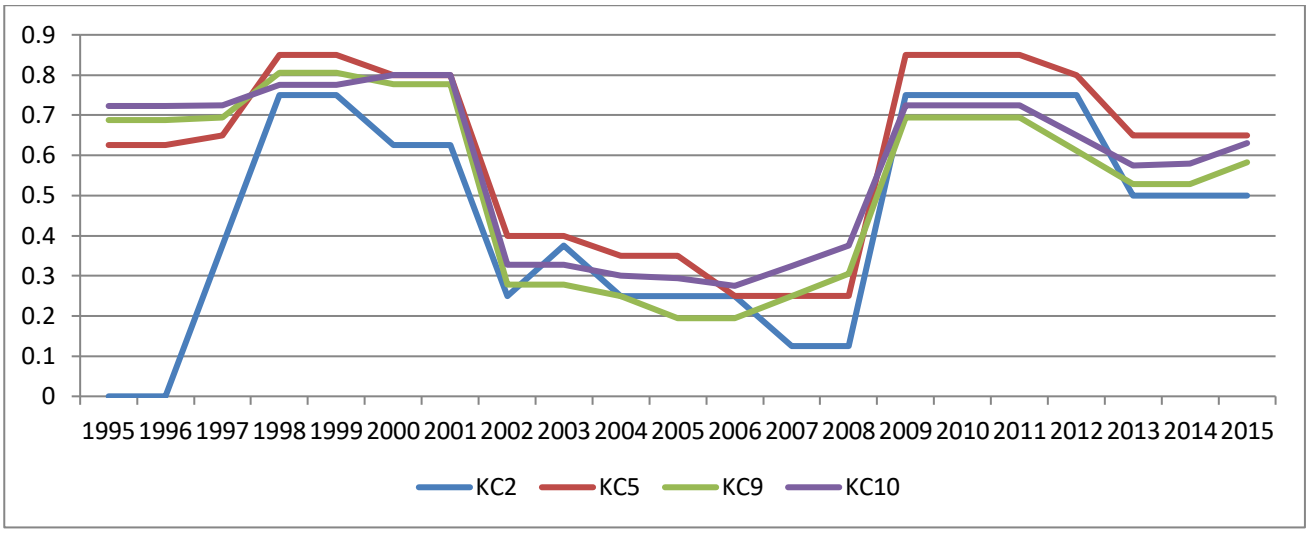


Рис. 2.2.7. *Часова динаміка ряду коефіцієнтів ДРМПК, агрегованих за видами потоків капіталу, в Бразилії , %, 1995–2015 рр.*

Джерело: складено автором.

Отже, заходи ДРМПК в Бразилії мали контрциклічний характер. Варто також зазначити, що вони впроваджувалася не відокремлено, а паралельно з іншими заходами макроекономічної політики, зокрема монетарної. Наприклад, центральний банк Бразилії активно (значно інтенсивніше аніж інші країни Латинської Америки) втручався у валютний ринок, накопичуючи валютні резерви *(рис. 2.2.8)*, однак до застосування заходів ДРМПК така політика не спричинила видимих змін у динаміці валютного курсу, як і ДРМПК, впроваджене до липня 2011 р., тобто до податку на номінальну вартість валютних деривативів.

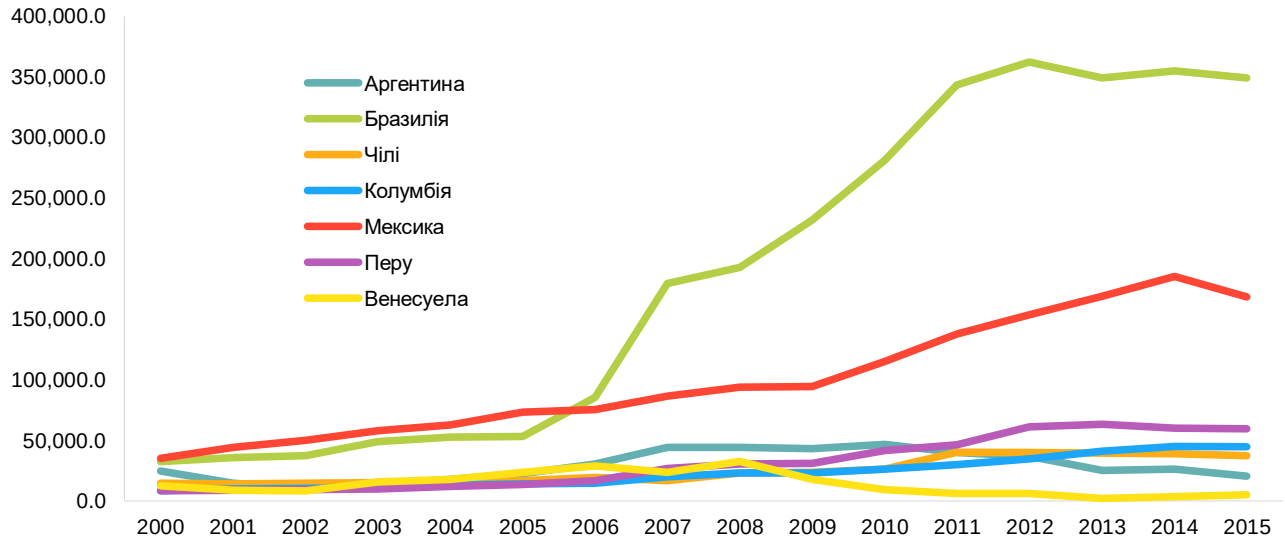


Рис. 2.2.8. *Динаміка загального обсягу валютних резервів у країнах Латинської Америки, 2000–2015 рр., млн. доларів США*

Джерело: складено автором за даними МВФ.

Таким чином, податок на деривативи виявився ключовим елементом системи заходів ДРМПК у Бразилії, за допомогою якого вдалося зупинити ревальвацію реала та пом’якшити актуальну для Бразилії дилему економічної політики, а саме сповільнити темп інфляції без посилення проблем із валютним курсом. Такій ситуації є просте пояснення. Специфіка ринку валютних деривативів у Бразилії зумовила його ключову роль у динаміці обмінного курсу країни. Ця роль випливає із значно вищої ліквідності та глибини ринку валютних ф'ючерсів, у порівнянні зі спотовим валютним ринком. Іншою особливістю валютного ринку Бразилії є очевидне домінування біржового його сегмента над позабіржовим. Згідно із С. Авдєєвим, К. Аппером та К. фон Кляйстом [69], у 2010 р. бразильський реал зайняв друге місце в світі за обсягами торгівлі на організованому ринку похідних фінансових інструментів.

Далі підсумуємо наслідки проваджених Бразилією заходів ДРМПК та результати, яких вдалося досягти з їхньою допомогою.

1. Центральному банку Бразилії вдалося зберегти та навіть розширити диференціал процентних ставок *(рис. 2.2.3)*. Що дало змогу проводити більш незалежну від світового фінансового ринку монетарну політику, націлену на боротьбу з інфляцією та перегрівом економіки.

2. Впроваджені заходи регулювання виявилися в цілому малоефективними з точки зору їх впливу на сукупний обсяг припливу капіталу. З *рис 2.2.1* помітно, що після впровадження податку на приплив портфельних інвестицій в жовтні 2009 р. обсяг останніх продовжував зростати, а підвищення ставки податку до 6 % у жовтні 2010 р. супроводжувалося істотним зростанням припливу ПІІ. Причиною такої динаміки може бути як позитивна зміна структури припливу капіталу на користь довгострокового інвестування, так і використання обхідних шляхів для реалізації короткострокових інвестицій.

3. Бразилії зрештою вдалося зупинити ревальвацію реала, однак, як зазначалося раніше, це сталося лише після впровадження податку на деривативи у липні 2011 р. Таку ситуацію можна пояснити як особливостями бразильського ринку валютних деривативів, так і кумулятивним ефектом від усіх раніше

впроваджених заходів ДРМПК. Частковою причиною зміни динаміки обмінного курсу могла бути також зміна монетарної політики центрального банку Бразилії, що полягала у поступовому зниженні облікової ставки *(SELIC)* з липня 2011 р. Це ще раз доводить одну із, раніше виділених, проблем оцінки ефективності ДРМПК, що полягає у необхідності відокремлення наслідків регулювання від наслідків інших різновидів макроекономічної політики у відповідній країні.

Із досвіду використання заходів ДРМПК у Бразилії можемо винести певні висновки як для України, так і для інших малих відкритих економік.

По-перше, ситуація, що вимагає впровадження ДРМПК для кожної країни унікальна, тому при розробці регулювальних заходів важливо враховувати усі її особливості. Наприклад, у країнах з лібералізованими та розвинутими ринками розрахункових валютних деривативів, як у Бразилії, невід'ємним елементом системи заходів ДРМПК повинен бути податок на номінальну вартість валютних деривативів. В іншого випадку, усі інші заходи регулювання можуть не дати очікуваного результату.

По-друге, впровадження ДРМПК у Бразилії мало дві цілі: макропруденційну, тобто усунення фінансової нестабільності, пов'язаної із можливістю майбутньої «втечі» капіталу і з ризиком використання валютних деривативів; та політико-економічну, що полягала у досягнення належного рівня автономії економічної політики для управління основними макроекономічними цінами (обмінним курсом та процентною ставкою). Як показує досвід Бразилії, між цими цілями існує міцний зв'язок. Ревальвація валюти стимулює посилення спекулятивної атаки з використанням валютних деривативів, що загрожує фінансовій стабільності. Таким чином, здатність підтримувати обмінний курс на конкурентному рівні (друга ціль) сприяє фінансовій стабільності (перша ціль).

По-третє, існує важливий взаємозв'язок та взаємодоповнюваність між заходами ДРМПК та заходами макроекономічної політики. В багатьох ситуаціях, зокрема у випадку Бразилії, заходів монетарної, фіскальної та макропруденційної політики виявляється недостатньо для виходу із кризової ситуації. Саме тому ієрархія заходів управління МПК та запобігання їх негативним наслідкам,

запропонована МВФ *(підрозділ 3.1)*, не у всіх ситуаціях може себе виправдати, особливо коли йдеться про цілком лібералізований та достатньо розвинутий ринок капіталу.

По-четверте, значна різниця у процентних ставках стимулює регуляторний арбітраж та удосконалення способів уникнення регулювання. У зв'язку з цим, заходи ДРМПК повинні бути динамічними, гнучкими та піддаватися постійному корегуванню.

По-п’яте, з 3 і 4 пунктів випливає, що ДРМПК повинне бути постійним але гнучким елементом макроекономічної політики малих відкритих економік, з можливістю його посилення чи скасування. Це дасть змогу державним економічним органам влади врешті-решт вирішити деякі макроекономічні компроміси, як наприклад, у ситуації, коли центральному банку необхідно провести інтервенції на валютному ринку для зміни номінального обмінного курсу, але він хоче уникнути фіскальних витрат, пов’язаних із їх стерилізацію.

Дослідивши використання малими відкритими економіками заходів регулювання припливу капіталу (на прикладі Бразилії), далі проаналізуємо ефективність впровадження регулювання відпливу МПК. Для цього використаємо досвід Ісландії 2008–2017 рр.

З огляду на значну залежність країни від зовнішніх джерел фінансування, Ісландія є наглядним прикладом фінансової кризи в малій відкритій економіці, що спричинена поведінкою великих країн. Саме вплив зовнішніх дисбалансів на динаміку внутрішнього фінансового ринку Ісландії став приводом для впровадження Ісландією заходів ДРМПК у жовтні 2008 р.

Для кращого розуміння причин катастрофічного колапсу банківського сектора Ісландії та мотивів використання ДРМПК, коротко простежимо історію розвитку фінансового ринку країни. Фінансова лібералізація розпочалася в Ісландії ще у 1993 р., коли вона об'єдналася з країнами Європейського економічного співтовариства з метою створення Європейської економічної зони (ЄЕЗ) – зони вільного руху товарів, послуг, капіталів і робочої сили. У цей час було сформовано орган фінансового нагляду *(Financial Supervisory Body – FME)*, а

Центральний банк Ісландії став номінально незалежним. Саме номінально, адже члени його правління підтримували тісні зв'язки з політичною елітою, або ж раніше входили до її складу [152, с. 228]. Якщо у 1990-х рр. провідними галузями ісландської економіки все ще були рибна промисловість та виробництво алюмінію, а фінансовий сектор був незначним і складався переважно з державних банків, то у 2002 р. ситуація радикально змінилася. Було здійснено приватизацію ісландської банківської системи, що призвело до її вибухового зростання.

На кілька років динамічний розвиток банківського сектора зробив Ісландію однією з найбагатших країн світу за рівнем доходів та споживання на душу населення, обидва з яких перевищували відповідні рівні у США. На фінансовому зеніті, незадовго до їхнього банкрутства у 2008 р., консолідовані фінансові активи трьох найбільших банків Ісландії *(Glitnir, Kaupthing та Landsbanki)* більш ніж у дев'ять разів перевищували обсяг ВВП країни *(рис.2.2.9)*.

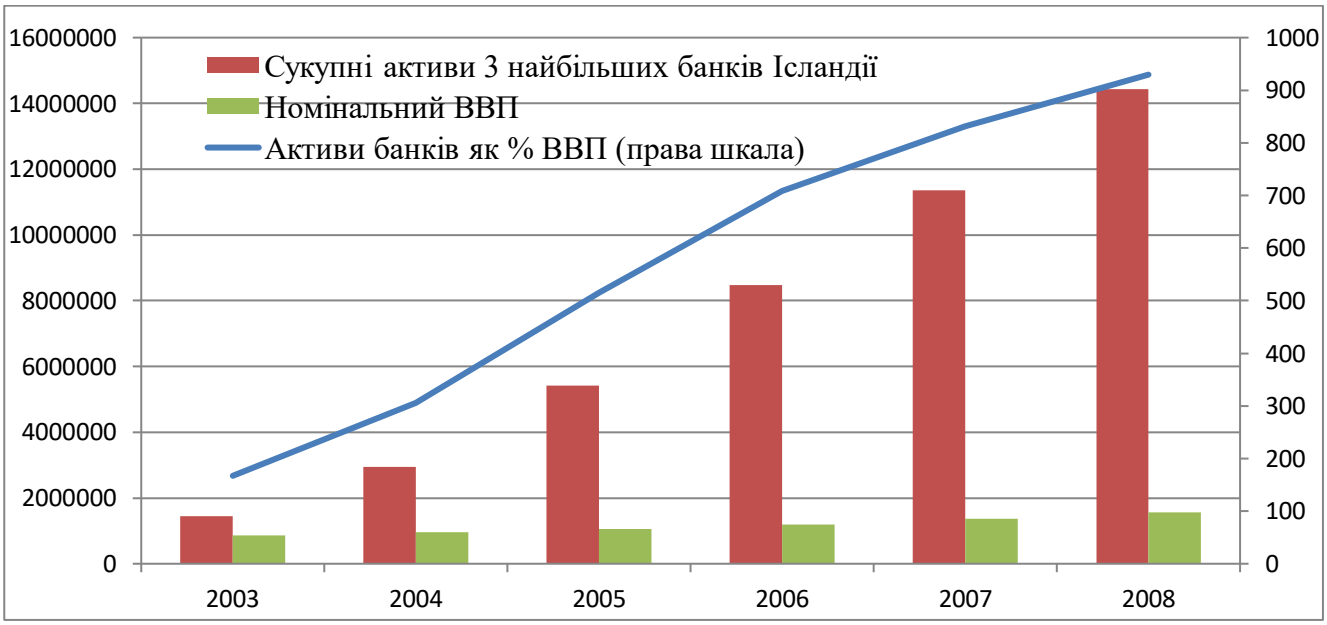


Рис. 2.2.9. *Сукупні активи трьох найбільших банків Ісландії (млн крон) як % від ВВП країни (мнл крон), 2003–2008 рр.*

Джерело: складено автором за даними МВФ та [103].

Дж. МакКомбі та М. Спреафіко [152, с. 228] відзначають, що зростання банківського сектора порівняно із розмірами ісландської економіки було настільки значним, що зрештою банки неминуче збанкрутували б, незалежно від динаміки світового фінансового ринку в 2008 р.

Саме тому лише на перший погляд може здатися, що початок ісландської фінансової кризи можна пов'язати з банкрутством *Lehman brothers* і, спричиненим втратою довіри до світового фінансового ринку, відпливом капіталу з країни, що супроводжувався різкою девальвацією ісландської крони. Справжньою причиною кризи в Ісландії є проблеми, що розпочалася в економіці країни ще на початку тисячоліття, коли ісландський центральний банк вирішив перейти до монетарного режиму таргетування інфляції. З метою уникнення надмірних інфляційних коливань, центральному банку довелося підвищити облікову ставку, яка у 2005 р. зросла до 18 % *(рис.2.2.10)*.

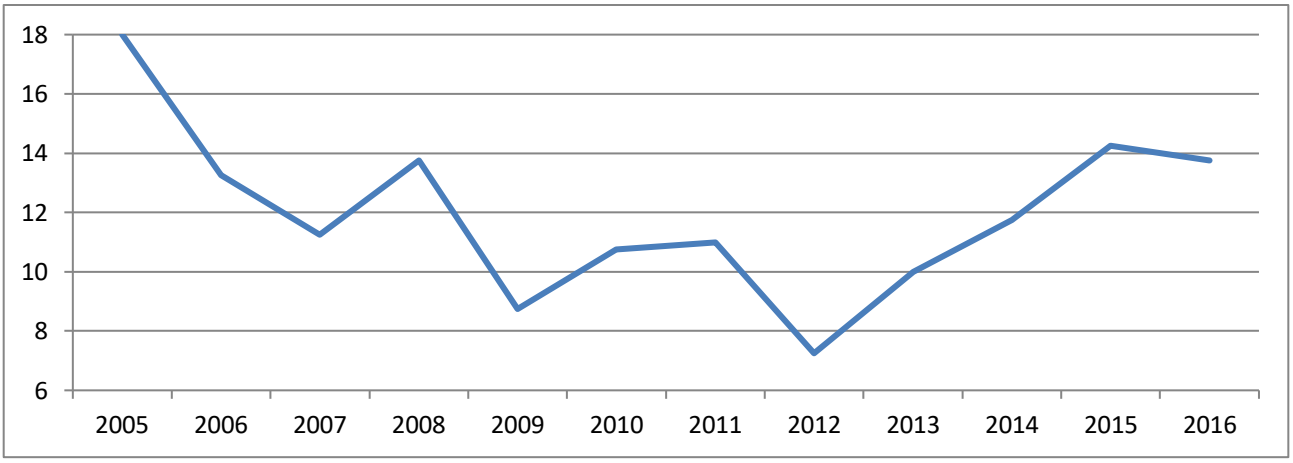


Рис. 2.2.10. *Динаміка облікової ставки Центрального банку Ісландії, %, 2005–2016 рр.*
Джерело: складено автором на основі даних МВФ.

Зростання процентних ставок спонукало населення і підприємства Ісландії вдатися до запозичень у іноземній валюті. Як зазначають Ф. Балдурссон та Р. Портес [73], диференціал процентних ставок між ісландською кроною та низькодохідними валютами, такими як швейцарський франк чи японська єна, становив у 2008 р. більше 10 % і досяг 15 % безпосередньо перед колапсом фінансового сектора. За індексом Біг-Мака на початку 2007 р. ісландська крона вважалася найбільш переоціненою із 59 валют [169, с. 108].

Така ситуація дала змогу інвесторам отримувати значні прибутки від використання стратегії «керрі-трейдингу». З метою виграшу від комбінації значного диференціалу внутрішній і світових процентних ставок та ревальвації національної валюти, було також сконструйовано нові фінансові інструменти,

наприклад, облігації *Glacier*, тобто єврооблігації, емітовані в ісландських кронах. Поцінування обмінного курсу ісландської крони своєю чергою сприяло зростанню сукупного попиту та значному дефіциту торговельного балансу в короткостроковому періоді [83]. Породжена «ілюзія багатства» зумовлювала подальше підвищення рівня інфляції.

Таким чином, інтенсивний приплив капіталу в 2005–2008 рр. *(рис.2.2.11),* високі внутрішні процентні ставки та ревальвація національної валюти призвели до роздування фінансової «бульбашки». Зростання банківського сектора, через невеликі розміри внутрішнього ринку (320 000 жителів), відбувалося в основному за рахунок експансії за кордон, яка породила нові способи ведення бізнесу, зокрема *Icesave* – залучення онлайн депозитів закордонними відділеннями банку *Landsbanki*, відкритими у Великобританії та Нідерландах.

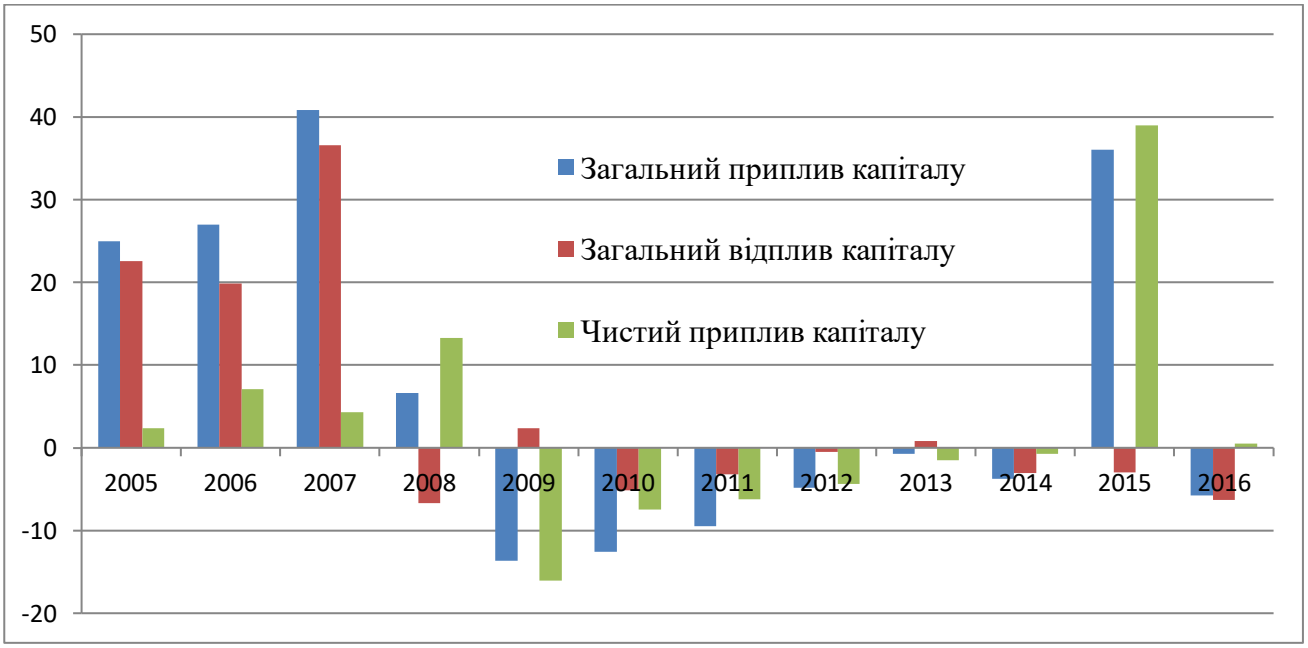


Рис.2.2.11. *Динаміка припливу і відпливу капіталу в Ісландії, у млрд доларів США, 2005–2016 рр.*

Джерело: складено автором за даними МВФ.

До кінця 2007 р. частка короткострокових кредитів у активах трьох найбільших банків Ісландії становила близько три чверті. Практично усі з них були залучені за кордоном. 58 % загального доходу банків надходило з відділень, розташованих за кордоном: у Великобританії, Нідерландах, Німеччині, країнах

Скандинавії та Люксембурзі. Така ситуація призвела до неминучої зовнішньої боргової залежності економіки *(рис.2.2.12)*.

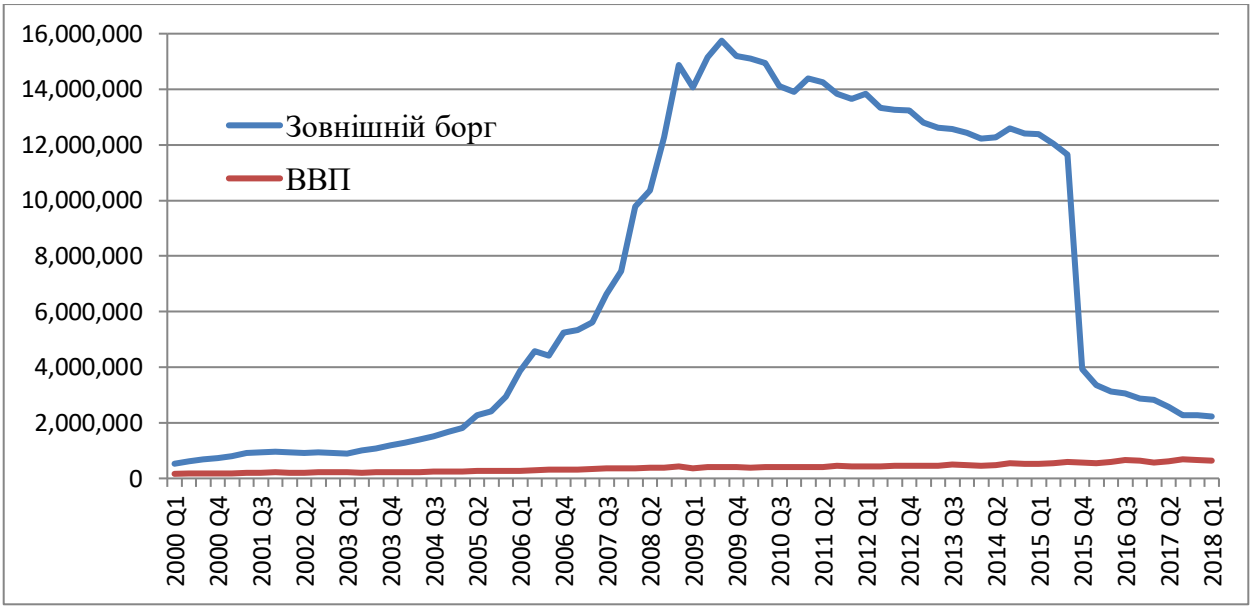


Рис. 2.2.12. *Поквартальна динаміка зовнішнього боргу Ісландії у порівнянні з ВВП країни, у млн крон, 2000–2018 рр.*

Джерело: складено автором за даними МВФ та Центрального банку Ісландії.

У дев'ятитомному звіті Спеціальної слідчої комісії *(SIC)* ісландському парламенту *(Althingi)*, опублікованому у 2010 р., йдеться про те, що причиною надмірного розростання банківського сектора Ісландії була відсутність ефективного регулювання як органом фінансового нагляду *(FME)*, так і ринковим механізмом [152, с. 228]. *FME*, що в буквальному розумінні складався лише з декількох осіб, не мав ані належних ресурсів, ані досвіду, щоб впоратись із ситуацією, що склалася.

Іншою причиною обрання банками ризикованої стратегії розвитку були наслідки їх корумпованої та неефективної приватизації. У зв’язку з відсутністю іноземної конкуренції, – оскільки іноземні банки з політичних міркувань були фактично відсторонені від проведення тендерів, – значна частка акцій трьох найбільших банків Ісландії зосередилась у руках політичної еліти. Поширеними серед банків стали практики незаконного і необачного надання кредитів,особливо їхнім власникам та пов’язаним з ними сторонам. Таким чином, власники банків стали їх основними позичальниками, а їхня заборгованість часто перевищувала

загальний обсяг капіталу банків [152, с. 231]. Детально вплив корупції та політичних спекуляцій на розвиток ісландської фінансової кризи аналізують С. Сігургеірсдоттір та Р. Вайде у своїй роботі *From control by capital to control of capital: Iceland's boom and bust, and the IMF's unorthodox rescue package* [169].

Ситуацію в країні ускладнювала також експансіоністська політика уряду. Зниження ставок як прямих, так і непрямих податків (зокрема відмову від невідшкодовуваних резервних вимог), що відбулося у 2004 р., Дж. МакКомбі та М. Спреафіко називають однією з найбільших помилок ісландської макроекономічної політики.

В. Г. Буітер та А. Сіберт у своєму дослідженні [77], зазначають, що у зв’язку із дуже значним обсягом активів і зобов'язань банківської системи Ісландії, деномінованих в іноземній валюті, а також значною часткою короткострокових іноземних зобов'язання, Ісландії, щоб запобігти банкрутству банківського сектора у зв’язку із ринковою неліквідністю, був неминуче потрібен кредитор та маркетмейкер «останньої надії». Однак центральний банк Ісландії не зміг взяти на себе цю роль, оскільки не володів належним обсягом валютних резервів *(рис. 2.2.13)*, а отже, крах банківської системи був неминучим.

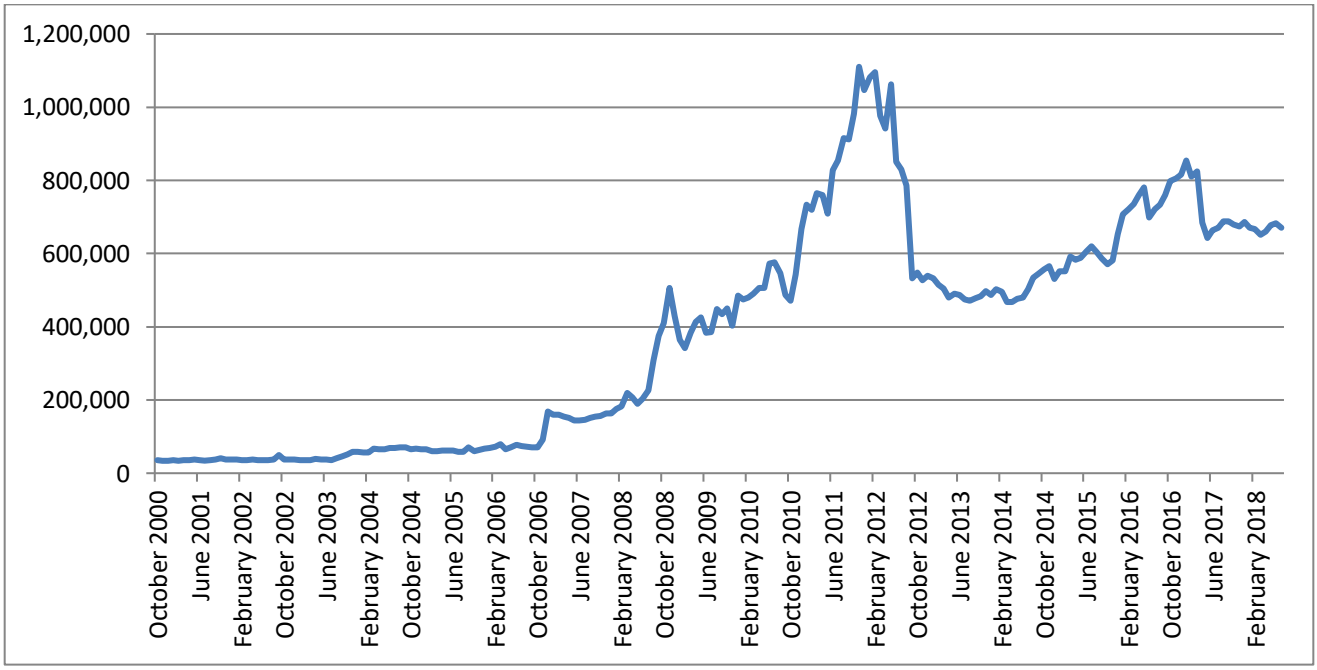


Рис. 2.2.13. *Офіційні валютні резерви Центрального банку Ісландії, у млн. крон, 2000–2018 рр.*

Джерело: складено автором за даними Центрального банку Ісландії.

Спеціальна слідча комісія *(SIC)* у своєму звіті доходить висновку, що центральний банк Ісландії знав про слабини ісландських банків, втім не зробив нічого, щоб їм запобігти. На нашу думку, якби центральний банк раніше вдався до заходів ДРМПК, зокрема посилив регулювання припливу капіталу (як це зробила Бразилія), то банкрутства банків та катастрофічної фінансової кризи, ймовірно, вдалося б уникнути. Втім, з *рис. 2.2.14* видно, що рівень регульованості фінансового ринку було істотно посилено лише у 2008 р. У часі, коли було вже занадто пізно запобігати фінансовій та економічній кризі, а потрібно було боротися із її наслідками.

Рис. 2.2.14. *Часова динаміка коефіцієнтів регульованості ринку капіталу в Ісландії, %, 1995–2015 рр.*

Джерело: складено автором.

Безпосереднім поштовхом до повномасштабної фінансової кризи в країні було те, що, у зв'язку із замороженням світових фінансових ринків у 2008 р., ісландські банки не могли рефінансувати свої боргові зобов'язання за допомогою іноземної валюти. Зовнішній борг банківського сектора досяг 50 млрд євро, у той час як ВВП Ісландії становив лише 8,5 млрд євро [152, с. 235]. Інфляція у 2008 р. зросла до понад 12 %, значно перевищивши цільовий показник центрального банку Ісландії, що становив 2,5 %. Темп зростання ВВП, що у 2007 р. дорівнював 9,35 %, знизився до 1,52 % та –6,94 % у 2008 та 2009 рр. відповідно. Ісландія

увійшла у стан стагфляції *(рис. 2.2.15)*. Рівень безробіття також різко зростав, досягнувши 7,23 % у 2009 р. За таких обставин довіра до обраного центральним банком Ісландії режиму таргетування інфляції похитнулася. Новою ключовою короткостроковою метою і проміжною метою на шляху досягнення інфляційного таргету було обрано стабільність обмінного курсу.

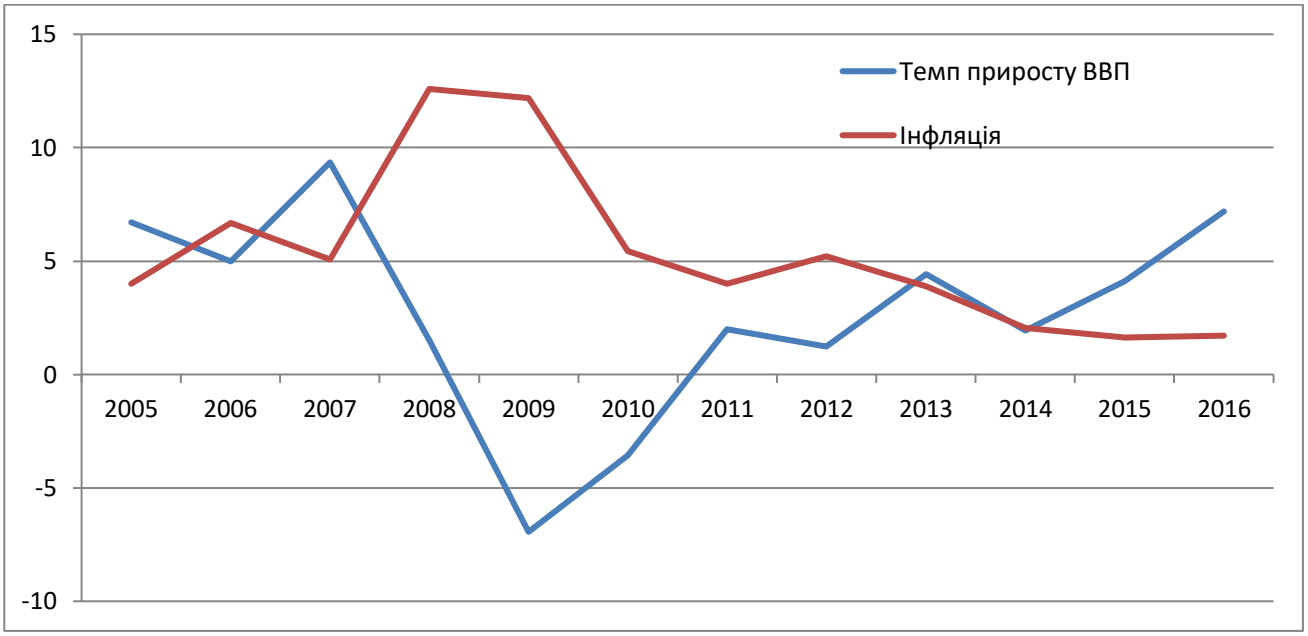


Рис. 2.2.15. *Динаміка темпів приросту ВВП та інфляції у Ісландії, 2005–2013 рр., щорічна зміна у %.*

Джерело: складено автором на основі даних МВФ.

Втрата довіри іноземних інвесторів до економіки Ісландії через банкрутство комерційних банків і наявність значного зовнішнього боргу країни *(рис. 2.2.12)* посилила ризики, пов'язані із масштабним відпливом іноземних кредитних ресурсів. За 4 місяці (з грудня 2007 р. по березень 2008 р.) крона девальвувала на 30 % *(рис. 2.2.16)*, що загострило небезпеку поглиблення економічної кризи, враховуючи значну частку внутрішніх кредитів в іноземній валюті, а також прискорення інфляції через дію ефекту переносу валютного курсу у внутрішні ціни [7, с. 83]. Як наслідок, уряд вирішив перекрити канали відпливу капіталу за кордон. У жовтні 2008 р. урядом Ісландії спільно з МВФ було впроваджено «Програму економічного відродження», важливою інтегрованою складовою якої були заходи ДРМПК.

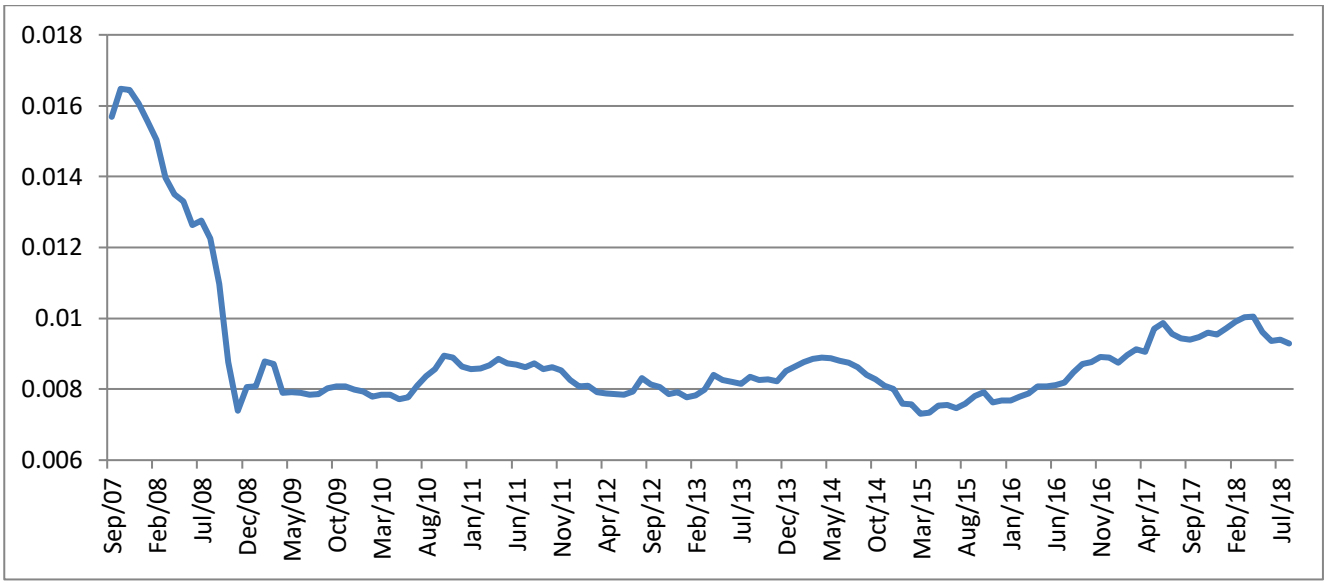


Рис. 2.2.16. *Динаміка обмінного курсу долара США до ісландської крони, 2007–2018 рр.*
Джерело: складено автором за даними МВФ.

Отже, основною метою впровадження ДРМПК в Ісландії було уникнення значного відпливу капіталу з економіки і запобігання, таким чином, подальшому знеціненню ісландської крони. Це своєю чергою мало б забезпечити простір для більш автономної фіскальної та монетарної політики, зниження рівня інфляції та обмеження негативного впливу на баланси домогосподарств та підприємств, які були чутливими до курсових та інфляційних коливань [83].

До ключових заходів регулювання відпливу капіталу в Ісландії належали:

- «замороження» вкладів як нерезидентів, так і резидентів країни на невизначений термін;
- контроль органами влади будь-яких трансакцій з капіталом, що здійснювалися як резидентами, так і нерезидентами та вимоги отримання спеціальних дозволів для їх реалізації;
- зобов'язання пред'являти авіаквиток за потреби купівлі іноземної валюти (з лімітом у 2000 євро) при виїзді фізичних осіб за кордон. Обмеження не поширювалися на зняття готівки з кредитних карток резидентами за кордоном, що дозволило знизити панічні настрої населення і підвищити довіру до влади;
- обмеження конвертованості крони, а саме впровадження лімітів на продаж іноземної валюти комерційними банками;

- заборона конвертації фінансових активів нерезидентів, як облігацій, так і інших фінансових інструментів, номінованих у національній валюті до закінчення строку їх обігу.

Унаслідок впровадження заходів ДРМПК, під дію тих чи інших обмежень потрапили активи нерезидентів розміщені у національних банках, а також фінансові інструменти номіновані у національній валюті загальною сумою у 600 млрд крон [7, с. 84]. Початково планувалося застосувати ДРМПК як короткостроковий захід економічної політики та розпочати поетапну лібералізацію МПК у міру стабілізації ситуації на фінансовому ринку. Однак, зважаючи на небезпеку різкої «втечі» капіталу після послаблення регулювання, остаточно ДРМПК не було скасовано аж до 2017 р.

Регулювання відпливу капіталу і обмежена конвертованість ісландської валюти, зумовили формування офшорного ринку крони, на якому вона торгувалася зі знижкою 50 %. Це дало змогу резидентам, в обхід впровадженого регулювання, виводити капітал з країни. Зважаючи на ситуацію, що склалася, регулювання посилювалося. Додатковим заходом було, наприклад, обмеження переказу коштів у кронах із ісландських банків у закордонні [7, с. 84]. Зважаючи на обмеження додатковими заходами можливості здійснення закордонних інвестицій, власники офшорної крони (як резиденти, так і нерезиденти) перейшли до інвестування у державні облігації, що сприяло фінансуванню бюджетного дефіциту та допомогло уникнути кризи державних фінансів [124, с. 20].

ДРМПК дало змогу центральному банку, задля досягнення цілей монетарної політики щодо підтримки стабільності обмінного курсу ісландської крони та зниження рівня інфляції, активно використовувати облікову ставку. У листопаді 2008 р., після попереднього зниження у середині жовтня, центральний банк Ісландії підвищив облікову ставку на 600 базових пунктів до 18 %. Після стабілізації обмінного курсу, внаслідок посилення адміністративних заходів ДРМПК, на початку 2009 р. центральний банк зайняв м’якшу монетарну позицію. Така політика дала змогу до кінця 2010 р. знизити процентні ставки до менш ніж

5 %, що сприяло зростанню економіки і реструктуризації боргів домогосподарств та корпорацій.

Згідно із «Програмою економічного відродження» заходи ДРМПК були лише одним із елементів посткризового відновлення. Вони активно поєднувалися із реорганізацією банківського сектора, процентною політикою, проведенням валютних інтервенцій та забезпеченням ліквідності. Зважаючи на це, оцінка ефективності заходів ДРМПК в Ісландії наштовхується на, розглянуту раніше, проблему відокремлення наслідків ДРМПК від наслідків інших заходів макроекономічної політики.

Тим не менш, у тому числі із допомогою використання заходів ДРМПК, економіці Ісландії вдалося блискавичними темпами відновитися після колапсу банківської системи та повномасштабної фінансової кризи. Ф. М. Балдурссон та Р. Портес [74] відзначають, що реальний темп зростання ВВП Ісландії, що впродовж 2010–2015 рр. становив близько 3,5 %, значно перевищує середнє значення цього показника для розвинутих країн у посткризовому періоді. У 2016 р. приріст ВВП був ще більшим і становив 7,2 % *(рис. 2.2.15)*. Рівень безробіття з 8,5 % у 2010 р. знизився до 3,01 % у 2016 р. Вдалося також стабілізувати обмінний курс ісландської крони *(рис. 2.2.16)* і запобігти подальшому підвищенню премії за ризик. Інфляція в країні у 2014 р. опустилася нижче таргетованого рівня і становила 2,05 % *(рис. 2.2.15)*. До 2016 р. рівень інфляції знизився ще більше, досягнувши 1,7 %. Обсяг зовнішнього боргу Ісландії скоротився до докризового рівня *(рис. 2.2.12)*, а дефіцит бюджету було усунено.

Варто зазначити, що жорсткі заходи ДРМПК, що ефективно стримували потоки капіталу *(рис. 2.2.11),* дали змогу монетарній владі вдатися до заходів макроекономічної політики, які за інших обставин були б неможливими, наприклад, значно підвищити процентні ставки з метою запобігання неконтрольованому знеціненню крони.

Необхідно також врахувати особливу роль експортно-орієнтованих галузей, зокрема виробництва алюмінію, рибної промисловості і особливо туризму, в

активному відновленні ісландської економіки, а також низьких витрат ісландських підприємств на електроенергію (використання геотермальної енергії).

Таким чином, з досвіду Ісландії можна зробити кілька важливих висновків для України й інших малих відкритих економік. По-перше, коли фінансова еліта, що в Ісландії була тісно пов'язана з політичною елітою, керується власними інтересами, а не інтересами держави – це неминуче веде до фінансової кризи. По-друге, очевидно, що своєчасно впроваджені заходи регулювання припливу капіталу могли б зупинити колапс банківського сектора. А. Р. Мартінец та А. Дж. Барден [151] зазначають, що досвід Ісландії демонструєяк необмежений рух капіталу в малих відкритих економіках можна прирівняти до «зброї масового ураження». По-третє, аргументи противників ДРМПК, що пов'язані із можливими економічними втратами від впровадження регулювання, є нерозсудливими. Адже короткострокові втрати, що проявлялися, зокрема, у тимчасовому зниженні темпів зростання економіки та зниженні довіри іноземних інвесторів, а також підвищенні вартості запозичень за кордоном, неможливо порівняти із блискучим посткризовим відновленням ісландської економіки. По-четверте, успіх Ісландії був зумовлений тим, що заходи ДРМПК були достатньо жорсткими та імплементованими у загальну стратегію відродження економіки.

Отже, проаналізувавши ефективність регулювання припливу (Бразилія) та відпливу капіталу (Ісландія) у малих відкритих економіках, можемо зробити висновок про те, що заходи ДРМПК є доволі ефективним економічним інструментом у кризових умовах. Вони дають змогу вплинути на обсяг (Ісландія) та структуру (Бразилія) потоків капіталу, ефективно стабілізують обмінний курс національної валюти та розширюють автономію монетарної політики від динаміки глобального фінансово ринку, дозволяючи використовувати грошово-кредитні інструменти, що були б недоступними за умови відсутності ДРМПК.

2.3. Особливості державного регулювання міжнародних потоків капіталу в Україні

Проблема знаходження компромісу між лібералізацією та регулюванням МПК сьогодні, враховуючи сучасний стан глобалізації та інтеграції світового фінансового простору, є вкрай актуальною для України, як і для будь-якої малої відкритої економіки. З одного боку, зважаючи на необхідність залучення значного обсягу інвестиційних ресурсів для структурної модернізації та розбудови економіки України, розуміємо її потребу скористатися перевагами фінансової лібералізації. Однак приклад світової фінансової кризи 2008–2009 рр. доводить, що така стратегія може зазнати невдачі, враховуючи можливі ризики вільного переміщення МПК, пов'язані з їх волатильністю. Саме тому рухатись у цьому напрямку Україні потрібно виважено і поступово, виносячи уроки із позитивно і негативного досвіду інших малих відкритих економік.

З огляду на поточний рівень інтегрованості України в глобальну економічну систему та стратегічну мету щодо вступу в ЄС, лібералізація МПК повинна бути бажаним результатом ринкових перетворень в країні, оскільки сприятиме економічному розвитку, ефективнішому використанню ресурсів (як фінансових, так і матеріальних), трансферу сучасних технологій та можливості диверсифікації фінансових ризиків. У підсумку це створить підґрунтя для повнішої реалізації економічного потенціалу України, сталого та збалансованого економічного розвитку і зростання добробуту населення.

Можливість вільного виходу з інвестицій в українські активи та спрощення процедур конвертації і переказу валюти повинно стати важливим фактором стимулювання припливу іноземних інвестицій в економіку України та розвитку й посилення ліквідності національного фінансового сектору. Це своєю чергою сприятиме розширенню кількості доступних для інвестування фінансових інструментів та зниженню вартості залучення капіталу.

Резидентам країни лібералізація відпливу капіталу дасть змогу ефективніше використовувати диверсифікацію портфеля активів. Для вкладників покращаться

умови приросту заощаджень, у тому числі пенсійних. Полегшення доступу економічних суб'єктів до іноземних фінансових ресурсів сприятиме згладжуванню коливань в обсягах споживання та інвестицій у випадку зовнішніх збурень на основних експортних ринках.

Водночас фінансова лібералізація сприятиме глибшій інтеграції вітчизняного ринку капіталу із світовим фінансовим ринком, створюючи небезпеку більш виражених циклічних коливань та посилення волатильності обмінного курсу національної валюти, що зумовить потребу підвищення стандартів управління ризиками як на рівні регулятора, так і з боку самих учасників ринку.

Висока проциклічність МПК призведе до більш вираженої циклічності внутрішніх економічних процесів (періодів зростання та спаду) та ризиків, пов'язаних із нею. Протидія цим ризикам зумовить потребу швидкого та якісного коригування інструментів фіскальної та монетарної політики.

Вигоди та ризики, які Україні необхідно враховувати при виборі стратегії розвитку фінансового ринку підсумовано у *табл. 2.3.1*.

Використавши, проаналізований досвід Бразилії та Ісландії, розглянемо гіпотетичну ситуацію переходу України до вільного переміщення МПК. У такому випадку, інтенсивний приплив капіталу в економіку після завершення процесу фінансової лібералізації, може призвести до надмірного ревальваційного тиску на українську гривню, протистояти якому, виключно за допомогою стерилізаційних операцій НБУ, буде напрочуд складно. Як наслідок, конкурентоспроможність українського експорту знизиться, дефіцит торговельного балансу зростатиме, а ціни у неторговельному секторі підвищуватимуться вибуховими темпами, утворюючи цінові «бульбашки» активів. Відсутність в Україні належного рівня пруденційного регулювання та нагляду (який після лібералізації МПК повинен постійно вдосконалюватися з огляду на розширення доступу до фінансових інновацій та спекулятивного капіталу) може стимулювати фінансових посередників брати на себе занадто високі ризики, що, зрештою, призведе до зростання кредитування, споживання та інвестиції, однак за рахунок припливу волатильного короткострокового боргового капіталу.

Таблиця 2.3.1.

Вигоди та ризики лібералізації МПК у малих відкритих економіках

	Лібералізація	Регулювання
Вигоди	• Стрімкий розвиток внутрішнього фінансового ринку; • Спрощення доступу до іноземних інвестицій; • Розширення різноманіття фінансових інструментів для резидентів країни; • Доступ реального сектора до фінансування за ринковими цінами; • Більше можливостей для диверсифікації фінансового портфеля; • Зростання прибутковості інвестиційних проектів; • Більш конкурентне середовище завдяки доступу до ринку іноземних інвесторів.	• Можливість реалізації більш незалежної монетарної політики; • Можливість надання преференцій окремим учасникам ринку; • Скорочення волатильності обмінного курсу національної валюти; • Можливість підтримання режиму фіксованого обмінного курсу; • Можливість коригування циклічності МПК.
Ризики	• Висока волатильність та циклічність МПК; • Зростання ризику втрати макроекономічної стабільності; • Зростання волатильності обмінного курсу національної валюти; • Потреба належного пруденційного нагляду; • Залежність монетарної політики від динаміки глобального фінансового ринку; • Зростання ймовірності розгортання фінансової кризи.	• Обмеження доступу реального сектора до міжнародних запозичень; • Менш конкурентне середовище; • Зростання вартості запозичень та ведення бізнесу; • Низький рівень конкуренції та розвитку фінансового ринку; • Обмеження різноманіття фінансових інструментів для резидентів країни; • Менше можливостей для диверсифікації фінансового портфеля; • Витрати, пов’язані із необхідністю впровадження та адміністрування заходів ДРМПК.

Джерело: складено автором.

Така ситуація створить підґрунтя для погіршення макроекономічної стабільності, підвищення інфляційного та девальваційного тиску, сповільнення темпів приросту ВВП, збільшення обсягу проблемних активів на балансах банківського сектора, зниження довіри інвесторів до української економіки і як наслідок – скорочення припливу або й стрімку «втечу» іноземного капіталу з України. Залежно від масштабу цих процесів, Україна знову постане перед кризою ліквідності, або навіть системною кризою платіжного балансу, банківською, чи повномасштабною фінансовою кризою. Для ефективної боротьби

із кризовими явищами, як показує досвід азійської та світової фінансової криз, Україні доведеться знову вдаватися до застосування заходів ДРМПК.

Наведений приклад дає змогу зрозуміти, що лібералізація МПК, незважаючи на усі її переваги для економіки України на сучасному етапі її розвитку, повинна бути виваженою та послідовною.

МВФ у своїй новій інституційній позиції *(New institutional view)* [175], детально проаналізованій у *розділі 3*, виділяє низку передумов, досягнення яких, дозволить Україні безболісно лібералізувати фінансовий ринок, а саме:

- стале економічне зростання;
- гнучкий обмінний курс та низька інфляція;
- достатній обсяг валютних резервів;
- значна частка ПІІ та акціонерного капіталу в складі МПК;
- розвинутий фінансовий сектор;
- високі стандарти пруденційного нагляду та регулювання;
- якісне інституційне середовище та довіра інвесторів до державного управління;
- відкритість ринку зовнішньоторговельних операцій.

МВФ зазначає, що ризики фінансової лібералізації значно більші для тих країн, що не досягли належного рівня фінансового та інституційного розвитку, до яких, на жаль, належить Україна.

Таким чином, позиція МВФ та світовий досвід дали нам змогу розробити поради для успішної лібералізації фінансового ринку в сучасних реаліях української економіки. По-перше, сьогодні ще занадто рано говорити про перехід до повної лібералізації фінансового ринку України. У довгостроковій перспективі вона повинна відбуватися виваженим темпом, без прив’язки до термінів, а зважаючи на успіх досягнення необхідних передумов, спрямованих на поліпшення інституційної спроможності управляти наслідками як припливу, так і відпливу капіталу на проміжних етапах лібералізації. По-друге, лібералізація матиме більше шансів бути успішною, якщо підтримуватиметься

скоординованими заходами фіскальної, монетарної та валютної політики, котрі підвищать спроможність ринків та інституцій. По-третє, як засвідчує досвід Ісландії, важливою передумовою вдалої лібералізації є посилення пруденційного нагляду та управління ризиками у банківській системі. По-четверте, лібералізація різних видів МПК повинна відбуватися поступово, у залежності від їх рівня ризикованості для національної економіки. По-п'яте, навіть за умови досягнення більшості передумов успішної лібералізації, від заходів ДРМПК не потрібно відмовлятися остаточно. За умови, наприклад, використання цінових заходів, податки на приплив чи відплив капіталу не варто скасовувати, натомість їх ставки можна знизити до 0 % (як це було в Бразилії). Такий підхід дасть змогу, при виникненні будь-яких загроз, не витрачаючи часу на впровадження законодавчих реформ, знову посилити регулювання до необхідного рівня. По-шосте, сьогодні в Україні, на нашу думку, доцільно говорити про лібералізацію МПК в контексті реформування їх регульованості. Адже, незважаючи на *de jure* високий рівень ДРМПК в Україні *(рис. 2.3.1)*, *de facto* таке регулювання є вкрай неефективним і дозволяє використовувати численні обхідні шляхи для його уникнення. По-сьоме, в українських реаліях реформи повинні здійснюватися не лише з метою залучення якісних неспекулятивних іноземних інвестицій, а також задля повернення вивезеного з країни капіталу за нелегальними каналами, зокрема в офшорні фінансові гавані та за допомогою трансферного ціноутворення.

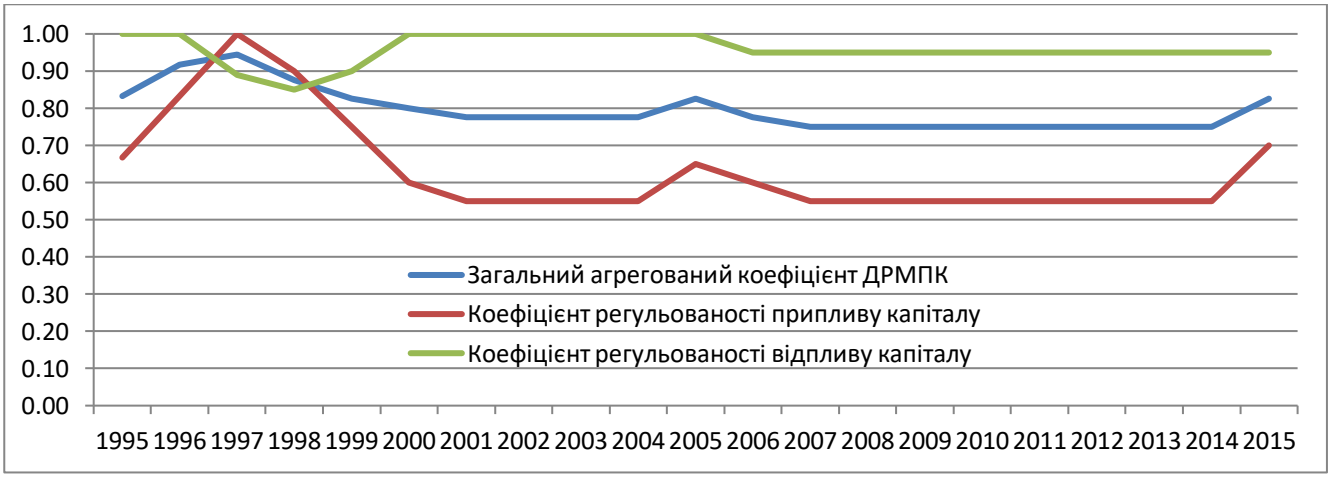


Рис. 2.3.1. *Часова динаміка коефіцієнтів регульованості ринку капіталу в Україні, %, 1995–2015 рр.*

Джерело: складено автором.

Згідно з даними звіту *Global Financial Integrity* (організації створеної з метою дослідження нелегальних фінансових потоків), у 2014 р. Україна зайняла 14 місце серед 150 країн світу за обсягами нелегального відпливу капіталу. Протягом 2004–2013 рр. з України за нелегальними каналами виводилося щорічно в середньому 11,676 млрд доларів США *(табл. 2.3.2)*, а в цілому за 10 звітних років з України було виведено 116,762 млрд доларів США [70].

Таблиця 2.3.2.

Обсяг відпливу капіталу з України за нелегальними каналами, млрд доларів США, 2004–2013 рр.

Період	Відплив коштів з використанням трансферного ціноутворення	Відплив коштів за іншими канали	Загальний відплив капіталу
2004	4380	0	4380
2005	5626	0	5626
2006	5381	0	5381
2007	6695	480	7175
2008	16922	0	16922
2009	10574	0	10574
2010	13843	0	13843
2011	17949	0	17949
2012	21001	0	21001
2013	13271	640	13911
Разом	115642	1120	116762

Джерело: складено автором за даними організації *Global Financial Integrity.*

На відміну від легального відпливу капіталу, який відбувається під впливом ринкових чинників, пов’язаний із пошуком сприятливого бізнес-середовища та диверсифікацією активів при дотриманні діючого законодавства, прихований відплив капіталу відбувається під впливом неринкових чинників та здійснюється в обхід встановлених у країні правових норм, шляхом переміщення такого капіталу до іншої економічної території [50, с. 7].

Експерти *Global Financial Integrity* визначають відплив капіталу за нелегальними каналами як кошти, що є незаконно заробленими, переведеними або використаними і охоплюють усі невраховані приватні фінансові потоки, що зумовлюють накопичення резидентами іноземних активів всупереч існуючої

нормативної бази та меж ДРМПК [91]. Втім, варто зазначити, що значна складова незаконного відпливу капіталу формується за рахунок легальної діяльності, проте з використанням законодавчих прогалин. Як видно з *табл. 2.3.2.,* абсолютною або основною складовою частиною прихованого відпливу капіталу з України є маніпуляція цінами у зовнішньоекономічних операціях – трансфертне ціноутворення.

Чинники прихованого відпливу капіталу пов'язані із прагненням економічних суб'єктів максимізувати прибутковість бізнесу та оптимізувати ефективність розміщення власних фінансових ресурсів. Податки та витрати, пов'язані з дотриманням окремих регуляторних процедур, зменшують рентабельність капіталовкладень та терміни їх окупності, тому з метою мінімізації цих витрат бізнес переводить капітал у законодавче поле, яке дозволяє у законний спосіб їх знизити [59, с. 68].

Відплив капіталу з України за кордон і в офшори відбувається за давно налагодженими схемами і є важливою проблемою, що перешкоджає розвитку та потребує дієвого вирішення. Насамперед необхідно ліквідувати прогалини у законодавстві щодо оподаткування, зовнішньоекономічної діяльності, фінансових ринків, у зв'язку з якими схеми прихованого відпливу капіталу залишаються в Україні цілком легальним способом зменшення податкових зобов'язань, уникнення регуляторних процедур тощо. Проблема тут полягає у тому, що багато чиновників, які начебто борються з офшоризацією економіки, фактично самі користуються їх перевагами, тому часто їхні заяви – лише популізм.

Для України, яка відчуває значну потребу в інвестиційних ресурсах, проблема регулювання відпливу капіталу полягає не лише у зменшенні його нелегального обсягу, але й у поверненні коштів, що впродовж десятиліть виводилися з грошового обігу країни.

С. С. Арутюнян із співавторами [46, с. 36–37]зазначають, що «втеча» капіталу з України скорочуватиметься у процесі просування ринкових реформ, важливими серед яких є цілеспрямоване поліпшення інвестиційного та підприємницького клімату, довіри до уряду та фінансових інститутів та до

української економіки в цілому через поліпшення податкової системи і податкового адміністрування; забезпечення надійної роботи банківської системи; захист прав кредиторів та інвесторів; прозорість фінансової звітності всіх підприємств і організацій; підвищення ефективності в боротьбі зі злочинністю і корупцією, поліпшення роботи прокуратури і судової системи; зниження загального рівня підприємницьких ризиків, створення такого становища у господарській сфері, за якого приховане вивезення прибутків за межі країни припиняє бути економічно вигідним для резидентів.

З іншого боку, можна стверджувати, що зв'язок між нелегальним відпливом капіталу з України і реформуванням економіки є двостороннім, тобто не лише реформи сприяють скороченню «втечі» капіталу, але й відплив капіталу перешкоджає проведенню реформ, будучи важливим чинником руйнування господарського потенціалу. Саме тому важливо цілеспрямовано боротися з правопорушеннями і корупцією в цій сфері за допомогою наступних заходів:

- вдосконалення адміністративно-законодавчого контролю над зовнішньоекономічною діяльністю для запобігання нелегальному вивезенню прибутків;
- боротьби зі зловживаннями у фінансовій сфері, а також усунення численних нормативно-правових упущень;
- створення у системі правоохоронних органів і контролюючих організацій міжвідомчого центру фінансових розслідувань для інформаційно-аналітичного забезпечення правоохоронної діяльності;
- вдосконалення інформаційного забезпечення правоохоронних органів з питань контролю за «втечею» капіталу;
- розробки процедури повернення незаконно вивезених грошей;
- вдосконалення міжвідомчої взаємодії;
- здійснення правоохоронними та контролюючими органами спеціальних операцій з метою припинення незаконного перерахування валюти через фіктивні імпортні рахунки, введення податків на грошові перекази поштою – у такий

спосіб уряд збиратиме податки незалежно від фактичного здійснення імпортних поставок, а стимули для використання фіктивних імпортних контрактів для прихованого експорту капіталу різко знизяться [46, с. 37].

Важливим кроком на шляху подолання проблеми відпливу капіталу з України було запровадження у 2013 р. системи контролю трансферного ціноутворення, зокрема прийняття у липні 2013 р. Закону про трансфертне ціноутворення [44]. На етапі розробки цього законопроекту Державна податкова служба України (з травня 2014 р. Державна фіскальна служба України) оцінила, що щороку з України за допомогою трансфертного ціноутворення виводиться з-під оподаткування близько 100 млрд грн. В результаті Державний бюджет України недоотримує майже 20–25 млрд грн.

Однак з поступовим налагодженням анти-офшорного податкового законодавства дворівнева схема виведення капіталу з України («українська компанія – офшор») лише видозмінилася, перетворившись на трирівневу, яку зображено на *рис. 2.3.2.*

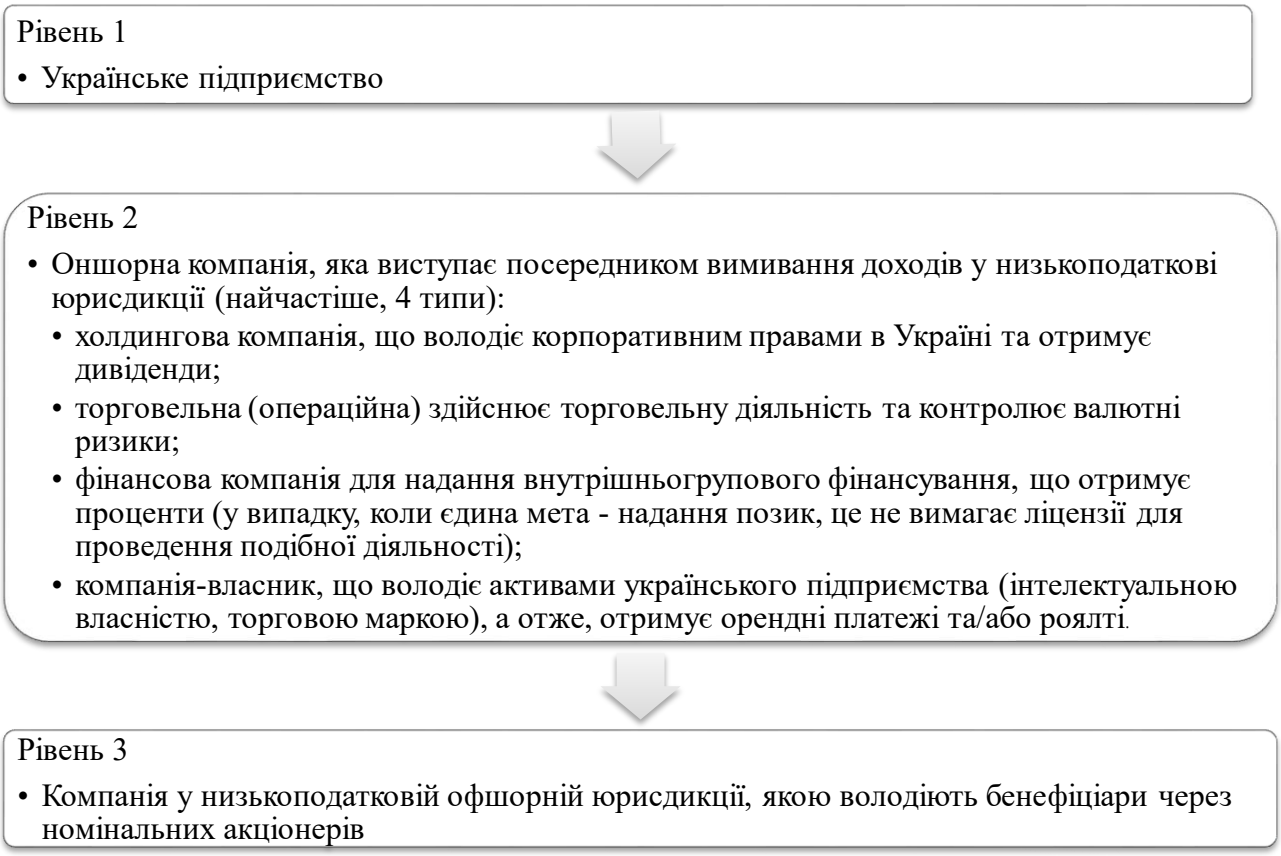


Рис. 2.3.2. *Схема співпраці підприємств з офшорами в Україні*

Джерело: [14].

За даними НБУ, переважна більшість крупних українських експортерів здійснюють експорт через власних трейдерів або мають холдингові компанії, зареєстровані у низькоподаткових юрисдикціях, які формально не є офшорами (Австрія, Люксембург, Нідерланди, Швейцарія). Як наслідок, фактичні обсяги операцій українських підприємств із резидентами низькоподаткових юрисдикцій є вищими, оскільки до переліку офшорних зон не включені країни ЄС, податкова система яких використовується для управління фінансовими потоками та з метою податкової оптимізації у структурах холдингів [14, с. 8].

Основною схемою виведення капіталу з України є виплата пасивних доходів (проценти та роялті) за кордон на пов'язану особу-нерезидента. Платник податків включає їх до складу витрат підприємства і відповідно віднімає від доходу з метою зменшення бази оподаткування податком на прибуток [14, с. 9–10].

З метою протидії описаним посередницьким схемам на початку 2015 р. було внесено зміни до статті 39 Податкового кодексу України для наближення її до принципу «витягнутої руки»[2] за методологією ОЕСР. Так, у п. 39.2.1.5. Податкового кодексу передбачено, що якщо у ланцюгу господарських операцій між платником податків і його пов'язаною особою-нерезидентом у низькоподатковій юрисдикції право власності на предмет (результат) такої операції перш ніж перейти від платника податків до такого нерезидента (у разі експортних операцій) або перш ніж перейти від такого нерезидента до платника податків (у разі імпортних операцій) переходить до однієї або декількох непов'язаних осіб, то для цілей оподаткування податком на прибуток підприємств така операція вважається контрольованою [42].

Ще одним кроком у боротьбі із виведенням капіталу з України було встановлення ліміту, вище якого виплата процентів за борговими зобов'язаннями здійснюється не з витрат, як було пояснено вище, а з доходів підприємства

[2]Принцип «витягнутої руки» полягає у співставленні економічних умов проведеної операції із такою, що могла би бути здійснена між непов'язаними контрагентами за інших рівних умов. Контроль передбачає співставлення активів, ризиків та функцій обох сторін угоди при створенні нової вартості для справедливого розподілу прибутку.

(п. 140.1. Податкового кодексу України). У випадку здійснення позики у пов'язаної особи-нерезидента, яка більше ніж у 3,5 рази перевищує власний капітал, при виплаті процентів до складу витрат підприємства може бути включено не більше 50 % доходів підприємства до сплати процентів, податків та амортизації. Більш детально законодавчі новації у сфері деофшоризації української економіки аналізує Ю.В. Касперович [14].

Варто також зазначити, що для більшої ефективності політикидеофшоризації важливо не лише приводити нормативно-правову базу у відповідність до міжнародних стандартів та стежити, щоб її положення не суперечили одне одному (створюючи у такий спосіб нові обхідні шляхи), а також удосконалювати інформаційного-технічне забезпечення контролюючих органів для перевірки фактичного дотримання нових законодавчих положень та звуження можливостей впливу людського фактора, тобто вибіркового підходу до окремих економічних суб'єктів.

З викладеного вище можна зробити висновок про те, що сьогодні в Україні простежується своєрідний парадокс. З одного боку, відсутні фінансові ресурси для реалізації інвестиційних проектів щодо модернізації і перебудови економіки. З іншого боку, резиденти країни зберігають близько 100 % ВВП у вигляді готівкових коштів, а ще понад 100 % ВВП – це кошти, що прямують у офшори [46, с. 39]. Таку ситуацію можна пояснити зокрема тим, що протягом усіх років незалежності офіційний відплив капіталу з України регулювався дуже інтенсивно. Обчислений нами у *1 розділі*, коефіцієнт регульованості відпливу капіталу варіює в вузькому діапазоні від 0,85 до 1 *(рис.2.3.1)*, тобто резиденти України практично не мали змоги інвестувати у закордонні активи. Саме тому інвестування резидентів обмежувалося офшорними юрисдикціями та інвестиціями великого бізнесу.

Однак навіть зважаючи на абсолютно обмежений доступ резидентів країни до світових фінансових ринків, український ринок цінних паперів так і не дістав належного розвитку. Якісний та глибокий фінансовий ринок, зокрема управління активами, недержавні пенсійні фонди, хедж-фонди тощо, також поки не є

сформованим. Ні комерційні банки, ні фондовий ринок не розробили ефективних механізмів залучення заощаджень населення в інвестиційний обіг і спрямування їх у найбільш ефективні сфери і галузі реальної економіки.

Причини такого стану потребують окремого дослідження, втім можна припустити, що однією з них є відсутність належного інституційного забезпечення, іншою – відсутність конкуренції за кошти інвесторів з боку іноземних емітентів із високими стандартами прозорості, корпоративного управління та якісного захисту прав акціонерів і кредиторів.

Все ж можемо простежити позитивний ефект від припливу іноземного капіталу в Україну, зокрема на прикладі банківського сектора. Із майже 100 банків виведених з ринку НБУ з 2014 р. лише 1 був банком із 100 % іноземним капіталом. У 2014 р. в Україні здійснювало свою діяльність 180 комерційних банків, серед яких 49 – із іноземним капіталом. У 2018 р. їх кількість скоротилася до 82 і 38 відповідно. Водночас кількість банків із 100 % іноземним капіталом зменшилась лише на 1, із 19 до 18. Станом на початок 2018 р. з 15 найбільших українських банків лише 6 належали українським власникам (4 з них – державні). Таким чином, можемо припустити, що лібералізація припливу іноземного акціонерного капіталу у банківську сферу в пострадянські часи сприяла стабільності вітчизняної банківської системи.

На вітчизняному фондовому ринку ситуація значно складніша. Формальні показники розвитку фондового ринку (капіталізація, ліквідність, кількість емітентів) в Україні є вкрай низькими та поступаються відповідним характеристикам не лише розвинутих країн, а й країн, що розвиваються, та країн з ринками, що формуються.

За Індексом глобальної конкурентоспроможності *(The Global Competitiveness Index, GCI)*, розрахованим за методикою Всесвітнього економічного форуму, у 2017–2018 рр. за рівнем розвитку фінансового ринку Україна посіла 120-е місце серед 137 країн [173]. Водночас за якістю регулювання діяльності фондових бірж Україна зайняла аж 135-у сходинку. З *табл. 2.3.3*, у якій наведено основні індикатори конкурентоспроможності вітчизняного фінансового ринку впродовж

2010–2018 рр., видно, що відповідні показники впродовж аналізованого періоду були вкрай низькими, на рівні найвідсталіших африканських і латиноамериканських країн. Перша цифра в таблиці є місцем країни у рейтингу *GCI*, друга – коефіцієнтом, що коливається в межах від 1 до 7, залежно від рівня розвитку індикатора. Показово, що така ситуація є незмінною з моменту утворення українського фінансового ринку.

Таблиця 2.3.3.

Динаміка індикаторів міжнародної конкурентоспроможності фінансового ринку України, 2010–2018 рр.

	2017/ 2018	**2016/ 2017**	**2015/ 2016**	**2014/ 2015**	**2013/ 2014**	**2012/ 2013**	**2011/ 2012**	**2010/ 2011**
Розвиток фінансового ринку	120/3,1	130/3,0	121/3,2	107/3,5	117/3,5	114/3,5	116/3,4	119/3,3
Доступність фінансових послуг	120/3,0	116/3,0	123/3,5	123/3,5	126/3,4	111/3,5	123/3,3	122/3,2
Регулювання фондових бірж	134/2,4	137/2.1	135/2,5	127/2,9	129/2,9	124/3,1	127/3,0	127/2,7
Усього країн у рейтингу	137	138	140	144	148	144	142	139

Джерело: складено автором за даними [18].

Дані *табл. 2.3.3* свідчать про те, що спроби вдосконалити регулювання українського фінансового ринку не дають жодного значимого результату ані щодо підвищення його інвестиційної привабливості, ані щодо поліпшення умов функціонування ринку. М. В. Стецько [47, с. 98] стверджує, що новації у сфері регулювання вітчизняного фондового ринку були спрямовані передусім на обслуговування корпоративних інтересів окремих політико-економічних угруповань, а також ринкових спекулянтів. Наслідком фактичного невиконання системою регулювання ринку своїх основних функцій стала руйнація останнього як такого.

Зважаючи на низький рівень міжнародної конкурентоспроможності, вітчизняному фінансовому ринку здавалося б поки рано боятися наслідків спекулятивних атак іноземних інвесторів та циклічності МПК. Втім Україні таки довелося зіткнутися із небезпекою волатильності та зворотного руху міжнародних

фінансових потоків. За останнє десятиліття така ситуація траплялася двічі: під час світової фінансової кризи 2008–2009 рр. та політико-економічної кризи 2014–2015 рр., коли розворот тренду припливу боргового капіталу зумовив важкі кризи платіжного балансу та призвів до стрибкоподібної девальвації гривні після тривалих періодів стабільності обмінного курсу *(рис. 2.3.3)*.

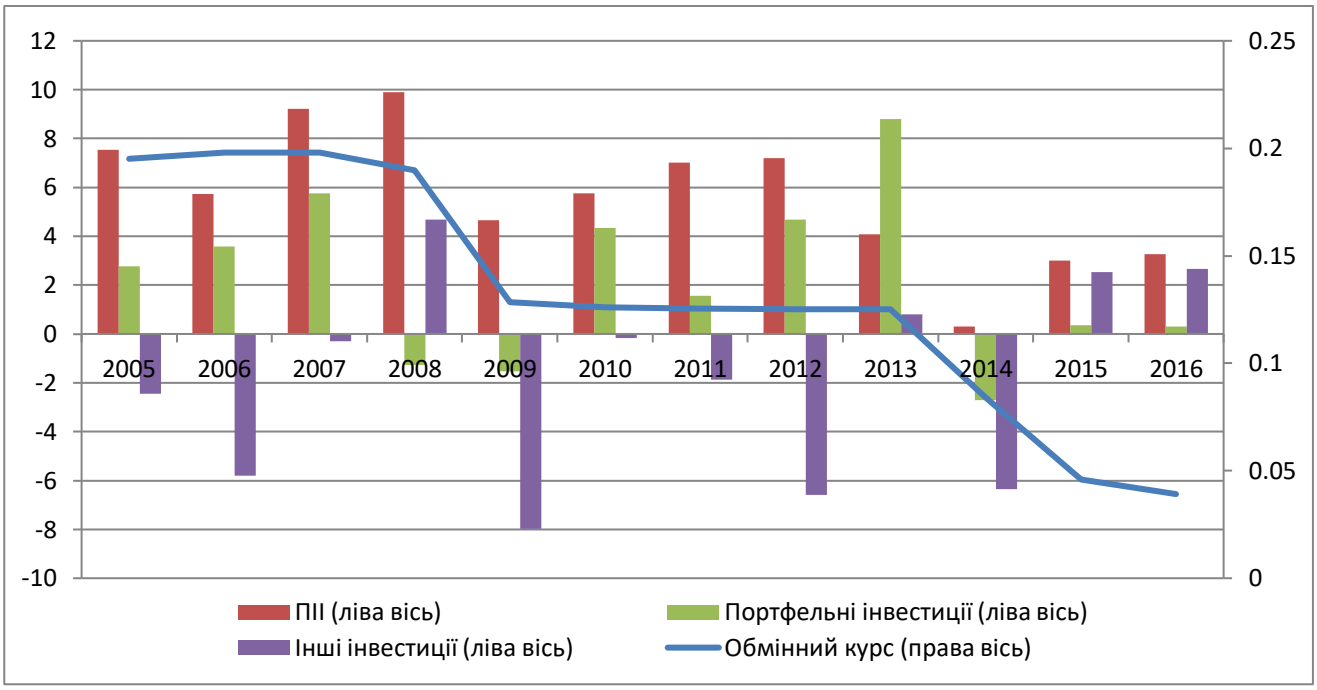


Рис. 2.3.3. *Динаміка обмінного курсу гривні до долара США та чистого припливу капіталу в Україну (у млн доларів США), 2005–2016 рр.*
Джерело: складено автором за даними НБУ та МВФ.

Порівняно значний приплив боргового капіталу через валютне кредитування (співвідношення кредитів і депозитів українських банків досягло 150 %) під час висхідної фази економічного циклусередини 2000-х рр. різко зупинився під час світової фінансової кризи, супроводжуючись погіршенням макроекономічних умов, у тому числі колапсом експорту та різким зниженням показника умов торгівлі. Таким чином, приплив капіталу у 3 кварталі 2008 р. різко змінився його зворотнім рухом, супроводжуючись стрімким зростанням левериджу компаній та погіршенням якості активів банківської системи внаслідок значної девальвації гривні. З вересня по листопад 2008 р. національна валюта девальвувала на 20 % *(рис.2.3.3)*. У лютому 2009 р. обмінний курс вдалося стабілізувати, однак гривня втратила 60 % вартості у порівнянні з вереснем 2008 р.

У розпал кризи, з метою стримати відплив капіталу та не допустити подальшу девальвацію гривні, НБУ довелося вдатися до посилення ДРМПК, зокрема було впроваджено заборону дострокового погашення валютних кредитів; обмеження на здійснення банками-нерезидентами трансакцій з гривнею; заборону на укладення форвардних валютних контрактів; регулювання дострокового зняття строкових депозитів; п'ятиденний строк очікування для конвертації гривневих доходів нерезидентів від інвестиційних операцій в іноземну валюту; обмеження строковості боргових запозичень; заборону надання незахеджованих валютних позик; обмеження щомісячного обсягу здійснення фізичними особами переказу іноземної валюти за межі країни; контроль за авансовими платежами по імпорту, який не входить на територію України тощо [145, с. 40–41].

Ж. Брокмайр, Д. Марстон, Дж. Д. Острі вважають, що ефективність впроваджених заходів неоднозначна [145, с. 41]. Деякі з них допомогли знизити тиск на обмінний курс гривні на піку кризи, однак вони не дали змоги уникнути проведення значних валютних інтервенцій, через що обсяг золотовалютних резервів України за шість місяців після посилення ДРМПК скоротився на 30 % *(рис. 2.3.4)*. Станом на початок 2009 р. їх обсяг становив лише 23 % від ВВП.

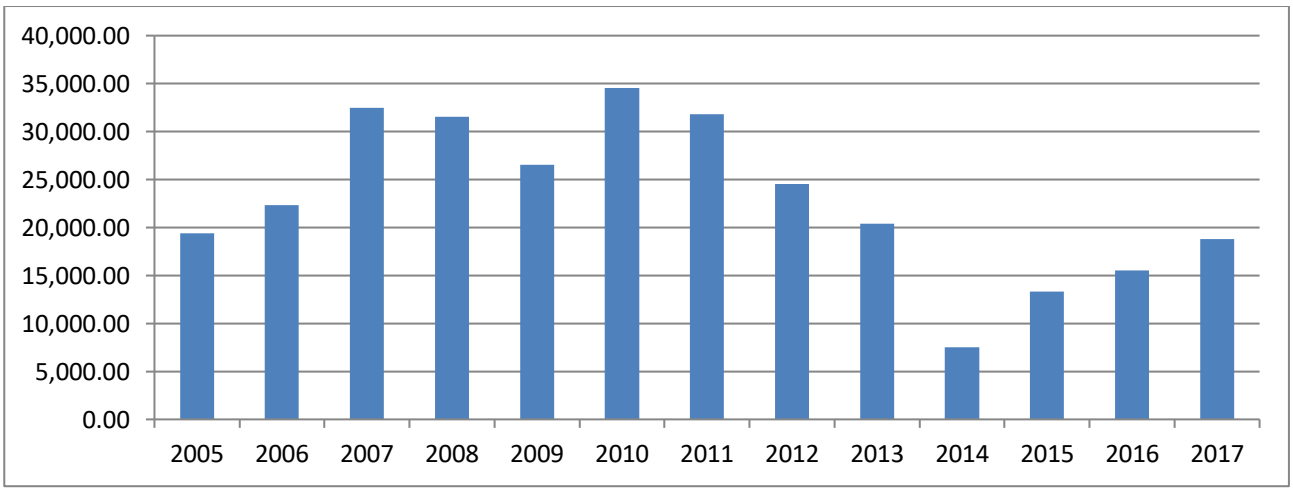


Рис. 2.3.4. *Динаміка обсягу золотовалютних резервів НБУ, млн доларів США, 2005–2017 рр.*

Джерело: складено автором на основі даних НБУ.

Втрата ефективності заходів ДРМПК була також зумовлена прогалинами загальної макроекономічної політики, зокрема непослідовністю використання

монетарного інструментарію, що обмежувало здатність влади швидко відновити довіру до монетарної системи. Експерти МВФ також вважають, що ДРМПК погіршило інвестиційний клімат в країні, послабивши здатність банків вести свій бізнес і не сприяючи діяльності іноземних інвесторів в Україні. Більш того, окремі заходи ДРМПК, зокрема регулювання дострокового розірвання банківських депозитних угод, лише посилили побоювання з приводу стабільності банківської системи та волатильності обмінного курсу. З жовтня 2008 р. по березень 2009 р. було вилучено понад 20 % вкладів.

У 2014–2015 рр. стрімкий розвиток політичних та економічних подій в Україні – Революція Гідності, анексія Криму, розгортання воєнних дій на сході країни зумовили глибоку політико-економічну кризу, основними проявами якої стали економічний спад, різке скорочення обсягу виробництва, девальвація обмінного курсу (на 90 % до кінця 2014 р.), зростання рівня інфляції та відпливу капіталу *(рис. 2.3.3, рис. 2.3.5)*. У таких умовах НБУ був знову змушений посилити заходи валютного регулювання, щоб заспокоїти валютний ринок тазменшити тиск на платіжний баланс. Серед заходів, проваджених у 2014 р. варто виділити обмеження (мораторій) на зняття депозитів та купівлю готівкової валюти, обов’язковий продаж експортної виручки тощо.

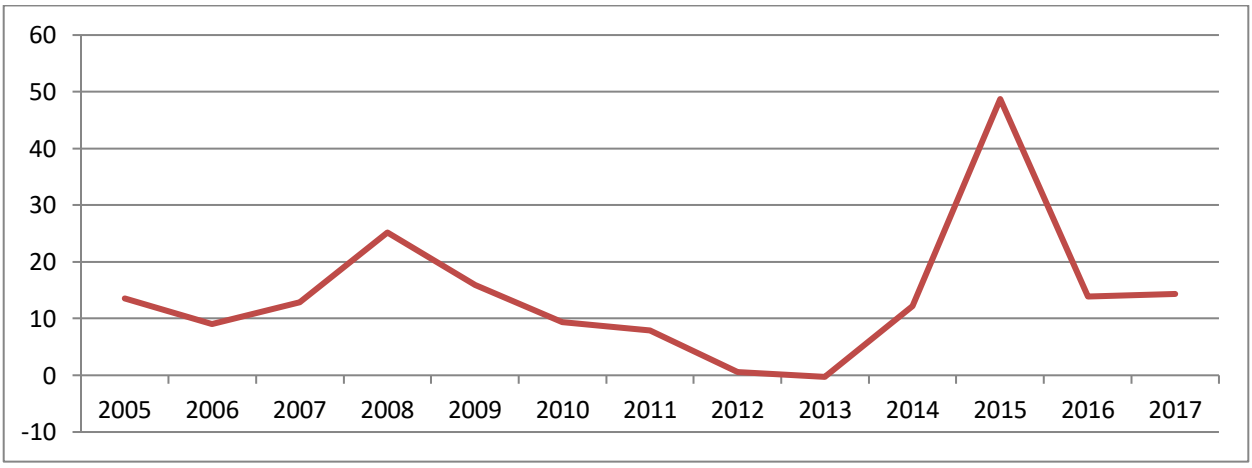


Рис. 2.3.5. *Динаміка рівня інфляції в Україні , %, 2005–2017 рр.*

Джерело: складено автором на основі даних НБУ.

НБУ дозволив обмінному курсу істотно девальвувати і певною мірою поглинути вплив геополітичних потрясінь та наслідки м’яких монетарних умов.

Однак вже у третьому кварталі 2014 р. НБУ здійснив значні валютні інтервенції, оскільки внутрішня політична невизначеність та вибори призвели до значного відпливу капіталу *(рис.2.3.3)*. Зважаючи на неспроможність заходів ДРМПК зупинити цей відплив, у лютому 2015 р. їх було значно посилено, зокрема збільшено вимогу щодо обов'язкового продажу експортної виручки до 75 %, знижено ліміт на купівлю валюти фізичними особами, заборонено перерахування за кордон надходжень від продажу цінних паперів та репатріацію дивідендів, а також посилено процедури перевірки щодо дотримання відповідних вимог.

Експерти МВФ [50, с. 50] вважають, що заборона на репатріацію дивідендів сприяла збалансуванню платіжного балансу (з дефіциту 8 % ВВП у 2013 р. до профіциту у 2015 р.). Втім визнаючи часткову ефективність такого заходу вони зазначають, що збалансування платіжного балансу було більшою мірою обумовлене скороченням імпорту на 30 %, у зв'язку із зниженням реальних доходів населення, значною девальвацією гривні та тимчасовим підвищенням імпортного мита протягом 2015 р.У 2016 р. після поступового нарощування імпорту та скасування заборони на репатріацію дивідендів дефіцит рахунку поточних операцій зріс до 3,8 % ВВП.

Посиленням заходів ДРМПК вдалося також значно знизити різкий відплив капіталу, зокрема портфельних та інших інвестицій, що спостерігався у 2014 р. Це зумовило чистий приплив капіталу в економіку у 2015–2016 р.

Після різкого скорочення золотовалютних резервів НБУ у 2014 р. до 7,5 млрд доларів США (що покривали лише два місяці імпорту та 20 % короткострокового боргу), відбулося їх зростання більш ніж удвічі (15,5 млрд доларів США) до кінця 2016 р., внаслідок збалансування поточного рахунку, застосування заходів ДРМПК та зовнішнього офіційного фінансування.

Причиною скорочення резервів у 2014 р. через значне втручання НБУ у валютний ринок та монетизацію бюджетного дефіциту, на думку НБУ,стала надто м'яка монетарна політика. Підвищення облікової ставки у II половині 2014 р. не вплинуло ані на ринкові процентні ставки, ані на зростання обсягу банківських депозитів у центральному банку. Можемо констатувати, що передавальний

механізм монетарної політики в Україні не працює через вразливість банківського сектора [179, с. 16].

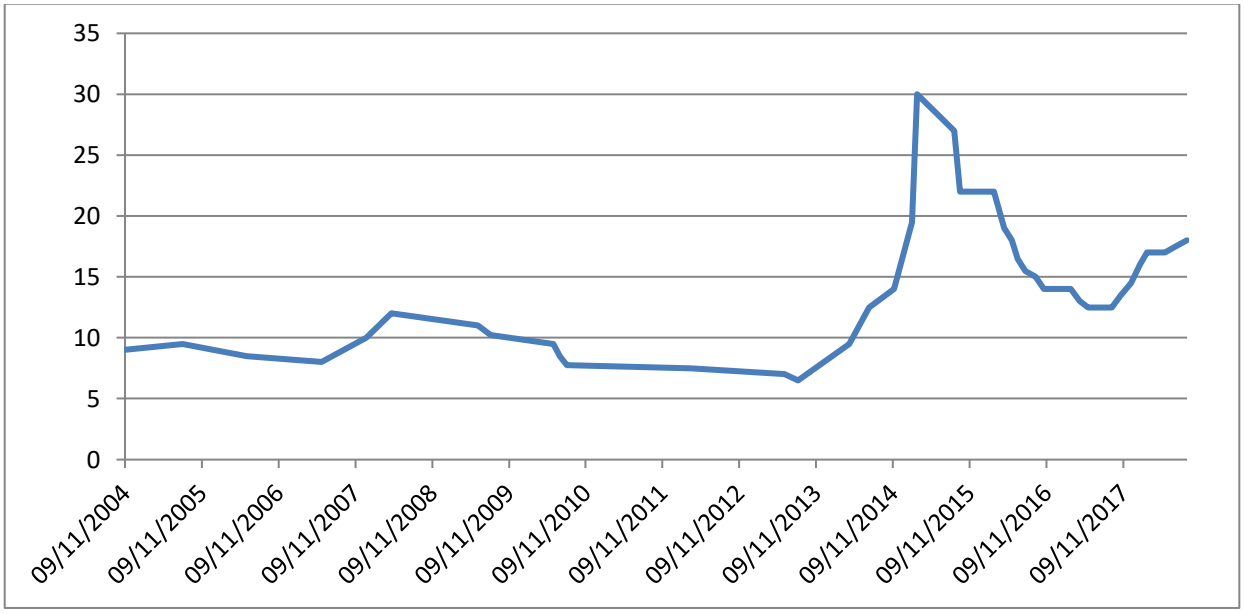


Рис. 2.3.6. *Динаміка облікової ставки НБУ, %, 2004–2018 рр.*
Джерело: складено автором за даними НБУ.

Експерти МВФ вважають, що більш жорстка монетарна політика з самого початку та подальше підвищення облікової ставки в міру зростання тиску на українську гривню були б більш відповідними цілям створення резервів НБУ, стабілізації цін та обмінного курсу, а також могли б посилити ефективність заходів ДРМПК [179, с. 15]. Тим не менш, така політика була б проциклічною, тому посилювала б і без того значний спад реальної економіки та вимагала б ще значнішого фінансування уряду з інших джерел.

Оскільки дефіцит бюджету і платіжного балансу фінансувався завдяки зовнішнім запозиченням, то після кризи 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 [45, с. 26].

Отже, підсумовуючи, варто визнати часткову ефективність заходів адміністративного валютного регулювання у стабілізації валютного ринку та поліпшенні стану платіжного балансу. МВФ зазначає, що впроваджені заходи були б більш результативними за умови провадження НБУ жорсткішої

монетарної політики (підвищення дієвості трансмісійного механізму монетарної політики та недопущення монетизації бюджетного дефіциту), а також подолання проблем з адмініструванням заходів ДРМПК.

У міру стабілізації макроекономічної ситуації та втрати актуальності деякими заходами ДРМПК, НБУ почав поступову лібералізацію МПК. У 2016 р. було скасовано заборону на репатріацію дивідендів, нарахованих іноземним інвесторам, необхідність обов'язкового продажу валюти, що надходить для здійснення іноземних інвестицій та послаблено ще кілька обмежень. У 2017 р. НБУ скасував заборону на купівлю іноземної валюти у разі наявності на рахунку власних коштів у сумі, що перевищує 100 тис. доларів США в еквіваленті; зняв обмеження для фізичних осіб на переказ коштів за межі України для неторговельних операцій; розширив можливості банків для здійснення операцій з іноземною валютою на міжбанківському ринку; скасував обмеження на видачу грошей з банківських рахунків; зменшив обсяг обов'язкового продажу надходжень в іноземній валюті з 75 % до 50 %; продовжив граничний строк для розрахунків за операціями експорту та імпорту товарів з 90 до 180 днів та змінив максимальний розмір передоплати за імпортним контрактом із 500 тис. доларів США до 5 млн доларів США [5, с. 7].

У 2018 р. НБУ взяв чіткий курс на фінансову лібералізацію, чому сприяло прийняття Верховною радою України у червні 2018 р. закону «Про валюту і валютні операції», який замінив застарілий декрет Кабінету міністрів України «Про систему валютного регулювання і валютного контролю» 1993 р. і передбачає принцип «дозволено все, що прямо не заборонено законом».

Закон передбачає скасування індивідуальних ліцензій для інвестування за кордон; скасуваннясанкцій за порушення строків розрахунків за експортними та імпортними операціями; скасування необхідності реєстрації валютних кредитів від нерезидентів та скасування валютного нагляду для операцій на суму до 150 тисгривень [13; 36; 58].

НБУ вважає, що скасування решти заходів ДРМПК стане можливим лише після затвердження пакету законів *BEPS (Base erosion and Profit Shifting)*, що

являє собою проект Організації економічного співробітництва та розвитку (ОЕСР) з розробки заходів протидії розмиванню податкової бази та виведенню прибутку. Це вкрай необхідно, враховуючи обсяги нелегального відпливу капіталу з України, для боротьби із ухиленням від оподаткування та розкриття інформації про власність, яка перебуває в інших юрисдикціях. НБУ також залишає за собою право знову посилювати заходи ДРМПК у кризових ситуаціях.

Таким чином, закон «Про валюту і валютні операції» дозволить фізичним особам інвестувати у цінні папери чи нерухомість за кордоном, а фінансовим посередникам спростить надання послуг із фінансування транскордонних операцій. Резиденти країни зможуть торгувати валютою як на українському ринку, так і на закордонних майданчиках за наявності валютної ліцензії НБУ. Скасування валютного нагляду для операцій, що становлять менше ніж 150 тис гривень сприятиме розвитку малого бізнесу, який працює із закордонними постачальниками або покупцями.

Отже, вважаємо, що враховуючи поточний рівень інтегрованості у глобальну економічну систему, необхідність залучення інвестиційних ресурсів для розвитку реального сектору та фінансового ринку, застарілу конфігурацію валютного регулювання, що донедавна була дійсна ще з 1993 р., Україна має всі шанси виграти від фінансової лібералізації. Важливо зауважити, що у цьому процесі необхідно враховувати світовий досвід та рекомендації МВФ, згідно з якими лібералізація ДРМПК для країн, які ще не досягли належного рівня інституційного розвитку має були виваженою і поступовою. Саме тому, рішення НБУ щодо скасування низки заходів ДРМПК лише після прийняття пакету законів *BEPS* вважаємо обґрунтованим. Важливим є також збереження можливості регулятора щодо інтенсифікації заходів ДРМПК у кризових ситуаціях.

Висновки до розділу 2

На підставі викладеного можна сформулювати наступні висновки:

1. Малою відкритою економікою є така, що бере участь у обміні товарами й послугами з рештою світу, в тому числі й у міжнародному переміщенні капіталу, однак її внутрішні економічні процеси не мають впливу на основні макроекономічні показники світової економіки, зокрема ринку капіталу, такі як, наприклад, процентна ставка.

2. Оцінка рівня регульованості ринку капіталу у 81 малій відкритій економіці дала змогу розділити країни вибірки на відкриті, доступні і закриті для МПК. Серед відкритих країн переважають економіки із високим рівнем доходів, водночас серед доступних – країни із рівнем доходів вище середнього, а серед закритих – нижче середнього і з низьким рівнем доходів. Таким чином, існує обернена залежність між рівнем регульованості МПК та рівнем доходіву малій відкритій економіці.

3. Дослідження часової динаміки коефіцієнтів ДРМПК показало, що найбільш значні коливання коефіцієнтів регульованості, а саме помітне усунення регулювання впродовж перших років вибірки і його подальше посилення, особливо у випадку регулювання відпливукапіталу, спостерігаються у країнах із низьким рівнем доходів.

4. Кластерування досліджуваних країн за інстуремтами та напрямком ДРМПК показало, що адміністративні заходи регулювання порівняно частіше використовуються для управління відпливом капіталу, у той час як цінові – для регулювання припливу. Водночас, у багатьох випадках для здійснення ефективного ДРМПК країни поєднують адміністративні і цінові заходи. Для регулювання припливу капіталу досліджувані економіки найчастіше вдавалися до застосування невідшкодовуваних обов’язкових резервних вимог та податків на портфельні інвестиції, деривативи і приплив боргового капіталу в економіку (цінові заходи), а також кількісних обмежень на залучання іноземного боргового капіталу чи заборони здійснення певних різновидів операцій, зокрема

спекулятивних (адміністративні заходи). Серед заходів регулювання відпливу капіталу поширеними були обмеження переказу іноземної валюти за кордон та надання позик нерезидентам.

5. Досвід застосування Бразилією заходів державного регулювання припливу капіталу засвідчує, що, по-перше, Бразилії вдалося, розширивши диференціал процентних ставок, проводити більш незалежну від світового фінансового ринку монетарну політику, націлену на боротьбу з інфляцією та перегрівом економіки; по-друге, заходи ДРМПК не вплинули на обсяг припливу капіталу, однак змінили його структуру на користь довгострокових інструментів інвестування, що може бути спричинено також використанням обхідних шляхів для реалізації короткострокових інвестицій; по-третє, Бразилії зрештою вдалося зупинити ревальвацію реала, однак лише у липні 2011 р., після впровадження податку на номінальну вартість деривативів, що може бути спричинено як особливостями бразильського ринку валютних деривативів, так і кумулятивним ефектом від усіх, раніше впроваджених, заходів ДРМПК.

6. Приклад Ісландії демонструєяк передчасна лібералізація МПК та несвоєчасно впроваджені заходи регулювання припливу капіталу стали причиною колапсу банківського сектора і подальшого розгортання економічної кризи. Незважаючи на те, що ДРМПК було впроваджено надто пізно, за допомогою жорстких, імплементованих у загальну стратегію відродження економіки, заходів регулювання відпливу капіталу Ісландії вдалося блискавичними темпами подолати колапс банківської системи та повномасштабну фінансову кризу, зокрема досягти високих темпів зростання ВВП, знизити інфляцію та рівень безробіття, стабілізувати обмінний курс ісландської крони та подолати зовнішню боргову кризу.

7. Для України впродовж усіх років незалежності характерний високий рівень регульованостіМПК, особливо його відпливу, що унеможливлює доступ резидентів країни до світових фінансових ринків, обмежуючи його офшорними юрисдикціями та інвестиціями великого бізнесу. Незважаючи на високий рівень регулювання, його результативність була вкрай низькою, що проявлялося,

зокрема, надмірною волатильністюМПК – зростанням обсягу припливу боргового короткострокового капіталу в Україну під час економічного піднесення середини 2000-х рр. та стрімким його відпливом під час кризи. Удосконаленню національної політики управління МПК сприятимуть законодавчі новації, що впроваджуються сьогодні у сферах трансферного ціноутворення, валютного регулювання, оподаткування тощо.

8. Україні, незважаючи на потенційні вигоди від вільного переміщення МПК, доцільно проводити лібералізацію послідовно і поступово, зважаючи на світовий досвід та рекомендації МВФ, зокрема критерії досягнення належного рівня розвитку фінансово-інституційного середовища.

Основні результати розділу опубліковані у таких наукових працях автора: [24], [143].

РОЗДІЛ 3
ПЕРСПЕКТИВИ РЕФОРМУВАННЯ ДЕРЖАВНОГО РЕГУЛЮВАННЯ МІЖНАРОДНИХ ПОТОКІВ КАПІТАЛУ В УМОВАХФІНАНСОВОЇ ГЛОБАЛІЗАЦІЇ

3.1. Нова інституційна позиція міжнародних організацій щодо формування національної політики регулювання міжнародних потоків капіталу

Глобалізація сьогодні є провідною тенденцією розвитку міжнародного співтовариства. Все більше країн створюють нові, або вступають до існуючих глобальних і регіональних міжнародних організацій, делегують їм певні повноваження і обмежують у такий спосіб власну свободу. Міжнародні організації продовжують відігравати все важливішу роль у діяльності як розвинутих країн, так і країн, що розвиваються, встановлюючи законотворчі рамки та нав'язуючи урядам свою точку зору щодо тих чи інших питань. Однак чергові кризові явища та економічні потрясіння зазвичай заставляють не лише уряди, але й фахівців міжнародних організацій переглянути свої знання та досвід щодо розвитку окремих економічних явищ та процесів.

Якщо донедавна в економічній науці домінували погляди прибічників фінансової лібералізації, то сьогодні значні за обсягом та волатильні за природою, МПК вважають однією з основних причин економічних та фінансових збурень. Все більше економістів, зокрема А. Корінек [140; 141], О. Жанне, А. Субраманіан, Дж. Вільямсон [129], А. Костінот, Г. Лорензоні, І. Вернінг [89],почало схилятися до думки, що заходи ДРМПК можуть значно, або частково протистояти дисбалансам, які беруть початок у фінансовому секторі. Провідні міжнародні організації, поряд із вченими, економістами та урядовцями, активно вступили в обговорення проблеми фінансової глобалізації та компромісу між лібералізацією та управлінням потоками капіталу. Вагоме місце у цій дискусії посів МВФ.

Позиція міжнародних організацій щодо допустимості та бажаності використання заходів державного регулювання міжнародних потоків капіталу

(ДРМПК) за декілька останніх десятиліть значно змінилася. З розвитком цієї теми в історичному ракурсі можна ознайомитись у книзі Д. Родріка [165]. Якщо у рамках Бреттон-Вудської валютної системи країни могли на власний розсуд обмежувати мобільність капіталу, що вважалось одним із основних принципів цієї системи і забезпечувало її стійкість, то Ямайська валютна система змістила акценти у напрямку більшої лібералізації і дерегулювання (детальніше у *підрозділі 1.2*). Рекомендації МВФ і Світового банку, сформульовані в кінці 1980-их рр. у рамках «Вашингтонського консенсусу», передбачали лібералізацію міжнародної торгівлі та вільний доступ до ПІІ [7, с. 48]. Домінувало уявлення про те, що обмеження потоків капіталу стримує економічний розвиток, оскільки ускладнюється доступ до іноземного капіталу і, як наслідок, зростає вартість запозичення для одних економік (позичальників) і звужується спектр інвестиційних можливостей для інших (кредиторів). Саме тому політика ДРМПК еволюціонувала у напрямку забезпечення більшої лібералізації, яка мала на меті зняти усі ці обмеження.

Вже у 1990-их рр., Рада керуючих МВФ, члени якої давно відстоювали принципи лібералізації, намагалася зробити вільне переміщення капіталу обов’язковою умовою членства в організації. Проте у зв’язку із спалахом азійської фінансової кризи 1990-их рр. та критикою МВФ за реакцію на неї, пропозиція так і не була реалізована [109, с. 2]. Згодом позиція МВФ стала більш м’якою. Серед рекомендацій з’явилися такі як сповільнення темпу лібералізації операцій з капіталом та використання у крайніх випадках тимчасових цінових заходів контролю за рухом капіталу країнами з ринками, що формуються, та країнами, що розвиваються.

Наступна масштабна світова фінансова криза 2008–2009 рр., характерною ознакою якої була висока волатильність фінансових потоків, знову змусила міжнародні організації, зокрема і МВФ, кардинально переглянути свою позицію щодо вільного переміщення капіталу. МВФ активно зайнявся дослідженням макроекономічних ефектів та наслідків імплементації заходів ДРМКП у політику країн, що розвиваються, та країн з ринками, що формуються. Після азійської

фінансової кризи департамент досліджень МВФ очолили К. Рогофф та К. Рейнхарт. Обидва ці економісти провели широкомасштабні дослідження фінансових криз, які показали, що міжнародні потоки капіталу (МПК) можуть стати причиною значних фінансових дисбалансів. К. Рейнхарт і Н. Магуд були авторами ґрунтовного огляду найбільш глибоких розвідок щодо ДРМПК Національного бюро економічних досліджень США. Проведена співробітниками МВФ наукова робота мала не лише теоретичне, але й практичне значення.

У грудні 2012 р. позиція МВФ щодо ДРМПК вийшла за рамки досліджень. Виконавча рада МВФ ухвалила нову «інституційну позицію» *(institutional view)* [175] щодо фінансової лібералізації і політики управління міжнародними потоками капіталу. Основою цього документу стала резолюція, прийнята країнами «Великої двадцятки» і колективно схвалена міністрами фінансів і керівниками центральних банків цих країн [7, с. 49]. Згодом МВФ висловив підтримку поміркованому використанню заходів ДРМПК у своєму щорічному звіті про «Глобальну фінансову стабільність» та у «Світовому економічному огляді» *(World Economic Outlook)*.

Згідно із новою позицією МВФ лібералізація руху капіталу залишається незмінною довгостроковою метою, водночас враховуються можливі негативні її наслідки для економіки. МВФ визнає, що МПК, разом із численними перевагами, несуть у собі ризики, які лібералізація може лише посилити, якщо країна не досягла належного рівня фінансово-інституційного розвитку. Відсутність якого залишається основною слабиною більшості, країн, що розвиваються. Прискорена фінансова лібералізація при недостатньому рівні розвитку фінансових інститутів може стати чинником як фінансових, так і макроекономічних диспропорцій, тому швидке зняття бар'єрів є помилкою. МВФ рекомендує проводити лібералізацію поступово і послідовно, враховуючи особливості кожної окремої економіки у різні проміжки часу. На *рис. 3.1.1* зображено, запропонований МВФ, план лібералізації МПК, який розділяє цей процес на три послідовні етапи, а саме:

- лібералізація припливу ПІІ;

- лібералізація відпливу ПІІ, іншого довгострокового капіталу та окремих видів короткострокового капіталу;
- повна лібералізація.

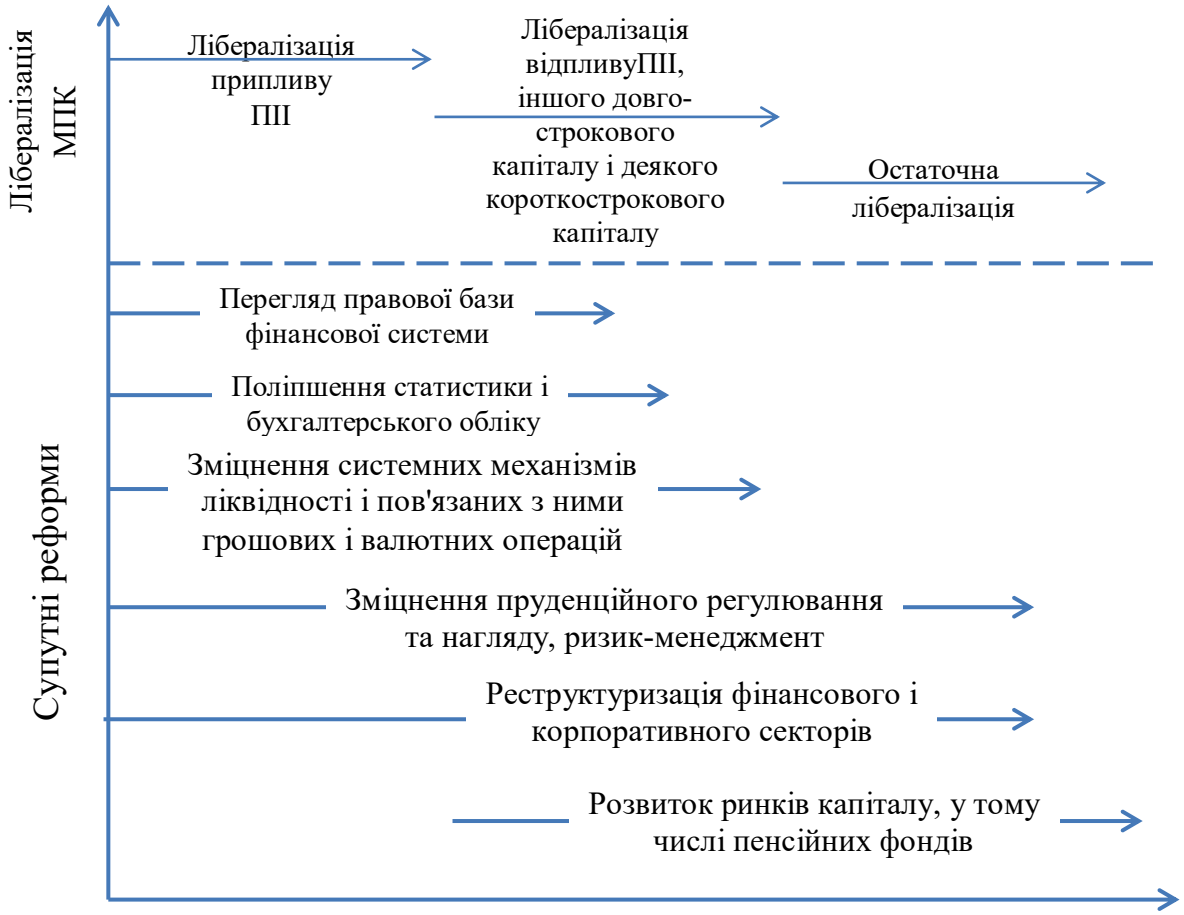


Рис 3.1.1. *Поступовий план лібералізації МПК, розроблений МВФ*

Джерело: [175].

Втім МВФ чітко зазначає, що заходи управління потоками капіталу повинні застосовуватись не самостійно, а у поєднанні з широким комплексом інших заходів макроекономічної політики. Державі потрібно активно реагувати на зміну кон'юнктури глобальних ринків капіталу і підтримувати довгострокову стійкість фінансової системи, використовуючи інструменти антициклічної монетарної і фіскальної політики, активне управління валютними резервами, а також макропруденційне фінансове регулювання [175, с. 17–19].

На думку МВФ, послідовне зняття обмежень щодо переміщення МПК держава повинна супроводжувати відповідними реформами, серед яких:

- перегляд правової бази фінансової системи;
- поліпшення статистики та бухгалтерського обліку;
- зміцнення системних механізмів ліквідності та пов'язаних з ними грошових і валютних операцій;
- зміцнення макропруденційного регулювання та нагляду, ризик-менеджмент;
- реструктуризація фінансового і корпоративного секторів;
- розвиток ринків капіталу, у тому числі пенсійних фондів.

Незважаючи на стандартні рекомендації, уряд кожної країни повинен сам обирати відповідний темп лібералізації, враховуючи макроекономічну ситуацію, стан фінансового сектора, його розвиток і стійкість, а за певних обставин, задля уникнення надмірного припливу короткострокового капіталу або ж різкого його відпливу, застосовувати різноманітні заходи регулювання, у тому числі прямі обмеження потоків капіталу [175, с. 12–13].

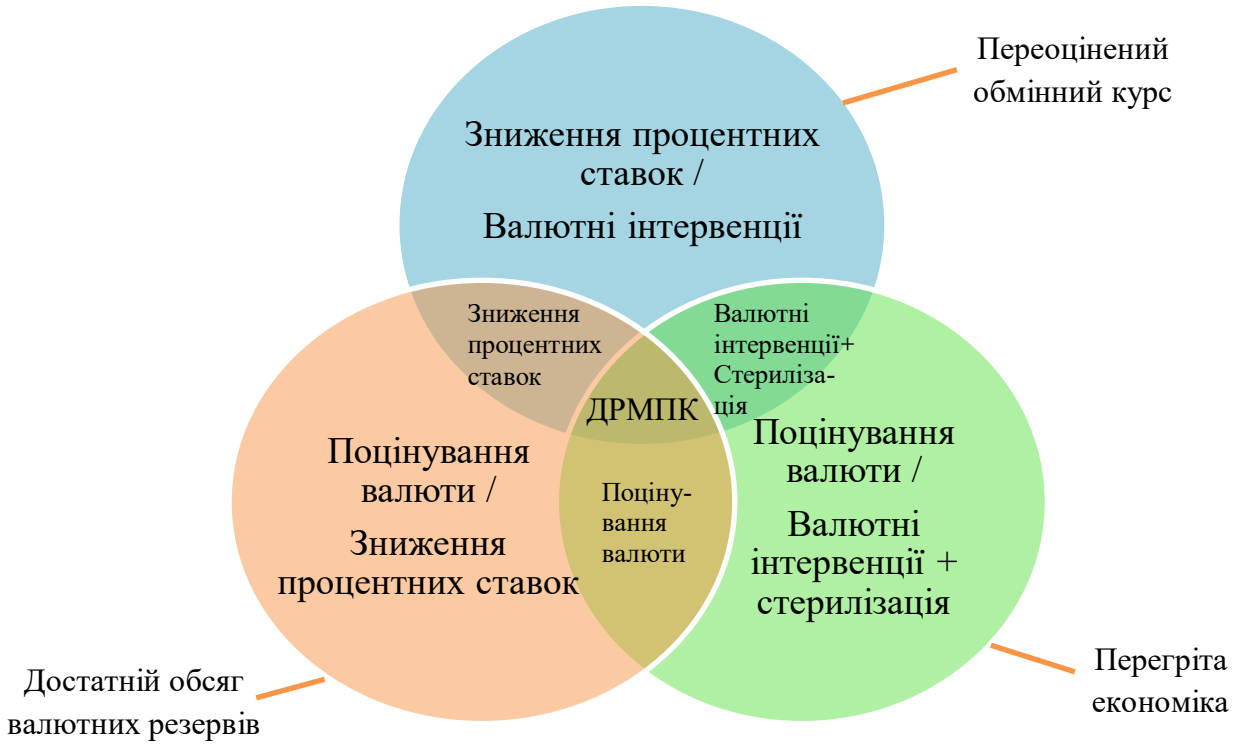


Рис. 3.1.2. *Регулювання надмірного припливу капіталу*

Джерело: [175].

На *рис. 3.1.2.* кожне коло відповідає ситуації, коли виконується відповідна, зазначена за межами кола, умова, а саме обмінний курс є переоціненим, обсяг валютних резервів вважається достатнім, або ж економіка знаходиться у стані перегріву. Перетин усіх трьох кіл віддзеркалює стан, за якого усі три умови виконуються одночасно. Лише у такому випадку, у зв'язку з обмеженою гнучкістю державної політики, МВФ рекомендує доповнити заходи макроекономічного регулювання заходами управління потоками капіталу. А також у ситуаціях, коли необхідно виграти час для впровадження відповідних заходів макроекономічної політики, для отримання результату від уже впровадженої політики, або ж у випадку посилення невизначеності економічного становища у зв'язку з надмірним припливом капіталу.

Заходи управління відпливом капіталу МВФ вважає виправданими лише у кризових, чи передкризових ситуаціях [175, с. 25]. Незважаючи на це, знаходимо чимало рекомендацій щодо їх застосування, зокрема у національних програмах фонду *(IMF country programs)*. Впродовж глобальної фінансової кризи 2008–2009 рр. МВФ рекомендував або принаймні санкціонував регулювання відпливу капіталу у таких країнах як Ісландія, Латвія та Україна [117]. Г. Кальво [78] вважає, що заходи регулювання відпливу капіталу можуть ефективно пом'якшити наслідки відпливу чи «втечі» капіталу з економіки впродовж кризи. І навіть у «нормальних» не кризових умовах, автор рекомендує застосовувати макропруденційні заходи у поєднанні з валютними обмеженнями для недопущення відпливу капіталу в майбутньому.

Відповідно до нової інституційної позиції МВФ, небезпеку становлять не транскордонні потоки капіталу як такі, а їх висока волатильність. Економіку можуть дестабілізувати як хвилі припливу капіталу, так і хвилі його відпливу. Значний приплив капіталу може призвести до швидкого поцінування національної валюти і перегріву економіки, а різкий його зворотній рух веде до стрімкого знецінення національної грошової одиниці і створює загрозу повномасштабної фінансової кризи. Після світової фінансової кризи 2008–2009 рр. МВФ рекомендував впровадження заходів ДРМПК таким країнам як,

наприклад, Бразилія, Колумбія, Індія тощо. Подібні поради висловлювали також Азійський банк розвитку, Організація Об'єднаних Націй та Світовий банк.

В цілому обмеження операцій з капіталом МВФ поділяє на структурні й дискреційні (кон'юнктурні). Структурні обмеження спрямовані на системне підвищення стійкості фінансового сектора до різких коливань МПК і є частиною комплексу заходів макропруденційної політики *(Macro-prudensial Measures – MPM)* [7, с. 51–52]. Особливість структурних обмежень полягає в тому, що вони зорієнтовані не на зниження загального обсягу транскордонних фінансових потоків, а, в першу чергу, на забезпечення відповідної якості МПК. Зокрема, забезпечення такої структури зобов'язань економічних суб'єктів, яка мінімізувала б загрозу настання системної кризи у випадку зворотного руху капіталу. Структурні обмеження носять адресний характер, відносяться до непрямих (якісних, а не кількісних) обмежень, а отже, на думку МВФ, є допустимими.

Іншу категорію формують стримувальні заходи, завданням яких є зменшення обсягу МПК. Як правило, це дискреційні (кон'юнктурні) обмеження, що застосовуються для стримування інтенсивних короткострокових потоків капіталу. На думку МВФ, заходи другої групи, що отримали назву – заходи управління потоками капіталу *(Capital Flow Management – CFM)* є ефективними лише за певних обставин і повинні відповідати конкретним вимогам [175, с. 20]:

- застосовуватися лише у критичних ситуаціях (кризових чи передкризових) і лише у випадку, якщо інші методи (у першу чергу монетарна / валютна політика) недостатньо дієві;
- бути тимчасовими і чіткими;
- не мати дискримінаційного характеру щодо джерела походження капіталу;
- бути імплементованими в загальний комплекс макроекономічної політики, спрямований на згладжування негативних наслідків від збурень на глобальному фінансовому ринку.

МВФ також справедливо зазначає, що значний вплив на обсяг і волатильність МПК як у розвинутих економіках, так і у країнах, що розвиваються, має політика країн його походження [175, с. 22]. Саме тому країни з розвинутою

економікою повинні усвідомлювати потенційні негативні ефекти «переливу» *(spillover effects)* своєї макроекономічної політики і здійснювати внесок в управління фінансовими потоками, зокрема сприяти ефективності регулювання, впровадженого країнами-рецепієнтами капіталу.

Чим можна пояснити таку кардинальну зміну позиції у МВФ? Частково відповідь полягає у зростанні ролі країн, що розвиваються, у світовій економіці. Такі країни як Китай, Індія, Бразилія та інші, що входять сьогодні до складу «Великої двадцятки» (яка у часі кризи відіграла значно важливішу роль, аніж «Велика сімка»), здобули більше прав голосу в МВФ та Світовому банку; і загалом стали більш впливовими, з огляду на їх ринкову силу та динамічний розвиток. Багато з них використовують ДРМПК та вважають його необхідним для збереження внутрішньої політичної автономії.

З іншого боку, зміну позиції можна пояснити впливом керівництва МВФ. Д. Стросс-Кан прагнув відновити репутацію МВФ, яку було зіпсовано після азійської фінансової кризи. Багато країн, що розвиваються, накопичили валютні резерви, впроваджували ДРМПК та розробляли регіональні фінансові механізми лише задля того, щоб уникнути «рятівних» позик МВФ під час кризи. Перехід до більш поміркованої позиції МВФ був однією із цілей Д. Стросс-Кана, що набувала ще більшої ваги, з огляду на боротьбу за французьке президентство. Іншими словами, багато країн, що розвиваються, не мали на меті відмовлятися від ДРМПК; а МВФ не хотів у черговий раз вступати у конфлікт [117].

Утім нова інституційна позиція МВФ має лише рекомендаційний характер і не є імперативним переліком принципів обов’язкової юридичної сили. Саме тому, країни-донори, як і країни-рецепієнти капіталу, досі можуть вільно, на свій розсуд впроваджувати політику щодо регулювання фінансових потоків (Стаття VI Статей Угоди МВФ) [68, с.20].

До того ж МВФ визнає, що окремі країни не зможуть скористатися його рекомендаціями, у зв’язку із їх участю в інших міжнародних організаціях, торговельних або інвестиційних договорах. Адже застосування заходів ДРМПК може суперечити зобов'язанням країн-членів МВФ відповідно до інших

міжнародних угод, якщо у них не передбачено спеціальних захисних заходів *(safeguards),* сумісних з позицією МВФ [175, с.42].

Наприклад, згідно з вимогами ОЕСР, відображеними у «Кодексі лібералізації руху капіталу *(Code of Liberalization of Capital Movements)*» [86] і «Кодексі лібералізації поточних невидимих операцій *(Code of Liberalisation of Current Invisible Operations)*», найбільшою мірою повинні лібералізуватись фінансові транзакції, що не створюють ризиків для економіки (у першу чергу, це операції пов'язані з довгостроковими інвестиціями) [7, с. 48]. Найважливішим пріоритетом ОЕСР є створення стійкої до збурень фінансової системи, тому вимоги до лібералізації короткострокових операцій з капіталом, а також тих, де використання фінансових інновацій може призвести до зайвої волатильності відповідних МПК, є більш м’якими. Регулювання таких операцій дозволяється.

У рамках СОТ, країни, що приєдналися до Генеральної угоди з торгівлі послугами – ГАТС *(General Agreement on Trade in Services)*, повинні лібералізувати торгівлю транскордонними фінансовими послугами, а отже, зобов'язуються дозволити вільний рух МПК, що є їх невід'ємною частиною. Угодою передбачено певні обмеження, а саме захисні заходи з метою захисту платіжного балансу [114, с. 293] та з міркувань обачності *(for prudential reasons)* [114, с. 308]. Однак серед фахівців тривають дискусії щодо того, чи є вони підставою для використання заходів ДРМПК, особливо регулюванняприпливукапіталу [108, с. 12].

Якщо говорити про регіональні (наприклад, ЄС, НАФТА, МЕРКОСУР) і двосторонні торговельні й інвестиційні угоди, то згідно з дослідженням, проведеним Центром Фредеріка Парді Бостонського університету, такими угодами в цілому жодних захисних заходів не передбачено [108, с. 12]. А отже, МПК повинні вільно і без затримки переміщуватися між торговельними й інвестиційними партнерами.

Особливо жорстко позицію щодо ДРМПК у своїх торговельних та інвестиційних угодах висловлюють США. Винятком були захисні заходи, передбачені для деяких країн-партнерів (наприклад, для Мексики у рамках

НАФТА), що надавали їм право використовувати ДРМПК для запобігання проблемам платіжного балансу. Однак, у період перебування при владі адміністрації президента Дж. Буша такі захисні заходи було скасовано.

Збереження права застосовувати заходи ДРМПК було спірним питанням у переговорах США з Чилі та Сінгапуром на початку 2000-х рр. Чилі добре відома своєю практикою застосування невідшкодовуваної резервної вимоги, що, згідно із економетричними дослідженнями, пом'якшила для країни наслідки гострої кризи, яка у 1990-х рр. спалахнула в регіоні. Сінгапур, зважаючи на ефективну практику впровадження ДРМПК у Малайзії після азійської фінансової кризи, хотів і для себе зберегти цю опцію. Однак США різко заперечили пропозиції обох країн і, відповідно до підписаних угод, управління потоками капіталу почало вважатись нелегальним. Однак у випадку обмеження цими країнами вільного руху капіталу, інвестори повинні були очікувати один рік, перш ніж подавати позов про відшкодування збитків. Подібні угоди адміністрація Дж. Буша уклала з Перу, Панамою, Південною Кореєю та Колумбією.

Адміністрація Б. Обами не пом'якшила позицій США, а продовжувала працювати над угодами адміністрації Дж. Буша. У відповідь на лист, у якому більш ніж 250 економістів настійно закликали адміністрацію Б. Обами проявити гнучкість у торговельних угодах США щодо використання ДРМПК, вони заявили, що не мають наміру вносити зміни до угод [93].

У рамках ЄС, згідно із статею 63 Угоди про функціонування Європейського Союзу *(«Treaty on the Functioning of the European Union)* [177], забороняється використовувати обмеження щодо руху капіталу як всередині ЄС, так і у стосунках ЄС з іншими країнами. Втім в окремих випадках (наприклад, Кіпр – 2013 р., Греція – 2015 р.) країни-члени ЄС отримували офіційний дозвіл Європейської комісії на впровадження заходів регулювання. Це стало можливим відповідно до частини 1b статті 65 Угоди про функціонування Європейського Союзу, у якій визнається право усіх країн-членів ЄС вживати заходів, які є виправданими з міркувань суспільного порядку або суспільної безпеки. Проте вже у частині 3 статті 65 цієї ж угоди зазначено, що такі заходи не повинні бути

засобами свавільної дискримінації чи прихованого обмеження вільного руху капіталу та платежів, як визначено в статті 63 [177, с.71–72].

Отже, з усіх міжнародних організацій, МВФ найбільш чітко представив свою позицію щодо ДРМПК. Багато сучасних економістів вважають, що МВФ впевнено рухається у правильному напрямку, втім низка положень нової інституційної позиції все ж зазнала критики.

Серед недоліків, зокрема, виділяють те, що МВФ продовжує наполягати на кінцевій лібералізації МПК, незважаючи на брак емпіричних та практичних доказів на її підтримку. Сьогодні все більше дослідників заперечують наявність стійкої кореляційної залежності між ступенем лібералізації операцій з капіталом та економічним зростанням, особливо в країнах з ринками, що формуються, та країнах, що розвиваються.

О. Жанне, А. Субраманіан та Дж. Вільямсон на основі ґрунтовного аналізу літературних джерел зробили висновок, що міжнародне співтовариство не повинно прагнути абсолютної лібералізації торгівлі фінансовими активами навіть в довгостроковій перспективі. На їхню думку, вільний рух капіталу не сприяє довгостроковому економічному зростанню, натомість, є докази ефективності макропруденційних заходів регулювання фінансових потоків [129]. Інші співробітники МВФ (Дж. Острі, К. Рейнхарт та ін.) [81] провели економетричний аналіз, метою якого було порівняти становище країн, які використовували чи не використовували ДРМПК напередодні глобальної фінансової кризи 2008–2009 рр. Автори встановили позитивну кореляцію між застосуванням ДРМПК та уникненням негативного впливу фінансової нестабільності на економічне зростання. Таким чином, вони стверджують, що країни, які вдавалися до управління потоками капіталу до і під час кризи, були в числі тих, що найменше постраждали від неї.

Як зазначалось вище, МВФ наполягає, що задля скорочення обсягу припливу капіталу до ринків, що формуються, урядам слід радше вдаватися до підвищення обмінного курсу, акумулювання валютних резервів та переходу до жорсткішої бюджетної політики *(рис. 3.1.2)*. Правильно підкреслюючи, що заходи ДРМПК не

повинні застосовуватися замість належних заходів макроекономічної політики, МВФ водночас ігнорує те, що в окремих випадках контролювати фінансові потоки доцільно саме з метою уникнення надмірного підвищення обмінного курсу, надлишкового накопичення іноземної валюти й залежності фіскальної політики від приватних потоків капіталу. Тому, на думку критиків нової інституційної позиції, ДРМПК повинно застосовуватись не лише у крайніх випадках, а як невід'ємна складова пакету заходів державної політики, які гарантуватимуть підтримку макроекономічної стабільності [107, с.11].

Окремі дослідники вважають необґрунтованими занепокоєння МВФ щодо ефекту «переливу» заходів ДРМПК на сусідні економіки. Дослідження А. Корінека [141] доводить, що зростання або скорочення обсягу капіталу, внаслідок поміркованого застосування ДРМПК країнами-сусідами, не обов'язково спричиняє «негативний ефект переливу» в економічному сенсі. Цей ефект залежатиме від обсягу і структури інвестицій, рівня розвитку фінансових ринків, балансу поточного рахунку і рівня регулювання.

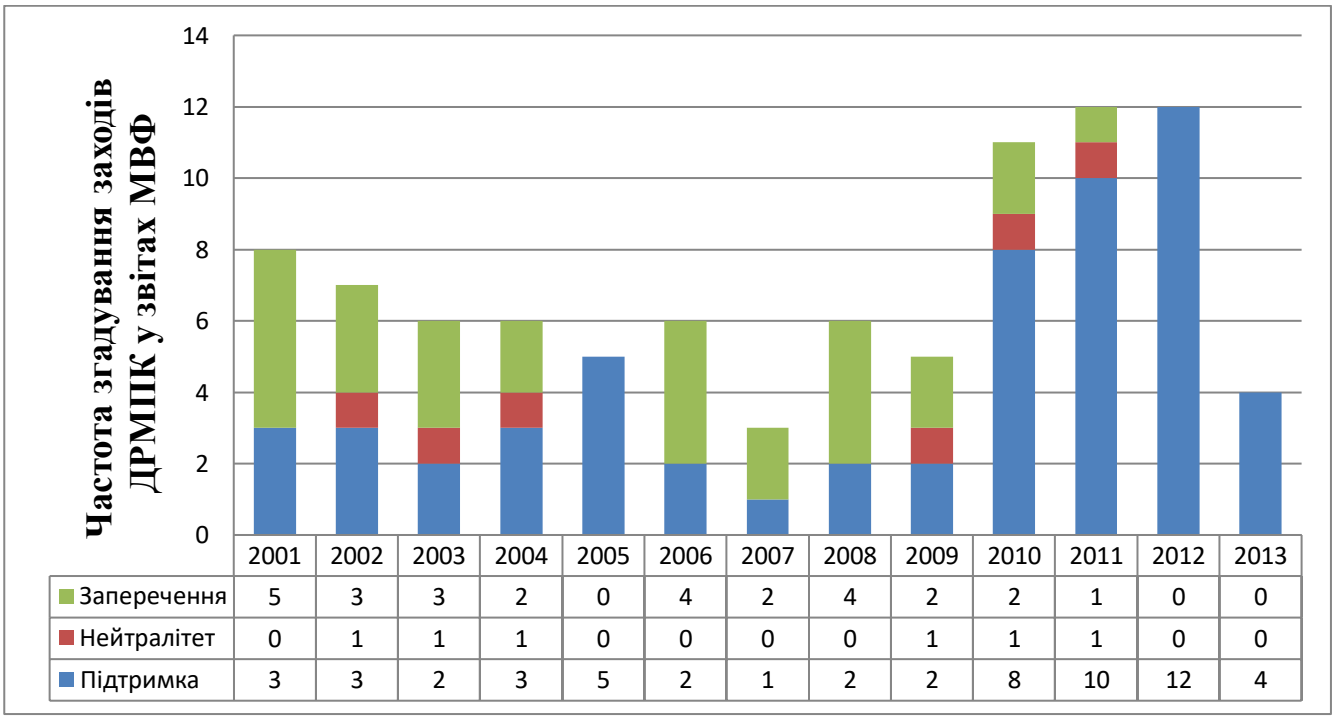
Критикують МВФ також за вимоги щодо заходів управління потоками капіталу, а саме за їх тимчасовий і не дискримінаційний характер [107, с. 11]. Стверджують, що задля того, щоб ДРМПК було частиною антициклічної макроекономічної політики, країна повинна мати змогу використовувати його на постійній основі. Інвестори з легкістю вчаться обходити заходи регулювання, тому вони повинні бути динамічними інструментами. Це вимагатиме постійного моніторингу ринку, уточнення і виправлення. А дискримінаційний характер щодо резидентів чи нерезидентів закладений вже природою заходів ДРМПК і полягає у різних вимогах до активів, номінованих у вітчизняній чи іноземній валюті.

Цікаво, що рекомендації МВФ часто суперечать висновкам аналізу, проведеного його власними фахівцями. В економетричних дослідженнях Н. Магуда та К. Рейнхарт, що довели значний вплив управління фінансовими потоками на зміну структури припливу капіталу, на автономіюмонетарної політики та, меншою мірою, на обмеження волатильності обмінного курсу, заходи управління фінансовими потоками не відповідали жодним вимогам щодо

тривалості, послідовності чи форми. Позитивний досвід Бразилії та Південної Кореї також засвідчує ефективність поєднання постійних і тимчасових макропруденційних заходів та заходів ДРМПК.

Таким чином, критики нової інституційної позиції стверджують, що незважаючи на істотні зміни, МВФ все ж не йде в ногу з розвитком економічного мислення й недостатньою мірою враховує практику і досвід окремих економік, особливо країн, що розвиваються. Деякі дослідження намагаються навіть кількісно оцінити зміну рівня підтримки МВФ заходів ДРМПК та пояснити її причини.

У межах одного з таких досліджень [109], науковцям, за допомогою економетричного інструментарію, вдалося з'ясувати, що в останні роки МВФ значно частіше висловлює підтримку впровадженню заходів ДРМПК*(рис.3.1.3)*. Найвагомішою причиною такої зміни вони вважають досвід світової фінансової кризи 2008–2009 рр.



	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Заперечення	5	3	3	2	0	4	2	4	2	2	1	0	0
Нейтралітет	0	1	1	1	0	0	0	0	1	1	1	0	0
Підтримка	3	3	2	3	5	2	1	2	2	8	10	12	4

Рис. 3.1.3.*Рівень підтримки заходів управління потоками капіталу в звітах МВФ щодо консультацій країн-членів у рамках Статті IV Статей Угоди МВФ, 2001 – 2013 рр.*
Джерело: [109].

Проаналізувавши щорічні звіти МВФ щодо консультацій країн-членів у рамках Статті IV Статей Угоди МВФ [125], вчені довели, що нова інституційна

позиція не є лише формальністю. Було проаналізовано звіти МВФ щодо 33 країн з ринками, що формуються, впродовж 1998–2013 рр. (серед них країни Азії, Латинської Америки і Карибського басейну, Європи й Африки). З'ясовано, що після 2009 р. значно зростає не лише частота згадування у звітах заходів ДРМПК, але й частішають випадки підтримки цих заходів, що засвідчує зміну ставлення МВФ до вільного руху фінансових потоків [109, с. 16–17].

Однак рекомендації щодо застосування заходів ДРМПК країнами-членами МВФ у звітах досі обмежені. Тому країни, що розвиваються, повинні розглядати нову інституційну позицію МВФ ретельно і критично, не забуваючи про її рекомендаційний характер. Особливо важливо приділяти достатню увагу заходам ефективного регулювання міжнародних короткострокових потоків капіталу, задля уникнення негативного впливу їх надмірної волатильності на економічну безпеку і економічний розвиток країн, що розвиваються.

Отже, урядам малих відкритих економік важливо пам'ятати, що для того, аби скористатися усіма перевагами фінансової лібералізації, їхні країни повинні спершу досягти належного рівня інституційного розвитку, спрямованого на удосконалення ринкового середовища. Рекомендації МВФ щодо застосування заходів ДРМПК не мають юридично обов'язкової сили, тому кожна країна повинна інтерпретувати їх по-своєму, залежно від рівня розвитку фінансово ринку, стану інституційного середовища, небезпеки впливу глобальних фінансових дисбалансів на макроекономічну стабільність тощо. Також на користь здійснення обачного регулювання фінансового ринку свідчить, доведена багатьма економетричними дослідженнями, відсутність міцного кореляційного зв'язку між лібералізацією операцій з капіталом та економічним зростанням.

3.2. Напрямки підвищення ефективності політики державного регулювання міжнародного переміщення капіталу в малих відкритих економіках

Процеси глобалізації та інтернаціоналізації, що посилилися в останні декілька десятиліть, зумовили зміцнення взаємозалежності між країнами та

взаємопереплетення усіх сфер господарського життя, зокрема фінансової, до небачених раніше масштабів. Початок XXI століття ознаменувався лібералізацією ринків капіталу та технологічними інноваціями, що призвели до створення складної «фінансової мережі», в межах якої швидкість, вартість та обсяг фінансових операцій різко зростали як на національному, так і на міжнародному рівні. Розмивалися кордони між країнами, фінансові ринки стали глобальними, сформувалася глобальна фінансова архітектура. Обсяг міжнародних фінансових потоків сягнув сьогодні колосальних масштабів. Фінансові трансакції щоденно перевищують торговельні операції у десятки разів.

Зокрема, зміни та інновації на фінансових ринках у період з 1998 по 2007 рр., відомі під назвою «золоте десятиліття», супроводжувалися динамічним розвитком складних фінансових інструментів, таких як кредитно-дефолтні свопи, забезпечені заставою боргові зобов'язання тощо та стрімким зростанням вторинних ринків капіталу [105]. На рубежі XXI століття обсяг угод на глобальному позабіржовому ринку похідних фінансових інструментів сягнув 100 000 млрд доларів США за усіма незакритими позиціями, розширившись наприкінці «золотого десятиліття» у 2007 році до 600 000 млрд доларів, що у 16 разів перевищувало капіталізацію світового ринку акцій та у 10 разів – світовий ВВП [115]. Глобальні інтегровані ринки та інновації спричинили трансформацію фінансового ландшафту. Інтеграція та лібералізація значно підвищили ефективність фінансової системи, водночас сприяючи крихкості та нестабільності міжнародних фінансів через створення нових різновидів системних ризиків.

Спалах глобальної фінансової кризи був саме проявом системного ризику, який взяв свій початок на ринку субстандарних іпотечних кредитів*(subprime mortgage market)* США і у кінцевому підсумку дестабілізував ринок кредитно-дефолтних свопів, призвів до обвалу ринків сек'юритизованих інструментів у межах світової фінансові системи та викликав кризу ліквідності. Її можна також охарактеризувати як системний збій, що розпочався через відсутність глобального нормотворчого органу із повноваженнями нагляду за глобальними приватними фінансовими інститутами та процесами.

Відповідальність за збереження глобальної фінансової стійкості покладено сьогодні на три основні фінансові глобальні інститути: МВФ, Банк міжнародних розрахунків (BIS) та Форум з фінансової стабільності (створений після азійської фінансової кризи), проте ними досі не було кодифіковано жодних обов'язкових загальноприйнятих міжнародних стандартів для розуміння фінансової прозорості та підзвітності [61].

Прогалини регулювання на всіх рівнях фінансової системи, від глобального до національного, і до рівня окремих суб’єктів ринку, дозволили регуляторному арбітражу[3], ціновим спекуляціям та іншим недоглядам корпоративного управління вийти з-під контролю. Така ситуація дала змогу зрозуміти неоднозначність глибоких структурних змін, спричинених глобалізацією; та важливу роль посилення інтеграційних процесів, лібералізації, а також фінансових інновацій у появі нової системної нестабільності.

Отже, глобальна економічна політика донедавна зосереджувалася на сприянні інтеграції та лібералізації міжнародних фінансів, а можливі побічні наслідки цього процесу значною мірою ігнорувалися. Після світової фінансової кризи відбулося значне переосмислення ролі як міжнародного, так і державного регулювання МПК у досягненні фінансової стабільності, з теоретичної і практичної точок зору. ДРМПК почало вважатися важливим інструментом досягнення фінансової стабільності. Пожвавилося не лише дослідження цієї проблематики, але й практичне використання ДРМПК урядами малих відкритих економік, особливо країн, що розвиваються, та країн з ринками, що формуються.

Детально нову позицію світового співтовариства щодо ДРМПК було досліджено у *підрозділі 3.1*. Далі проаналізуємо чинники, що перешкоджають досягненню ефективності заходів ДРМПК у XXI столітті. Зважаючи на абсолютні обсяги та різноманіття МПКу сучасній світовій економіці, їх регулювання – процес надзвичайно комплексний та динамічний. На ефективність його реалізації

[3] Регуляторний арбітраж полягає у тому, що операції, які не можуть бути проведені в банках, проводяться у небанківських фінансових установах, що працюють у дуже слабкому регуляторному полі.

впливає низка чинників, як індивідуальних для кожної окремої економіки, так і глобальних. Нами виділено 4 основних аспекти впливу на ДРМПК, що здатні посилити чи послабити його ефективність, а саме:

- впровадження достатньо жорсткого та динамічного регулювання;
- забезпечення належного дотримання заходів ДРМПК за допомогою впровадження ефективної системи нагляду і контролю;
- досягнення одностайності міжнародного співтовариства щодо можливості та доцільності застосування ДРМПК та його координація на глобальному рівні;
- політико-економічний контекст прийняття рішень щодо ДРМПК.

Розглянемо перелічені аспекти детальніше.

1. На рівні держави ДРМПК має бути достатньо жорстким і супроводжуватися належним рівнем нагляду *(surveillance mechanism)*, з можливістю його постійної адаптації та інтенсифікації. Однією з причин недостатньої ефективності недавно впроваджених чи посилених заходів ДРМПК є їхня слабкість у порівнянні з обсягами «керрі-трейдингу». У 1990-их рр. Чилі та Колумбія вдалися до запровадження невідшкодовуваних резервних вимог, в обсязі 30 % та 47 % відповідно. Податковий еквівалент такого регулювання становив у Чилі в середньому 4,24 % і 7,7 % – максимально. В Колумбії він коливалася від 6,4 % до 13,6 %. Кожен з цих податкових еквівалентів від 2 до 7 разів перевищував ставку, запровадженого в Бразилії, податку на інвестиції з фіксованим доходом *(IOF)*.

2. Друга важлива проблема, з якою стикається більшість національних урядів у сучасному інноваційному середовищі, полягає у здатності учасників ринку обходити заходи регулювання.

Будь-які обмеження обов'язково несуть у собі зерно власної ерозії: позбавляючи суб’єктів ринку можливості здійснювати транзакціїза найбільш вигідними умовами, вони неминуче створюють стимули для їх уникнення. З *2 розділу* дослідження можна зробити висновок про те, що управління динамікою внутрішніх процентних ставок, обмінного курсу, рівня цін – це чітка політико-економічна мета раціонального уряду, який впроваджує ДРМПК. Водночас для

економічних агентів раціональним є арбітраж невикористаних можливостей отримання прибутку шляхом уникнення або відхилення від таких заходів ДРМПК.

У сучасному динамічному та інноваційному фінансовому середовищі інвестори розробили чимало способів уникнення регулювання, які щоразу доповняються і вдосконалюються, стаючи все винахідливішими та важчими для викриття органами фінансового нагляду. У результаті дослідження, викладеного у *1 та 2 розділах* роботи, нами було простежено наступні найбільш популярні обхідні стратегії для уникнення ДРМПК:

- купівля іноземними інвесторами депозитарних розписок вітчизняних компаній з їх подальшою конвертацією в акції;
- маскування короткострокових потоків капіталу під ПІІ, тобто формування інвесторами комплексних структур для оформлення колективних інвестицій як прямих, а не як портфельних (детальніше у *2 розділі*);
- формальна пролонгація терміну надання кредиту (із зазначенням у договорі можливості розірвання контракту у будь-який момент часу), з метою уникнення сплати податку на залучення короткострокового капіталу;
- використання валютних свопів, так званого «керрі-трейдингу», та інших похідних фінансових інструментів на валютному ринку.

Детальніше механізми цих стратегій описано у *підрозділі 2.2* на прикладі Бразилії, де вони інтенсивно використовувалися. Окрім популярних у Бразилії, є ще чимало способів уникнути регулювання як вхідних, так і вихідних потоків капіталу *(табл. 3.2.1)*. Розглянемо деякі з них.

Споживачі й фірми з метою обходу ДРМПК починають використовувати канали торгівлі товарами. Фірми, наприклад, можуть фальсифікувати рахунки-фактури товарів, що перебувають в міжнародному товарообороті, з метою купівлі чи продажу більшого обсягу іноземної валюти, ніж передбачено угодою. Місцева фірма може, приміром, заявити про експорт товарів на більшу суму аніж насправді, а різницю інвестувати у внутрішні активи і розділити прибуток з іноземною фірмою-платником.

Таблиця 3.2.1.

Способи уникненняДРМПК

<table>
<tr><th rowspan="10">Спосіб уникнення ДРМПК</th><th colspan="2">Напрямок потоків капіталу, що регулюються</th></tr>
<tr><th>Приплив капіталу</th><th>Відплив капіталу</th></tr>
<tr><td>Купівля депозитарних розписок вітчизняних компаній</td><td>Корупційні схеми, підкуп банківських та державних службовців</td></tr>
<tr><td>Маскування короткострокових потоків капіталу під ПІІ</td><td>Вивезення грошових коштів впродовж туристичних або ділових поїздок</td></tr>
<tr><td>Формальна пролонгація терміну надання кредиту</td><td rowspan="2">Контрабанда товарів та депонування надходжень від їх продажу поза межами юрисдикції країни походження товару</td></tr>
<tr><td>Керрі-трейдинг на валютному ринку</td></tr>
<tr><td colspan="2">Фальсифікація рахунків-фактур товарів</td></tr>
<tr><td colspan="2">Метод «випередження та відставання» (leads and lags)</td></tr>
<tr><td colspan="2">Заміщення заборонених активів дозволеними</td></tr>
<tr><td colspan="2">Використання деривативів</td></tr>
</table>

Джерело: складено автором.

Поширеним способом уникнути регулювання є метод «випередження та відставання» *(leads and lags)*, який ґрунтується на прискоренні або затримці платежів за експортними чи імпортними операціями залежно від очікуваних коливань валютних курсів. Щоб обійти регулювання відпливу капіталу імпортери, наприклад, сподіваючись на зниження суми платежу, завчасно розраховуються за імпорт *(leads)*, а експортери дозволяють задавнювати платежі за свої товари (*lags)*, очікуючи більш високої оплати. У такий спосіб імпортери і експортери, використовуючи відплив капіталу, ефективніше кредитують решту світу. Для уникнення контролю за припливом капіталу, імпортери навпаки затримують платежі, а експортери вимагають прискорених розрахунків. Таким чином, метод «випередження та відставання» дозволяє замінити короткострокові потоки капіталу торговельними кредитами. Уряд зі сового боку часто намагається посилити ці слабини, використовуючи адміністративний контроль фінансування експорту та імпорту [155, с.27].

ДРМПК може також спровокувати заміщення заборонених активів дозволеними. Так, у Чилі, наприклад, високі податки на приплив короткострокового капіталу сприяли, як і планувалося, заміщенню його більш довгостроковим, що оподатковувався за нижчими ставками. Здебільшого

вважається, що ДРМПК більш ефективно впливає на структуру припливу капіталу, аніж на його обсяг.

Оминути регулювання можна й за допомогою похідних фінансових інструментів, які використовують для введення в оману банківських і фінансових регуляторів, і уникнення пруденційного чи іншого ДРМПК. Цьому значно сприяють фінансові інновації, які з кожним роком стають все більш досконалими. Наприклад, деривативи можуть містити положення, які змінюють виплати у випадку дефолту або введення валютних обмежень. Удосконалення інформаційних технологій спрощує купівлю і продаж активів і знижує у такийспосіб ефективність регулювання.

У країнах з високим рівнем корупції регулювання відпливу капіталу можна уникнути, наприклад, через міжнародний платіжний механізм, за допомогою підкупу банківських та державних службовців. Крім того, незаконний відплив капіталу з економіки може здійснюватися за допомогою прихованих переказів, наприклад, шляхом вивезення впродовж туристичних або ділових поїздок іноземної чи вітчизняної валюти, дорожніх, касових чеків або інших грошових інструментів на пред'явника поза межами країни. Способом недотримання вимог щодо репатріації експортної виручки є контрабанда товарів та депонування надходжень від їх продажу поза межами юрисдикції країни походження товару, що є явним порушенням законодавства.

Очевидно, що уникнення ДРМПК значно відобразиться на його ефективності. Недобросовісні економічні агенти будуть робити все, щоб уникнути виявлення своїх незаконних трансакцій. Уряд повинен бути готовим до такої ситуації ще до її виникнення та слідкувати за додержанням впровадженого регулювання шляхом виявлення та усунення прогалин у законодавстві, аудиту потенційних порушників заходів регулювання та передбачення суворого покарання за такі порушення.

Дуже продуману і варту уваги систему нагляду за дотриманням ДРМПК має Китай. У серпні 2008 р. в країні було впроваджено новий режим регулювання, який надає багатьом органам влади право звіряти валютні потоки. Численні

міністерства, окрім можливості впровадження інших заходів, задля усунення розбіжностей між реальними доходами від експорту та зареєстрованим надходженням валютної виручки мають доступ до зв'язаних між собою комп'ютерних систем, які перевіряють і відслідковують достовірність операцій з іноземною валютою [185].

3. Для забезпечення максимальної ефективності ДРМПК, зусиль однієї чи кількох держав недостатньо. Країни світу повинні не лише досягти консенсусу щодо можливості та доцільності застосування ДРМПК, але й спільно координувати заходи регулювання на міждержавного та глобальному рівнях. Ще Дж. М. Кейнс і Г. Вайт, формуючи Бреттон-Вудську валютну систему, зазначали, що міжнародне співробітництво є запорукою досягнення ефективності ДРМПК.

На нашу думку, міжнародні координаційні зусилля щодо ДРМПК необхідні щонайменше у трьох напрямках. По-перше, держави повинні співпрацювати у напрямку додержання регулювання. Як було розглянуто вище, на сьогодні інвесторами розроблено дуже багато способів уникнення ДРМПК і окремим країнам самотужки ця боротьба може видатись непосильною, тобто витрати на регулювання зростатимуть, а його ефективність залишиться незмінною.

Е. Хелайнер, цитуючи Кейнса, пише, що односторонніми діями державі значно важче домогтися ефективності ДРМПК, інша річ– двостороннєрегулювання, тобто як зі сторони країни-реципієнта, так і зі сторони країни-донора капіталу [123]. Згідно із Е. Хелайнером, Дж. М. Кейнс і Г. Вайт вважали, що співпраця країн повинна полягати в обміні інформацією щодо фінансових активів у межах їхньої території, які могли б бути «замасковані» з метою уникнення регулювання; сприянні у репатріації капіталу, який залишив країну за допомогою незаконних каналів витоку; і навіть у блокуванні МПК, які країна-донор вважає незаконними.

Після світової фінансової кризи 2008–2009 рр. економісти почали підтримували скоординоване впровадження ДРМПК. Для пом'якшення наслідків «керрі-трейдингу», наприклад,пропонують застосовувати одночасне регулювання відпливу і припливу капіталу в країнах з низькою чи високою процентною

ставкою відповідно [119]. Підставою для таких рекомендацій було досягнення певного рівня ефективності за допомогою цієї практики у 1960-их рр. Наприкінці 1960-их рр. США у зв’язку із експансіоністською монетарною та фіскальною політикою (що передбачала відносно низькі процентні ставки), зіткнулися із дефіцитом платіжного балансу. Водночас у європейських урядовців виникли серйозні побоювання щодо надмірного припливу капіталу, зумовленого вищими процентними ставками та антиінфляційною політикою.

Зрештою США вдалися до заходів регулювання відпливу капіталу, що набули вигляду податку, що вирівнює ставки процента *(Interest Equalization Tax)*. Податок стягувався із резидентів США, які здійснювали інвестиції в іноземні цінні папери. Зі свого боку європейські країни почали регулювали приплив капіталу. Економетричні дослідження доводять, що, завдяки регулюванню відпливу капіталу, США вдалося досягти незалежності монетарної політики, незважаючи на те, що банки, які спекулювати на євродоларовому ринку, звільнялися від оподаткування [156]. У 1971 р., здійснюючи спробу координації ДРМПК, Франції переконала США у збереженні регулювання відпливу капіталу, а Західну Німеччину – у його посиленні. Франція також продовжувала наполягати на розширенні повноважень МВФ щодо забезпечення координації ДРМПК.

По-друге, важливим напрямком кооперації є комплексний перегляд умов існуючих торговельних та інвестиційних угод, задля усунення правових бар'єрів для здійснення ДРМПК. У багатьох договорах, що стосуються фінансових інструментів та інвестицій, закладено умови, які забороняють державам вдаватися до ДРМПК навіть на тимчасовій основі. Чисельність та комплексність, як двосторонніх, так і багатосторонніх, торговельних та інвестиційних угод, що характерна сьогодні для будь-якої країни світу, зумовлює те, що положення одних із них неминуче суперечать положенням інших. Щонайменше, що необхідно зробити у цьому напрямку – це запровадити в угодах положення про спеціальні уніфіковані захисні заходи *(safeguards)*, що зберегли б опцію впровадження ДРМПК за виправданої необхідності.

По-третє, важливим елементом кооперації з метою ефективності ДРМПК є надання певній міжнародній фінансовій інституції повноважень щодо її очолення. Адже найкращого результату можна буде досягти, якщо кооперація здійснюватиметься не на двосторонній, чи регіональній, а на глобальній основі.

У грудні 2010 р. МВФ заявив про своє бажання виконувати роль такого регулютора. У «Світовому економічному огляді» 2010 р. зазначалося, що МВФ прагне сприяти впровадженню ефективних заходів ДРМПК, здійсненню двостороннього та багатостороннього нагляду за їх додержанням, а також перегляду умов торговельних та інвестиційних договорів з метою включення до їх змісту захисних положень, що уможливлювали б використання ДРМПК [183]. Втім, К. Галлагер говорить про те, що незрозуміло напевне, чи має МВФ сьогодні відповідний юридичний статус, щоб фактично виконувати заявлену роль.

4. Проаналізувавши історичний огляд впливу політики на роль ДРМПК *(підрозділ 1.2)*, визнаємо, що у XXI ст. перешкоди політичного характеру можуть мати не менше значення для прийняття економічних рішень. Очевидно, що відбулися значні зміни загального уявлення про держави та ринки, з'явились економічно обґрунтовані аргументи на користь застосування заходів ДРМПК, до того ж відбулася зміна рівня глобальної гегемонії; однак поки невідомо, чи достатньо цих змін для досягнення належного рівня «вбудованого лібералізму» у XXI ст. та забезпечення стабільності фінансової системи.

Політичні перешкоди на шляху глобальної координації та національної ефективності заходів ДРМПК посилює проблема колективного схвалення. Незважаючи на те, що досягнення фінансової стабільності після впровадження ДРМПК буде, очевидно, корисним державі в цілому, окремі учасники фінансового ринку повинні будуть понести короткострокові витрати. Зрозуміло, що потенційним «постраждалим» від політикиДРМПК властива значна концентрація та політична могутність. Що стосується «бенефіціарів», представлених широкоюгромадськістю та розосереджених по всій системі, то вони можуть перебувати під впливом асиметричної інформації, що не дасть їм змоги зв'язати між собою ДРМПК, фінансову стабільність та особистий добробут.

По-друге, актуальною є так звана проблема «безбілетника» *(free-rider problem)*. Її суть полягає в тому, що у випадку впровадження ДРМПК і його координації більшістю країн, «гарячі» грошові потоки можуть стрімко перетікати до тих економік, що вирішили мінімізувати регулювання, зумовлюючи негативні ефекти «переливу» *(spillover effects)* макроекономічної політики. Інтенсифікація ДРМПК в одній країні може спровокувати спекулятивні атаки на її сусідів.

Отже, очевидно, що початок XXI ст. ознаменувався переглядом позиції світового співтовариства щодо доцільності застосування заходів ДРМПК. Міжнародні організації, зокрема МВФ, почали частіше згадувати ці заходи у своїх рекомендаціях, а все більше країн почали використовувати їх на практиці. Втім, питання ефективності заходів ДРМПК досі залишається дискусійним. Задля того, щоб імплементація цих заходів у дієву макроекономічну політику малих відкритих економік дала реальні позитивні результати, важливо розуміти чинники, що негативно впливають на їхню ефективність та боротися з ними, зокрема за допомогою міжнародної кооперації та нагляду. Необхідний збалансований підхід до впровадження ДРМПК, що дозволить країнам скористатися перевагами фінансової глобалізації, водночас мінімізувавши ризики, пов'язані з надмірним припливом чи відпливом капіталу.

Висновки до розділу 3

На підставі викладеного можна сформулювати наступні висновки:

1. Інтенсивні процеси глобалізації стали причиною значного впливу провідних міжнародних організацій на внутрішню економічну політику як розвинутих економік, так і країн, що розвиваються. Так, пов’язана із впливом азійської фінансової кризи 1990-их рр. та світової фінансової кризи 2007–2009 рр., зміна ставлення міжнародних фінансових організацій, зокрема МВФ, до лібералізації міжнародних фінансових потоків значно вплинула на інтенсифікацію застосування заходів ДРМПК малими відкритими економіками.

2. Ухвалена у грудні 2012 р. виконавчою радою МВФ Нова інституційна позиція*(Newinstitutional view)* щодо фінансової лібералізації і політики управління міжнародними потоками капіталу, визнавала значні ризики, пов’язані ізволатильнимиМПК, які лібералізація може лише посилити, якщо країна не досягла належного рівня фінансово-інституційного розвитку. Тому лібералізацію МПК потрібно здійснювати поступово і послідовно, враховуючи ступінь досягнення економікою необхідних передумов.

3. МВФ поділяє ДРМПК на структурні й дискреційні (кон'юнктурні). Структурні – спрямовані на зміну структури МПК на користь довгострокових потоків, системне підвищення стійкості фінансового сектора до волатильності потоків капіталу і є частиною комплексу заходів макропруденційної політики. Дискреційні – отримали назву заходів управління потоками капіталу. Вони покликані вплинути на обсяг МПК та, на думку МВФ, повинні бути тимчасовими, застосовуватися лише у кризових ситуаціях у поєднанні з широким комплексом інших заходів макроекономічної політики.

4. Згідно із Новою інституційною позицією МВФ, країни-донори капіталу, зважаючи на можливі ефекти «переливу» макроекономічної політики, повинні сприяти ефективності заходів ДРМПК, впровадженого країнами-рецепієнтами капіталу.

5. Стрімкий розвиток технологічних інновацій фінансового ринку дозволив інвесторам розробити чимало способів уникнення ДРМПК, які щоразу стають важчими для викриття органами фінансового нагляду. До найбільш поширенихобхідних стратегій відносимо «керрі-трейдинг», депозитарні розписки, маскування короткострокових МПК, формальну пролонгацію терміну надання кредиту, фальсифікацію рахунків-фактур товарів, метод «випередження та відставання», заміщення заборонених активів дозволеними, вивезення грошових коштів впродовж туристичних або ділових поїздок, корупційні схеми та підкуп чиновників тощо.

6. Ефективність заходів ДРМПК можна значно підвищити за допомогою удосконалення інституційних чинників регулювання, зокремастворення умов для

здійснення достатньо жорсткого і динамічного регулювання; формування системи ефективного нагляду і контролю за належним дотриманням заходів ДРМПК; ефективної координації підходів та рекомендацій щодо ДРМПК на глобальному рівні; комплексного перегляду умов чинних торговельних та інвестиційних угод задля усунення правових бар'єрів для здійснення ДРМПК.

Основні результати розділу опубліковані у таких наукових працях автора: [26], [27], [28].

ВИСНОВКИ

У дисертації здійснено теоретичне узагальнення та нове вирішення важливого наукового завдання, що полягає у дослідженні ДРМПК у малих відкритих економіках. Результати проведеного дослідження дають підставу зробити такі наукові висновки і пропозиції.

1. Багатоаспектний характер міжнародного переміщення капіталу з позиції форм, цілей, напрямків тощо, зумовлює його визначення як процесу переміщення за межі або в країну капіталу у грошовій чи іншій формі, що може здійснюватися міжнародними фінансовими організаціями, урядами, фінансовими і нефінансовими компаніями, приватними особами з метою фінансування виробництва, торгівлі, інвестування, спекуляції або з іншою метою задля отримання прибутку, підприємницької чи інших економічних, соціальних і політичних вигід. МПК можна також класифікувати за рівнем регульованості на абсолютно регульовані (рівень регулювання яких становить понад 70 %), відносно регульовані (рівень регулювання – у межах від 15 % до 70 %) та нерегульовані (рівень регулювання – менше 15 %).

2. Авторське розуміння ДРМПК полягає у тлумаченні його як сукупності заходів уряду і центрального банку країни, спрямованих на обмеження, стримування, перенаправлення або зміну будь-яких параметрів МПК. Найчастіше усі ці заходи класифікують на адміністративні (кількісні) та ринкові (цінові). У практиці здійснення ДРМПК часто використовують їх комбінацію, втім адміністративні заходи відносно частіше використовують для регулювання відпливу капіталу, у той час як цінові – для регулювання припливу. У неусталених господарських системах результативніше використовувати цінові заходи регулювання, оскільки вони можуть вирішувати ключові макропруденційні проблеми за відсутності ефективних фінансових інституційних регуляторів.

3. Збурення припливу і відпливу капіталу чинять вагомий вплив на економіку, зокрема на її процентну ставку, валютний курс, рівень інфляції, стан

платіжного балансу і у кінцевому підсумку на її реальний сектор. Дослідження трансмісійного механізму впливу цих збурень свідчить про те, що жоден із режимів монетарної політики у чистому вигляді не є ефективним щодо подолання негативних наслідків міжнародного переміщення капіталу. За таких умов необхідним є органічне поєднання монетарного, валютного чи інфляційного таргетування із заходами ДРМПК.

4. Загалом погляди економістів на міжнародне переміщення капіталу та роль держави у його регулюванні пройшли довгий еволюційний шлях розвитку, що визначався як загальними парадигмальними змінами в економічній науці, так і глобальними змінами у господарській практиці. У сучасній економічній науці не існує уніфікованого підходу до пояснення та вирішення досліджуваної проблеми головно через неоднозначний характер чинників експорту та імпорту капіталу і їх впливу на економічне зростання у країнах, що розвиваються, та у країнах з розвинутою економікою. Вагомий внесок у розвиток економічних теорій, що обґрунтовують необхідність ДРМПК зробили представники кейнсіанського напрямку, які відстоювали гіпотезу про настання фінансової нестабільності в умовах відкритості економіки. Політико-економічний аналіз теоретичних концепцій ДРМПК дав підстави зробити висновок про те, що вони покладені в основу формування економічної політики провідних країн, що базується на різних моделях макропруденційного регулювання.

5. Критеріями ефективності заходів ДРМПК є високий ступінь незалежності монетарної політики центрального банку від світової процентної ставки, зниження тиску на реальний обмінний курс, зміна якісної структури МПК на користь довгострокових інвестицій, забезпечення умов дотримання та недопущення реалізації стратегій та схем уникнення заходів регулювання. Тривале застосування інтенсивного ДРМПК може спричинити дестабілізуючий вплив як на поведінку економічних суб’єктів через зниження очікуваного рівня віддачі на заощадження, обмеження можливостей міжнародної диференціації портфеля фінансових активів задля зниження систематичних ризиків, зростання стимулів до застосування схем і методів уникнення державного регулювання; так

і на процеси поширення новітніх технологій, економічне зростання та розвиток країн-реципієнтів та донорів капіталу.

6. На основі побудови та обчислення агрегованих коефіцієнтів регульованості МПК малі відкриті економіки можна класифікувати на відкриті (що регулюють менш ніж 15 % МПК впродовж періоду), закриті (регулюють більш ніж 70 % потоків) і доступні (усі ті, що не увійшли до перших двох груп). Аналіз часової динаміки цих коефіцієнтів упродовж 1995–2015 рр. свідчить про: 1) існування оберненої залежності між рівнем регульованості МПК та рівнем доходів у досліджуваних економіках; 2) зниження інтенсивності державного регулювання припливу і відпливу капіталу у малих відкритих економіках з низьким рівнем доходів у 1990-х роках та його посилення з початку XXI ст., зумовлене зростанням рівня фінансової відкритості економік та фінансової нестабільності; 3) зниження рівня регульованості припливу і відпливу капіталу у малих відкритих економіках з високим рівнем доходів, що розпочалося з початку XXI ст. і змінилося його посиленням підчас глобальної фінансової кризи 2008–2009 рр. та у посткризовий період відновлення.

7. Глобальна фінансово-економічна криза 2008–2009 рр. зумовила істотне зростання рівня регульованості МПК як у розвинутих економіках, так і у тих, що розвиваються. Якісний аналіз ДРМПК у Бразилії (малій відкритій економіці з високим коефіцієнтом регульованості припливу капіталу) та Ісландії (малій відкритій економіці з високим коефіцієнтом регульованості відпливу капіталу) у посткризовий період дав підстави зробити висновок про те, що: по-перше, запорукою дієвості заходів ДРМПК є їх органічне поєднання з інструментами макроекономічної і макропруденційної політики та іншими заходами оздоровлення економіки; по-друге, заходи ДРМПК слугують посиленню дієвості традиційної стабілізаційної політики, водночас, на початкових етапах їх імплементації, можливі тимчасові втрати для економіки, що виявляються у сповільненні темпів економічного зростання, зниженні суверенного кредитного рейтингу, втраті довіри з боку інвесторів тощо; по-третє, негативними наслідками впровадження ДРМПК є регуляторний арбітраж та удосконалення способів

уникнення регулювання, що вимагають забезпечення гнучкості державної політики управління МПК, її постійного моніторингу і коригування.

8. Аналіз динаміки коефіцієнтів регульованості припливу і відпливу капіталу в Україні за 1995–2015 рр. дав підстави для висновку про відносно високий рівень регульованості, характерний для України впродовж усіх років незалежності, що став однією із причин нерозвинутості внутрішнього фінансового ринку через відсутність конкуренції з боку іноземних емітентів, а також неспроможність українських резидентів у законний спосіб інвестувати у закордонні активи. Водночас посилення заходів ДРМПК упродовж кризових періодів мало неоднозначний вплив на вітчизняне макроекономічне середовище – з одного боку, вони частково сприяли поліпшенню стану платіжного балансу, зниженню тиску на обмінний курс гривні, а з іншого боку, не забезпечили позитивної динаміки індикаторів економічного зростання. Дисертант доходить висновку про те, що курс НБУ на лібералізацію МПК, задекларований у 2016 р., матиме позитивні макроекономічні наслідки для економіки України тільки за умови, що супроводжуватиметься послідовноюмонетарною і фіскальною політикою, імплементацією прийнятого законодавства щодо валютної лібералізації, заходами, спрямованими на підвищення інституційної спроможності фінансового сектора економіки, та прийняттям пакету законодавчо-нормативних актів, що забезпечують протидію *BEPS* (розмиванню оподатковуваної бази та виведенню прибутку з-під оподаткування).

9. Вагомий вплив на формування національної політики управління МПК має інституційна позиція провідних міжнародних організацій, що значно еволюціонувала після глобальної фінансової кризи 2008–2009 рр.Відповідно до Нової інституційної позиції МВФ, задля уникнення негативних наслідків надмірної волатильності та збурень короткострокових потоків капіталу, що створюють загрозу фінансовій та економічній стабільності, урядам країн рекомендовано стратегію лібералізації міжнародного переміщення капіталу доповнити за необхідності тимчасовим використанням недискримінаційних заходів ДРМПК. Критичний аналіз Нової інституційної позиції, що базується на

емпіричних оцінках кореляційного зв’язку між рівнем лібералізації МПК та економічним зростанням, свідчить про те, що повна лібералізація не є запорукою економічного піднесення в малих відкритих економіках. Необхідною умовою імплементації поетапної стратегії лібералізації має стати належний рівень розвитку макроекономічного та інституційного середовища.

10. До інституційних чинниківпідвищення ефективності ДРМПК у малих відкритих економіках з неусталеними господарськими системами належать: створення умов для здійснення достатньо жорсткого і динамічного регулювання; формування системи ефективного нагляду і контролю за належним дотриманням заходів державного регулювання; ефективна координація підходів та рекомендацій щодо регулювання МПК на глобальному рівні; комплексний перегляд умов чинних торговельних та інвестиційних угод задля усунення правових бар'єрів для здійснення регулювання.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. АвдокушинЕ.Ф. Международные экономические отношения: Учебник М.: Юристъ, 2001. 366 с.
2. Амеліна І. В. Попова Т. Л., Владимиров С. В. Міжнародні економічні відносини: навч. посіб. К.: Центр учбової літератури, 2013. 256 с.
3. Аналітична економіка: макроекономіка і мікроекономіка: підручник : у 2 кн. 3-тє вид., випр. та доп. / за ред. С. М. Панчишина, П. І. Островерха. Київ: Апріорі, 2017. Кн.1: Вступ до аналітичної економіки. Макроекономіка. 567 с.
4. Архієреєв С. І., Решетняк Н. Б. Курс економічної теорії: навч. посіб. / за ред. С. І. Архієреєва та Н. Б. Решетняк. Харків: НТУ «ХПІ»,2007. 331 с.
5. Бахтарі Е. Валютна лібералізація – перехід до режиму вільного руху капіталу в Україні / НБУ. Київ, 2017. URL: https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=60027584 (дата звернення: 02.06.2018).
6. Білецька Л. В., Білецький О. В., Савич В. І. Економічна теорія: політекономія, мікроекономіка, макроекономіка: підручник. 2-ге вид., випр. та доп. К.: Центр учбової літератури, 2009. 688 с.
7. Божечкова А. В., Горюнов Е. Л., Трунин П. В. Изучение факторов и последствий ограничений на движение капитала. 2016. URL: http://ssrn.com/abstract=2754066 (дата звернення: 05.05.2016).
8. Боришкевич О. В. Міжнародний рух капіталу та проблеми зовнішньої заборгованості. *Вісник Національного банку України.* 2012. № 10. С. 40–47.
9. Глущенко С. В. Монетарна політика: теоретико-методологічні аспекти: підруч. для студ. вищ. навч. закл. Київ: НаУКМА, 2017. 64 с.
10. Грабинська І. В., Лаба І. З. Вплив процесів транснаціоналізації виробництва на еволюцію економічних теорій міжнародного переміщення капіталу. *Збірник наукових праць Черкаського державного технологічного університету.* Серія: Економічні науки. Черкаси, 2015. Вип. № 39 (2). С. 193–200.

11. Грабинська І. В., Лаба І. З. Еволюція економічних теорій міжнародного переміщення капіталу. *Економічний простір: Збірник наукових праць.* 2015. Вип. № 99. С. 23–36.
12. Гуткевич С. А. Условия привлечения иностранных инвестиций в экономику Украины. URL: https://nam.kiev.ua/ape/n_01_5-6/Gytkevih.htm.
13. Закон про валюту підписаний президентом.*Економічна правда:*веб-сайт. URL: https://www.epravda.com.ua/news/2018/07/4/638391/ (дата звернення: 26.05.2018).
14. Касперович Ю. В. Міжнародний досвід боротьби з ухиленням від оподаткування та розмиванням податкової бази: висновки та рецепти для України. Аналітична записка Національного інституту стратегічних досліджень. URL: http://www.niss.gov.ua/catalogue/11/0/1/ (дата звернення: 25.05.2018).
15. Кейнс Дж. М. Общая теория занятости процента и денег / пер. с англ. под ред. А.Г. Милейковского и И.М. Осадчей. М.: Прогресс, 1978. 494 с.
16. Кешенкова Н. В. Генезис развития теории портфельных инвестиций. *Економічний нобелівський вісник.* 2014. № 1 (7). С. 223–227.
17. Киреев А. П. Международная экономика : учеб. пособие для вузов в 2 ч. Ч. 1. Международная микроэкономика: движение товаров и факторов производства. М.: Международные отношения, 1997. 416 с.
18. Козик В. В., Панкова Л. А., Даниленко Н. Б. Міжнародні економічні відносини: навч. посіб. К.: Знання, 2008. С. 201–207.
19. Костюнина Г. М., Ливенцев Н. Н. Международная практика регулирования иностранныхинвестиций : учеб. Пособие. МГИМО(У)МИД РФ. М.: Анкил, 2001. 126 с.
20. Красавина Л. Н. «Бегство» капитала из России и пути его сдерживания *Деньги и кредит.* 2000. № 11. С. 40–42.
21. Крегель Я. Теория Мински: международное финансирование развивающихся стран. *Экономическая политика.* 2018. Т. 13. № 4. С. 8–19.

22. Кукурудза І. І. Міжнародна економіка: Матеріали до лекцій та семінарів. Черкаси: РВВ Черкаського державного університету, 2000. 186 с.
23. Лаба І. З. Інструментарій регулювання міжнародних потоків капіталу в країнах, що розвиваються. *Вісник Черкаського університету. Серія економічні науки.* Черкаси, 2017. Вип. 4 Ч. 2. С.50–58.
24. Лаба І. З. Методологічні підходи до визначення рівня регульованості міжнародного переміщення капіталу в малих відкритих економіках. *Літні наукові дискусії:* зб. наук. матер. XXI міжнар. інтернет-конф., 15 червня 2018 р. Вінниця, 2018. С. 36–41.
25. Лаба І. З. Методологічні підходи до оцінки ефективності державного регулювання міжнародних потоків капіталу. *Актуальні проблеми функціонування господарської системи України:* матеріали XXIV міжнар. наук. конф. студентів, аспірантів та молодих вчених, 19–20 травня 2017 р. Львів, 2017. С. 77–78.
26. Лаба І. З. Нова інституційна позиція МВФ та її вплив на формування державної політики регулювання міжнародних потоків капіталу. *Вісник Львівського університету. Серія економічна.* Львів, 2016. Вип. № 53. С. 63–71.
27. Лаба І. З. Роль Міжнародного валютного фонду у регулюванні глобального фінансового ринку. *Цілі сталого розвитку: проблеми і можливості досягнення в Україні та світі:* матеріали всеукраїнської наук.-практ. конф. студентів та молодих вчених, 16 листопада 2018 р. Северодонецьк, 2018. С. 157–159.
28. Лаба І. З. Чинники підвищення ефективності державного регулювання міжнародних потоків капіталу в малих відкритих економіках у посткризовий період. *Моделювання економіки: проблеми, тенденції, досвід:* тези доповідей IX Міжнародної науково-методичної інтернет-конференції Форуму молодих економістів-кібернетиків, 30 жовтня 2018 р. Львів, 2018. С. 89–90.

29. Международная экономика: в 2-х томах. Т.1 Международная микроэкономика / под редакцией Ю. Г. Козака. Учебное пособие. 4-е изд. перераб. и доп. К.: Центр учебной литературы, 2013. 302 с.
30. Милль Дж. С. Основы политической экономии: в 3 т. / пер. с англ. М.: Наука, 1980. Т. 3. 337 с.
31. Мировая экономика : учеб. / под ред. А. С. Булатова. М. : Экономистъ, 2005. 734 с.
32. Мировая экономика: Учебник / Л. С.Падалкина и др.; под ред. И. П. Николаевой.М.: Проспект, 2007. 240 с.
33. Міжнародна економіка:навч. посіб. / Гронтковська Г. Е. та ін.; за ред. Г. Е. Гронтковської. Київ: «Центр учбової літератури», 2014. 384 с.
34. Міжнародна економіка: підручник / Білоцерківець В. В. та ін.; за ред. А. О. Задої та В. М. Тарасевича. Д.: ДУЕП, 2010. 339 с.
35. Мозговий О. М., Оболенська Т. Є., Мусієць Т. В. Міжнародні фінанси: навчальний посібник / за заг. ред. О. М. Мозгового. Київ: КНЕУ, 2005. 558 с.
36. НБУ почав валютну революцію. *Financialclub:*веб-сайт. URL: https://finclub.net/ua/analytics/nbu-pochav-valiutnu-revoliutsiiu.html (дата звернення: 26.05.2018).
37. Офіційний сайт Міжнародного валютного фонду URL: http://data.imf.org/?sk=388DFA60-1D26-4ADE-B505-A05A558D9A42 (дата звернення: 10.12.2018).
38. Офіційний сайт Національного банку України. URL: http://www.bank.gov.ua/(дата звернення: 26.12.2018).
39. Офіційний сайт Центрального банку Бразилії. URL: https://www.bcb.gov.br/en#!/home (дата звернення: 10.01.2018).
40. Офіційний сайт Центрального банку Ісландії. URL: https://www.cb.is (дата звернення: 17.02.2018).
41. Павленко І. І., Варяниченко О. В., Навроцька Н. А. Міжнародна торгівля та інвестиції: навч. посіб. К.: Центр учбової літератури, 2012. 256 с.

42. Податковий кодекс України від 01.01.2018. № 2755-VI. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2755-17 (дата звернення: 25.05.2018).
43. Політична економія: навч. посіб. / Кривенко К. Т. та ін.; за ред. д-ра екон. наук, проф. К. Т. Кривенка. Київ: КНЕУ, 2001. 508 с.
44. Про внесення змін до Податкового кодексу України щодо трансфертного ціноутворення: Закон України від 15 лип. 2015 р. № 609-VIII. *Урядовий кур'єр.* 2015. 13 серп.
45. Репко М., Кашко О., Піонтківська І. Міжнародний досвід лібералізації руху капіталу. *Вісник НБУ.* 2016. С. 26–42.
46. Ринок капіталів в Україні: проблеми та перспективи розвитку: навч. посібник / за ред. С. С. Арутюнян. Одеса: Атлант, 2017. 149 с.
47. Стецько М. В. Система регулювання ринку капіталів України: міжнародний вимір. *Фінанси України.* 2017. № 2. С. 96–109. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/Fu_2017_2_10 (дата звернення: 02.06.2018).
48. Суржавська І. І. Міжнародна економічна система. URL: http://lubbook.org/book_467.html (дата звернення: 02.04.2016).
49. Татаренко Н. О., Поручник А. М. Теорії інвестицій. Київ : КНЕУ, 2000. 160 с.
50. Тищук Т. А. Шляхи протидії прихованому відпливу капіталу з України: Аналітична доповідь Національного інституту стратегічних досліджень. Київ: НІСД, 2012. URL:http://www.niss.gov.ua/articles/901/ (дата звернення: 08.06.2018).
51. Фролова Т. А. Мировая экономика: конспект лекцій. Таганрог: Изд-во ТТИ ЮФУ, 2010. 43 с.
52. Хасбулатов Р. И. Мировая экономика: учебник для бакалавров. Москва: Издательство Юрайт, 2013. 884 с.
53. Шевчук В. О. Міжнародна економіка: теорія і практика: підручник. Київ: Знання, 2008. 663 с.
54. Шевчук В. О. Платіжний баланс, економічне зростання і стабілізаційна політика. Львів: Кальварія, 2008. 734 с.

55. Шевчук В. Взаємодія рахунків платіжного балансу в контексті «раптової зупинки» потоків капіталу в Україні. *Соціально-економічні проблеми сучасного періоду України. Фінансовий ринок України: стабілізація та євроінтеграція:* Збірник наукових праць. / за ред. Є. І. Бойка. Львів: Ін-т регіональних досліджень НАН України, 2009. Вип. 2 (76). С. 188–196.
56. Шевчук В. О. Платіжний баланс і макроекономічна рівновага в трансформаційних економіках: досвід України: монографія. Львів: Каменяр, 2001. 495 с.
57. Шиманська О. Бертіль Улін: внесок у розвиток теорії міжнародної торгівлі і міжнародного руху капіталу. *Вісник Тернопільського національного економічного університету.* Тернопіль, 2007. Вип. 2. С. 159–164.
58. Що змінює «Закон про валюту»? *Економічна правда:*веб-сайт. URL: https://www.epravda.com.ua/columns/2018/07/6/638470/ (дата звернення: 26.05.2018).
59. Якубовський С. О., Родіонова Т. А. Світовий досвід контролю за рухом іноземного капіталу та шляхи його використання в Україні. *Актуальні проблеми міжнародних відносин.* 2014. Вип. 121(2). С. 65–73.
60. Aahana S. International Capital Movements: Meaning and Effects. *Economics:*website. URL:http://www.economicsdiscussion.net/international-capital-movements/international-capital-movements-meaning-and-effects-economics/30579 (last accessed: 02.03.2017).
61. Abdelal R. Capital Rules: The Construction of Global Finance. Cambridge, MA: Harvard University Press, 2007. 320 p.
62. Akani H. W. Analysis of the Effects of Capital Flight on Economic Growth: Evidence from Nigerian Economy (1980 – 2011). *European Journal of Business and Management.*2013. Vol.5, № 17. P. 21–33. URL: https://www.researchgate.net/publication/280627928_Analysis_of_the_Effects_of_Capital_Flight_on_Economic_Growth_Evidence_from_Nigerian_Economy_1980_-_2011 (last accessed: 11.08.2018).

63. Alfaro L., Kalemli-Ozcan S., Volosovych V. Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries? An Empirical Investigation.*The Review of Economics and Statistics*. MIT Press, 2008. Vol. 90(2). P. 347–368.
64. Ammer J., Freeman R. Inflation Targeting in the 1990s. *Journal of Economik and Business.* 1995. № 47. P. 56–64.
65. Annual report on exchange arrangements and exchange restrictions 2015. Washington, D.C. : International Monetary Fund, 2015. 3535 p.
66. Annual report on exchange arrangements and exchange restrictions 2016.Washington, D.C. : International Monetary Fund, 2016. 3801 p.
67. Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions. Washington, D.C. : International Monetary Fund, 2011.P. 57–59.
68. Articles of Agreement / International Monetary Fund. IMF Publication Services, 2016. 127 p. URL:https://www.imf.org/external/pubs/ft/aa/pdf/aa.pdf (last assecced 21.04.2017).
69. Avdjiev S., Upper C., von Kleist K. Highlights of international banking and financial market activity. *BIS Quarterly Review.* 2010. 13 p.
70. Average Annual Illicit Financial Outflows: 2004–2013 / Global Financial Integrity. URL: https://www.gfintegrity.org/issues/data-by-country/(last accessed: 01.12.2018).
71. Baba C., Kokenyne A. Effectiveness of Capital Controls in Selected Emerging Markets in the 2000s. IMF Working Paper. / IMF, 2011.No. 11/281. 45 p.
72. Bagehot W. Lombard Street: A description of the money market. London: Henry S. King and Co., 1873. 359 p.
73. Baldursson F., Portes R. (2014). Capital controls and the resolution of failed cross-border banks: the case of Iceland.*Capital Markets Law Journal*.2014. Vol. 9(1). P. 40–54.
74. Baldursson F. M., Portes R., Thorlaksson E. E. Iceland’s Capital Controls and the Resolution of its Problematic Bank Legacy. *SSRN Electronic Journal.* 2017. 35 p. DOI: 10.13140/RG.2.2.36548.73604.

75. Baumann B. A., Gallagher K. P. Navigating capital flows in Brazil and Chile. Initiative for Policy Dialogue Working Paper Series. 2012. 35 p. DOI: 10.7916/D88K7J9P.

76. Bubble thy neighbour: Portfolio effects and externalities from capital controls / Forbes K., FratzscherM., KostkaT., Straub R. *Journal of International Economics*. Elsevier, 2016. Vol. 99(C). P. 85–104.

77. Buiter W. H., Sibert A. C. The Icelandic Banking Crisis and What to Do about it: The Lender of Last Resort Theory of Optimal Currency Areas. *Preludes to the Icelandic Financial Crisis.*London: Palgrave Macmillan, 2011. P.241–275 DOI: 10.1057/9780230307148_11.

78. Calvo G. The New Bretton Woods Agreement.*What G20 Leaders must do toStabilise our Economy and Fix the Financial System*. London: VoxEU, 2009. P. 53–57.

79. Capital Control Measures: A New Dataset. / A. M. Fernandez, etc. NBER Working Paper. / IMF, 2015. №20970. 38p.

80. Capital Controls: Country Experiences with Their Use and Liberalization. / A. Ariyoshi etc. IMF, Occasional Papers, 2000. 123p. DOI: 10.5089/9781557758743.084.

81. Capital Inflows: The Role of Controls / Ostry J., etc. IMF Staff Position Note. Washington: IMF, 2010. № SPN/10/04. 30 p.

82. Carmona P. A. Capital account regulation in Iceland: does anybody know what is going to happen? *Journal of Post Keynesian Economics*.2014. Vol. 36:3.P. 491–512.

83. Central Bank of Iceland. *Monetary Bulletin 2010:2.* Reykjavík, 2010. Vol. 12, № 2. 96 p.

84. Chamon M., Garcia M. Capital controls in Brazil: Effective? *Journal of International Money and Finance*. 2016. Vol. 61. P. 163–187. DOI: 10.1016/j.jimonfin.2015.08.008.

85. Chinn M. D., Hiro I. What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions.*Journal of Development Economics*. 2006. Vol. 81, Issue 1. P. 163–192.

86. Code of Liberalisation of Capital Movements / OECD, 2016. 180 p. URL: http://www.oecd.org/investment/codes.htm(last accessed 21.08.2016).

87. Collier P., DollarD. Aid, Risk and Special Concerns of Small States, paper presented at the Conference on Small States. *Small States in the Global Economy*/ D. Peretz (ed). Commonwealth Secretariat, 2001. P. 11–39.

88. Cordero J., Montecino J. Capital Controls and Monetary Policy in Developing Countries. Washington, DC: Center for Economic and Policy Research, 2010. 33 p. URL: https://www.files.ethz.ch/isn/115241/capital-controls-2010-04.pdf(last accessed: 25.01.2017).

89. Costinot A., Lorenzoni G., Werning I. A Theory of Capital Controls as Dynamic Terms-of-Trade Manipulation.*Journal of Political Economy*. University of Chicago Press, 2014. Vol. 122, №1. P. 77–128.

90. Davenport M. A Study of Alternative Special and Differential Arrangements for Small Economies. *Interim Report*. Commonwealth Secretariat, 2001. 53 p. URL: http://ctrc.sice.oas.org/geograph/smecon/davenport.pdf(last accessed: 12.03.2017).

91. Dev K. Illicit Financial Flows from Developing Countries: 2000–2009. Washington DC: Global Financial Integrity, 2011. URL: http://www.gfintegrity.org/storage/gfip/.../gfi_iff_update_report-web.pdf(last accessed: 12.10.2017).

92. Dima S. C. From international trade to firm internalization.*European Journal of Interdisciplinary Studies.* 2010. Vol. 2, № 2. P. 59–66.

93. Drajem M. Stiglitz, Economists Fight Capital Controls in U.S. Trade Pacts. Bloomberg, 2011.

94. Dunning J. H. The eclectic paradigm of international production: a restatement and some possible extensions.*Journal of International Business Studies*. 1988. Vol. 19, № 1. P. 1–31.

95. Edison H. J., Reinhart C. M. Capital Controls During Financial Crises: The Case of Malaysia and Thailand. International Finance Working Paper.2000. № 662. 38p. URL: http://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/ 2000/662/ ifdp662.pdf(last accessed: 12.07.2017).
96. Eichengreen B. Global Imbalances and the Lessons of Bretton. Cambridge: MIT Press, 2007. 208 p.
97. Eichengreen B. Globalizing capital: a history of the international monetary system. 2nd ed. Princeton, NJ: Princeton University Press, 2008. 265 p.
98. Eichengreen B. Toward a new international financial architecture. 1st ed. Washington, DC: Inst. for Internat. Economics, 1999. 216 p.
99. Eichengreen B., Rose A. Capital Controls in the 21st Century. *Journal of International Money and Finance*. 2014. Vol. 48, issue PA. P. 1–16.
100. Epstein G., Grabel I., Jomo, K. Capital Management Techniques in Developing Countries: Managing Outflows in Malaysia, India and China. *Capital Market Liberalization and Development*, 1st ed. / J. Ocampo and J. Stiglitz (eds). New York: Oxford University Press Inc., 2008.P. 139–169.
101. Fernandez A., Rebucci A., Uribe M. Are Capital Controls Countercylical? Mimeo, Columbia University, 2014. 28 p. DOI: 10.1016/j.jmoneco.2015.07.001.
102. Financial Liberalisation: Past, Present and Future / Ph. Arestis, M. Sawyer (eds.). *International Papers in Political Economy*. Palgrave Macmillan, 2016. 374 p. DOI: 10.1007/978-3-319-41219-1.
103. Flannery M. J. Iceland's Failed Banks: A Post-Mortem. University of Florida, 2009. 20p. URL:https://www.files.ethz.ch/isn/125431/1425_RNAvefVidauki3Enska.pdf(last accessed: 12.07.2018).
104. FritzB., Prates D. M. The new IMF approach to capital account management and its blind spots: Lessons from Brazil and South Korea. International Review of Applied Economics. 2014. Vol. 28(2). P. 210–239.

105. Gai P., Jenkinson N., Kapadia S. Systemic Risk in Modern Financial Systems: Analytics and Policy Design.*The Journal of Risk Finance*. 2007. Vol. 8 (2). P. 156–165.
106. Gallagher K. P. The IMF, Capital Controls and Developing Countries. *Economic and Political Weekly*.2011. Vol. XLVI(19).P.12–16. URL:http://www.ase.tufts.edu/gdae/policy_research/GallagherEPW(last accessed: 12.12.2016).
107. Gallagher K. P., Ocampo J. A. IMF's New View on CapitalControls.*Economic and Political Weekly*. 2013. Vol. XLVIII, №12. P. 10–13.
108. Gallagher K. P., Stanley L.Capital Account Regulations and the Trading System: A Compatibility Review.Boston University, The Frederick S. Pardee Center for the Study of the Longer Range Future, 2013. 149 p.
109. Gallagher K. P., Tian Y. Regulating Capital Flows in Emerging Markets: the IMF and the Global Financial Crisis. Boston University-Global Economic Governance Initiative (GEGI) Working Paper. 2014. 33 p.
110. Gallagher K. P. Regaining Control? Capital Controls and the Global Financial Crisis. PERI Working Paper. 2011.№ 250. 35 p. URL: http://www.ase.tufts.edu/gdae/Pubs/rp/KGCapControlsPERIFeb11.pdf(last accessed: 20.11.2018).
111. Garber P. Derivatives in International Capital Flow. NBER Working Paper./ IMF, 1998. № 6623. 37p. URL: http://www.nber.org/papers/(last accessed: 15.08.2017).
112. Garcia M. Capital Controls and Implications for Surveillance and Coordination: Brazil and Latin America. *New Thinking and the New G20 Series.* CIGI, 2015. № 11. 17 p.
113. Gemici K. Hot Money, Cold Money: Managing Global Capital Flows in Chile, South Korea, and Turkey: Book Precis. 2009. 22 p.
114. General Agreement on Trade in Services. Annex 1B of theWTOAgreement / World Trade Organisation, 1994. P. 283–317.URL:http://www.wto.org/english/docs_e/legal_e/26-gats.pdf(last accessed 21.11.2017).

115. Goldin I., Vogel T. Global Governance and Systemic Risk in the 21st Century: Lessons from the Financial Crisis.*Global policy.*University of Oxford, 2010. Vol. 1, Issue 1. P. 4–15. DOI: 10.1111/j.1758-5899.2009.00011.x.
116. Goldstein M. Coping with Too Much of a Good Thing: Policy Responses for Large Capital Inflows to Developing Countries. Policy, Research working paper. / Washington, DC: World Bank, 1995. № WPS1507. 56 p. URL: http://documents.worldbank.org(last accessed: 05.06.2017).
117. Grabel I. Not Your Grandfather's IMF: Global Crisis, Productive Incoherence, and Developmental Policy Space. *Cambridge Journal of Economics*.2011. Vol. 35, Issue 5. P. 805–830. DOI: 10.1093/cje/ber012.
118. Grabel I., ChangH. Why Capital Controls Are Not All Bad. *Financial Times.*2010. URL: https://www.ft.com/content/4d0e3e34-e02f-11df-9482-00144feabdc0(last accessed: 01.08.2017).
119. Griffith-Jones S., Gallagher, K. P. Curbing Hot Money Flows to Protect the Real Economy.*Economic and Political Weekly*. 2011.Vol. 41(3). P. 12–14.
120. Grilli V., Milesi-Ferretti G. M. Economic Effects and Structural Determinants of Capital Controls. IMF Staff Papers. 1995. Vol. 42, № 3, P. 517–551.
121. Gunnarsdóttir K. T., Rehnholm A. Effectiveness of Capital Controls in a Financial Crisis: The Case of Iceland. Stockholm School of Economics, 2011. 52 p.URL: http://arc.hhs.se/download.aspx?MediumId=1152 (last accessed: 20.08.2018).
122. Hartwell C. All That's Old Is New Again: Capital Controls and the Macroeconomic Determinants of Entrepreneurship in Emerging Markets. SIEMS Issue Report. / SKOLKOVO Institute for Emerging Market Studies, 2011.P. 2–7.
123. Helleiner E. States and the Re-emergence of Global Finance. Ithaca, NY: Cornell University Press, 1994. 262 p.
124. Iceland: Ex Post Evaluation of Exceptional Access Under the 2008 Stand-by Arrangement. IMF Country Report. / International Monetary Fund, 2012. № 12/91. 33 p.

125. IMF Article IV Consultation Reports and Public Information(Various countries and years) / International Monetary Fund, 2013. URL: http://www.imf.org/external/np/sec/aiv/index.aspx(last assecced: 18.08.2016).
126. Iversen C. Aspects of the theory of international capital movements. Copenhagen: Levin and Munksgaard; London: Oxford University Press, 1935. 536 p.
127. Jeanne O. Capital Account Policies and the Real Exchange Rate. NBER Working Paper. / IMF, 2012. № 18404. 18 p. DOI: 10.3386/w18404.
128. Jeanne O. Capital flow management. American Economic Review. 2012. Vol. 102 (3) P. 203–206.
129. Jeanne O., Subramanian A., Williamson J. Who Needs to Open the Capital Account? Washington: Peterson Institute for International Economics, 2012. 14 p.
130. Jinjarak Y., Noy I., Zheng H. Capital controls in Brazil – Stemming a tide with a signal? *Journal of Banking & Finance*. Elsevier, 2013.Vol. 37(8). P. 2938–2952.
131. JinjarakY., Noy I., Zheng H. What Lessons Can Asia Draw from Capital Controls in Brazil during 2008–2012? ADBI Working Paper / Tokyo: Asian Development Bank Institute, 2013. № 423. 37 p. URL: http://www.adbi.org/working-paper/2013/05/28/5714.lessons.asia.draw.capital.controls.brazil/ (last accessed: 16.06.2018).
132. Jopson B. Currency Tensions Sap Investor Enthusiasm.*Financial Times*, 2011.URL: https://www.ft.com/content/ec755d4a-1f40-11e0-8c1c-00144feab49a (last accessed: 05.07.2017).
133. Klein M. W. Capital Controls: Gates versus Walls. *Brookings Papers on Economic Activity*. 2012. Vol. 2012(1). P.317–367.
134. Klein M. W., Shambaugh J. C. Rounding the Corners of the Policy Trilemma: Sources of Monetary Policy Autonomy. *American Economic Journal: Macroeconomics*. 2015. Vol. 7(4). P. 33–66.
135. Klein M. W. Capital controls: Gates versus walls. *Brookings Papers on Economic Activity*.2012. Vol. 2012(1). P. 317–367.
136. Koepke R. IIF Capital Flows User Guide. *IIF research note.* Institute of International Finance,2013. p. 9.

137. Koepke R. What Drives Capital Flows to Emerging Markets? A Survey of the Empirical Literature. IIF Working Paper. / Washington: University of Wurzburg, 2015. 40 p. URL:https://mpra.ub.uni-muenchen.de/62770/1/MPRA_paper_62770.pdf(last accessed: 08.10.2016).
138. Kojima K. A Macroeconomic approach to foreign direct investment.*Hitotsubashi Journal of Economics*. 1973. Vol. 14, № 1. P. 1–20.
139. Kojima K. Macroeconomic versus international business approach to direct foreign investment. *Hitotsubashi Journal of Economics*. 1982. Vol. 23, № 1. P. 1–19.
140. Korinek A. Capital Controls and Currency Wars. University of Maryland, mimeo, 2012. 58 p. URL:http:// www.korinek.com/papers (last accessed: 02.11.2016).
141. Korinek A. The New Economics of Prudential Capital Controls: A Research Agenda / IMF Economic Review, 2011. Vol. 59, №3. P. 523–561.
142. Krugman P. An Open Letter to Prime Minister Mahathir. URL:http://web.mit.edu/krugman/www/mahathir.html(last accessed: 02.11.2017).
143. Laba I. Z. Government regulation of international capital flows in Ukraine within the context of the IMF's new institutional view. *Strategic research directions: Collection of scientific articles.* Agenda Publishing House. Coventry, UK, 2018. P. 6–15.
144. LambertF., Ramos-Tallada J., Rebillard C. Capital controls and spillover effects: evidence from Latin-American countries. Working paper. / Banque de France, 2011.№ 357. 39 p.
145. Liberalizing Capital Flows and Managing Outflows/ International Monetary Fund. IMF Policy Papers, 2012.48 p.URL:https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/031612.pdf (last assecced: 21.04.2017).
146. Liberalizing Capital Movements: Some Analytical Issues /B. Eichengreen, etc. IMF Economic Issue No. 17. 1999. 10p.
147. Machlup F. International trade and the national income multiplier. Philadelphia: Blakiston, 1943. 237 p.

148. Magud N., Reinhart C., Rogoff K. Capital Controls: Myth and Reality – A Portfolio Balance Approach to Capital Controls. NBER Working Paper. / IMF, 2005. № 16805. 49 p. URL: http://www.nber.org/papers/ w16805 (last accessed:15.03.2017).
149. Magud N., Reinhart C., RogoffK. Capital Controls: Myth and Reality – A Portfolio Balance Approach. *Annals of Economics and Finance*. 2018. Vol. 19, issue 1.P. 1–47.
150. Mankiw N. G. Principles of Economics. 3rd Edition. USA: Thomson, 2003. 890 p.
151. Martinez A. R., Barden A. J. Costa Rica Central Bank May Impose More Currency Controls. URL: http://www.bloomberg. com/news/2013-01-24/costa-rica-may-impose-more-currency-controlschinchilla-says.html_(last accessed: 18.11.2018).
152. McCombie J. S. L., Spreafico M. R. M. Capital Controls and the Icelandic Banking Collapse: An Assessment. *Financial Liberalisation.International Papers in Political Economy* / P. Arestis, M. Sawyer (eds). 2016. P. 225–264. DOI: 10.1007/978-3-319-41219-1_6.
153. Minsky H. P. Global Consequences of Financial Deregulation. H. P. Minsky Archive, 1986. № 378. 39 p. URL:https://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/378(last accessed: 21.11.2018).
154. Moghadam R.Recent Experiences in Managing Capital Inflows– Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework. The Strategy, Policy and Review Department of the IMF, 2011. 97 p.
155. NeelyC. An Introduction to Capital Controls / Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 2017. Vol. 81(6). P.13–30.
156. ObstfeldM.The Adjustment Mechanism. *A Retrospective of the Bretton Woods System* / M. D. Bordo and B. Eichengreen (eds.). Chicago: University of Chicago Press, 1993. P. 201–268.
157. Obstfeld M. The Global Capital Market: Benefactor or Menace? NBER Working Paper. /IMF, 1998. № 6559. 41 p. URL:http://www.nber.org/papers/w6559.pdf(last accessed: 21.11.2017).

158. Ocampo J. Capital market liberalization and development. 1st ed. Oxford: Oxford University Press, 2008. 388p.
159. Palmisano S. J. The globally integrated enterprise.*Foreign Affairs.* 2006. Vol. 85, № 3. P. 127–136.
160. Plates D. M., de Paula L. F. Capital account regulation in Brazil: An assessment of the 2009-2013 period. *Brazilian Journal of Political Economy*.2017. Vol. 37, № 1, P.108–129.
161. Progress of the Plan for Removal of Capital Controls. URL: https://www.government.is/library/01-Ministries/Ministry-of-Finance/Haftagreinargerð_October18_English-final.pdf (last accessed 16.12.2018).
162. Quinn D. The Correlates of Change in International Financial Regulation.*American Political Science Review*. 1997. Vol. 91, № 3. P. 531–551.
163. Ragnar Nurkse: Classical development economics and its relevance for today / R. Kattel, J. A. Kregel, E. S. Reinert (eds.). London; New York: Anthem Press, 2011. 354 p.
164. Reinhart C. M., Rogoff.K. S.Serial default and the “paradox” of rich to poor capital flows.*American Economic Review.* 2004. P. 53–59.
165. Rodrik D. The globalization paradox: democracy and the future of the world economy. New York: W. W. Norton & Company, 2011. 368 p.
166. Sheets N. Capital flight from the countries in transition: some theory and empirical evidence / International Finance Discussion Papers. Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.), 1995. № 514. 50 p. URL:https://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/1995/514/ifdp514.pdf (last accessed: 21.08.2017).
167. Shevchuk V. Capital inflows and fiscal policy in the Central and East European countries. *Contemporary problems of Transformation Process in the Central and East European Countries.* Proceedings of the 17th Ukrainian-Polish-Slovak Scientific Seminar, September 22–24, 2010. Lviv Academy of Commerce, 2011. P. 120–128.

168. Shevchuk V., Kopych R. Capitalmobilityandthebudgetdeficitmacroeconomiceffectsinthe Central and East Europeancountries. *Quantitative Methods in Socio-Economic Analysis. 16th Slovak-Polish-Ukrainian Scientific Seminar* / E. Sodomova (ed.). Bratislava: UniversityofEconomics, 2010. P. 111–121.
169. Sigurgeirsdottir S, Wade R. H. From control by capital to control of capital: Iceland's boom and bust, and the IMF's unorthodox rescue package. *Review of International Political Economy*.2015. Vol. 22:1. P. 103–133. DOI: 10.1080/09692290.2014.920400.
170. Small Economies: a Literature Review. Note by the Secretariat / World Trade Organization, 2002.URL: https://docs.wto.org (last accessed: 05.11.2016).
171. Small states : meeting challenges in the global economy. World BankWorking Paper. / Washington, DC: World Bank, 2000.№ 27029. 142 p.URL: http://documents.worldbank.org/curated/en/267231468763824990/Small-states-meeting-challenges-in-the-global-economy(last accessed: 11.03.2017).
172. Stability with Growth: Macroeconomics, Liberalization, and Development. 1st ed. / J. Stiglitz, etc. Oxford: Oxford University Press, 2006. 352 p.
173. The global competitiveness report 2017–2018 / K. Schwab (ed.). Geneva: World Economic Forum, 2017. 393 p.
174. The IMF's approach to capital account liberalization. Evaluation Report. / Washington, DC: International Monetary Fund, 2005. 33 p.
175. The liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View / International Monetary Fund. Policy Survey Paper, 2012. 48 p.
176. Tornell A., VelascoA.The Tragedy of the Commons and Economic Growth: Why Does Capital Flow from Poor to Rich Countries? *Journal of Political Economy*. 1992. Vol. 100, № 6. P. 1208–1231.
177. Treaty on the Functioning of the European Union. *Official Journal of the European Union*. 2012. P. 47–390.
178. Ukraine: 2016 Article IV Consultation and third review under the Extended Arrangement, Requests for a Waiver of Non-Observance of a Performance

Criterion, Waiver of Applicability, Rephasing of Access and Financing Assurances Review-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Ukraine. Country Report / International Monetary Fund, 2017. № 17/83. 175 p.

179. Ukraine: Ex Post Evaluation of Exceptional Access Under the 2014 Stand-By Arrangement. Country Report. / International Monetary Fund, 2016. № 16/320. 56 p.
180. Vernon R. International investment and international trade in the product cycle. *Quarterly Journal of Economics.* 1966. Vol. 80, №2. P. 190–207.
181. What are Capital Flows. *Investopedia:* website. URL: https://www.investopedia.com/terms/c/capital-flows.asp (last accessed: 14.05.2018).
182. Winter B. Geithner Pledges to Work with Brazil on China. *Reuters news service:* website.URL: https://www.reuters.com(last accessed: 21.02.2018).
183. World Economic Outlook: Rebalancing Growth. Washington, DC: International Monetary Fund, 2010. 216 p.
184. Xiao F., Kimball D. Effectiveness and Effects of China's Capital Controls. *China & world economy.* Oxford: Wiley-Blackwell, 2005. Vol. 13.2005, 4, P. 58–69.
185. Yu Y. The Management of Cross-Border Capital Flows and Macroeconomic Stability in China. Malaysia: Third World Network, 2009. 57 p.

Додаток А

Визначення поняття міжнародного переміщення капіталу у вітчизняних та іноземних наукових джерелах

Термін	Джерело / автор
Міжнародна міграція капіталу – трансграничне переміщення одного з найважливіших факторів виробництва, який є результатом історично сформованого або набутого нагромадження засобів в окремих країнах, що створює економічні передумови для більш ефективного виробництва товарів і послуг в інших країнах	Павленко І. І.
Міжнародна міграція капіталів – це рух капіталів між країнами, що включає експорт, імпорт та їх функціонування за кордоном.	Падалкіна Л.С.
Міжнародна міграція капіталу – вивіз капіталу, тобто його експорт в інші країни приватними фірмами і державою з метою одержання прибутку.	Кукурудза І.
Міжнародний рух капіталу – це розміщення і функціонування капіталу за кордоном з метою отримання прибутку.	Білецька Л. В.
Міжнародний рух капіталу представляє собою міждержавне переміщення фінансових та матеріальних активів з метою одержання більшого, ніж у країні походження, прибутку.	Гронтковська Г. Е.
Міжнародний рух капіталу – однобічне переміщення закордон певної вартості в товарній чи грошовій формі з метою отримання прибутку чи підприємницької вигоди.	Амеліна І. В.
Міжнародний рух капіталів (міжнародна міграція капіталу) визначається як переміщення капіталів між країнами в пошуках вигіднішої сфери їх використання.	Кривенко К. Т.
Міжнародний рух капіталу: • самоствердження капіталу як самозростаючої вартості в глобальному масштабі; • сукупність відносин щодо переміщення капіталу в між- та наддержавному просторі на постійній чи терміновій основі заради максимізації його прибутковості чи досягнення інших економічних, соціальних і політичних вигод; • діалектичне поєднання процесів вилучення частини капіталу з товарно-грошового обігу однієї країни (експорт) та його включення у господарський оборот іншої країні (імпорт).	Білоцерківець В. В.
Термін «міжнародний рух капіталу» застосовується для позначення, головним чином, фінансових потоків кредиту і зобов'язань. Це міжнародне переміщення фінансових вимог, потоки між кредиторами і позичальниками в різних країнах чи фінансові потоки між власниками і підприємствами, якими вони володіють за кордоном.	Архієреєв С. І.
Суть міжнародного руху фінансових ресурсів (вивозу фінансового капіталу за кордон) зводиться до вилучення частини капіталу з процесу національного обороту в одній країні і його включення у виробничий процес чи інший обіг у інших країнах у найрізноманітніших формах (прямих і опосередкованих).	Хасбулатов Р. И.
Потік капіталу виникає, у зв’язку із передачею права власності на фінансовий актив з однієї країни до іншої. Активи, що беруть участь у цих трансакціях, зазвичай є пайовими та борговими інструментами.	Коепке Р.

Продовження Додатка А

Термін	Джерело / автор
Міжнародний потік або рух капіталу – це рух або потік фінансових ресурсів з однієї країни до іншої для коригування рівноваги платіжного балансу або для розширення межі виробничих можливостей.	Аахана С.
Міжнародні валютно-фінансові потоки – це потоки іноземних валют чи будь-яких інших фінансових активів, зумовлені економічною діяльністю суб'єктів світового господарства.	Мозговий О. М.
Потоки капіталу – це рух грошей з метою інвестування, торгівлі чи виробництва, що включає внутрішньокорпоративні потоки у вигляді інвестиційного капіталу, капітальних операційних витрат та витрат на наукові дослідження та розробки.	Інвестопедія

Джерело: складено автором на основі [2; 4; 6; 22; 32; 33; 34; 35; 41; 43; 52; 60; 136; 181].

Додаток Б

Методика розрахунку коефіцієнтів рівня рагульованості ринку капіталу у малих відкритих економіках

Далі розглянемо загальні правила і критерії, якими ми керуємося при кодуванні досліджуваної інформації, тобто перетворенні описової інформації із «звітів *AREAER*» у панельні дані. Алгоритм та конкретні правила кодування, – що взяті із базового дослідження і подані, як зазначають самі автори [79], для полегшення майбутнього оновлення бази даних і гармонізації наявних даних із майбутніми дослідженнями, – наведено нижче.

1. Інформацію, наведену у «звітах *AREAER*» потрібно інтерпретувати наступним чином.

- У випадку відсутності інформації щодо можливості проведення операцій з певним видом фінансових активів (чи регулювання цих операцій), відповідний вид капіталу отримує позначку *n.a.(not available).*
- Якщо відомо, що регулювання застосовується, однак щодо нього немає жодної роз'яснюючої інформації, виду капіталу присвоюється значення *YES.*
- Якщо відсутнє регулювання усіх операцій в межах певного виду капіталу, йому присвоюється значення *NO.*
- Якщо країни-учасниці МВФ надали фонду інформацію про відсутність регулювання операцій у межах певного виду капіталу, такий вид отримує значення *n.r.(not regulated).*

2. Дослідження розпочинається із визначення наявності чи відсутності регулювання за 10 дезагрегованими видами потоків капіталу. Аналізуючи інформацію за кожним видом, ми спершу звертаємо увагу на зміст 2 і 3 стовпців «звітів *AREAER*». Зважаючи на те, що другий стовпець містить підтвердження або заперечення факту наявності регулювання операцій із певним видом потоків капіталу, що позначено словами *YES* або *NO* відповідно, а третій стовпець – описову інформацію, дослідження здійснюється за таким алгоритмом.

Продовження Додатка Б

- Якщо у третьому стовпці немає описової інформації, ми кодуємо підвидкапіталу на основі даних другого стовпця, а саме присвоюємо значення 0 для *NO* та 1 для *YES*.
- Якщо у третьому стовпці є описова інформація, кодування здійснюється на її основі, не зважаючи на значення другого стовпця.
- Ми не враховуємо узагальнюючу інформацію, що міститься у заголовках до кожного із видів капіталу.
- Якщо в третьому стовпці відсутня описова інформація, а значення другого стовпця – *n.a.* або *n.r.*, ми зберігаємо його при кодуванні. Якщо відсутня будь-яка інформація як у другому, так і у третьому стовпці, ми присвоюємо досліджуваномувиду значення *d.n.e.(does not exist).*

3. При кодуванні усіх досліджуваних видів потоків капіталу, було збережено, запропонований у «звітах *AREAER*», поділ на підвиди за резиденцією покупця чи продавця і за різновидом операцій, що здійснюються, – представлений у *табл. 2.1.2.*

4. Підвид ліквідація ПІІ ми не враховуємо у загальний індекс ДРМПК.

5. Якщо у третьому стовпці міститься чітка вимога авторизації, затвердження, дозволу чи схвалення *(authorization, approval, permission, clearance)* від державної установи, підвид автоматично кодується як регульований (тобто їй присвоюється значення 1).

6. Будь-які кількісні обмеження для будь-якого виду фінансових активів вважаються регулюванням.

7. У випадку якщо інформація, яку подано у третьому стовпці стосується лише окремих секторів, ми використовуємо наступні правила.

- Якщо регулювання стосуються лише одного сектора економіки та / або галузей, що підпадають під спеціальний контроль держави (наприклад, оборонна галузь, безпека, діяльність центрального банку тощо), воно не беруться до уваги (підвидуприсвоюється значення 0). Втім, якщо галузі, в межах яких

передбачається спеціальний державний контроль (окрім оборонної галузі та діяльності центрального банку), чітко законодавчо не визначені, їх регулювання враховується, а отже, відповідному підвиду присвоюється значення 1.

- Якщо мова йде про більш ніж одну галузь, в межах яких поширене приватне підприємництво, то, за умови ідентифікації макроекономічного впливу цих галузей на економіку, підвид капіталу вважається регульованим.

8. Ми не беремо до уваги інформацію, подану в розділі «Зміни» у кінці «звітів *AREAER*».

9. Для ПІІ регулюванням вважаємо також посилання на закони, що регулюють інвестування у конкретні галузі економіки.

10. Ми не враховуємо можливості поширення регулювання як на резидентів, так і на нерезидентів країни.

11. Регулюванням вважаємо також вимогу репатріації доходу, отриманого від продажу на зовнішніх ринках.

12. Обмеження, що поширюються лише на первинний, чи вторинний ринок теж беруться до уваги, відповідно регулювання враховується. Це правило актуальне і для регулювання, що поширюється лише на національні ринки.

13. Посилання на законодавство, що стосуються ПІІ, для будь-якого виду потоків капіталу (окрім ПІІ), не вважається регулюванням. Тобто якщо у третьому стовпці звіту видів акції, облігації, грошовий ринок, колективні інвестиції або фінансові кредити міститься посилання на закони чи нормативно-правові акти, пов'язані з прямими інвестиціями, ми не розглядаємо це як регулювання для жодного із цих п’яти видів.

14. Видам капіталу, які містять лише вимоги звітності, реєстрації чи сповіщення відповідних державних органів, присвоюється значення 0 – нерегульовані.

Закінчення Додатка Б

15. Регулювання, що застосовується до операцій з окремими країнами на підставі політичних міркувань чи з міркувань національної безпеки, також не враховується.

16. Обмеження, що стосуються ПІІ у нерухомість не вважаються регулюванням ПІІ, оскільки у «звітах *AREAER*» вони стосуються іншого виду потоків капіталу – нерухомості.

17. Очевидні вказівки на пруденційні обмеження кодуються як регулювання.

18. Регулюванням вважаються також обмеження щодо строків погашення кредитних зобов’язань.

Додаток В

Коефіцієнти регульованості МПК для 81 малої відкритої економіки, 2014–2015 рр.

Країна	Рік	Рівень доходів	ka	kai	kao	eq	eqi	eqo	bo	boi	boo	mm	mmi	mmo	ci	cii	cio	de	dei	deo	cc	cci	cco	fc	fci	fco	gs	gsi	gso	di	dii	dio	re	rei	reo
Алжир	2014	Вище середнього	0,93	0,90	0,95	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0,25	0	0,5	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
	2015		0,93	0,90	0,95	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0,25	0	0,5	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Ангола	2014	Вище середнього	0,88	0,88	0,88	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	n.a.	n.a.	n.a.	0	0	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	n.a.	n.a.	n.a.
	2015		0,88	0,88	0,88	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	n.a.	n.a.	n.a.	0	0	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	n.a.	n.a.	n.a.
Аргентина	2014	Вище середнього	0,90	0,90	0,90	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
	2015		0,83	0,75	0,90	0,75	0,5	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0,5	0	1
Австралія	2014	Високий	0,18	0,30	0,05	0,25	0,5	0	0	0	0	0	0	0	0,5	0,5	0,5	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,5	1	0	0,5	1	0
	2015		0,18	0,30	0,05	0,25	0,5	0	0	0	0	0	0	0	0,5	0,5	0,5	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,5	1	0	0,5	1	0
Бахрейн	2014	Високий	0,28	0,40	0,15	0,75	1	0,5	0,5	0,5	0,5	0	0	0	0	0	0	0,5	0,5	0,5	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,5	1	0	0,5	1	0
	2015		0,28	0,40	0,15	0,75	1	0,5	0,5	0,5	0,5	0	0	0	0	0	0	0,5	0,5	0,5	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,5	1	0	0,5	1	0
Бангладеш	2014	Нижче середнього	0,83	0,65	1,00	0,75	0,5	1	0,75	0,5	1	1	1	1	0,75	0,5	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0,5	0	1	1	1	1	0,5	0	1
	2015		0,83	0,65	1,00	0,75	0,5	1	0,75	0,5	1	1	1	1	0,75	0,5	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0,5	0	1	1	1	1	0,5	0	1
Болівія	2014	Нижче середнього	0,20	0,20	0,20	0,25	0	0,5	0,25	0	0,5	0,25	0	0,5	0,25	0	0,5	0	0	0	0,5	1	0	0,5	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	2015		0,20	0,20	0,20	0,25	0	0,5	0,25	0	0,5	0,25	0	0,5	0,25	0	0,5	0	0	0	0,5	1	0	0,5	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Бразилія	2014	Вище середнього	0,58	0,45	0,70	1	1	1	0,5	0	1	0,5	0	1	0,5	0	1	0,75	0,5	1	0	0	0	1	1	1	0	0	0	1	1	1	0,5	1	0
	2015		0,63	0,45	0,80	1	1	1	0,5	0	1	0,5	0	1	0,5	0	1	0,75	0,5	1	0,5	0	1	1	1	1	0	0	0	1	1	1	0,5	1	0
Бруней	2014	Високий	0,05	0,10	0,00	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,5	1	0
	2015		0,05	0,10	0,00	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,5	1	0
Болгарія	2014	Вище середнього	0,05	0,10	0,00	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,5	1	0
	2015		0,05	0,10	0,00	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,5	1	0
Буркіна-Фасо	2014	Низький	0,70	0,45	0,95	0,5	0	1	0,75	0,5	1	0,5	0	1	0,5	0	1	0,75	1	0,5	0,5	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0,5	0	1
	2015		0,70	0,45	0,95	0,5	0	1	0,75	0,5	1	0,5	0	1	0,5	0	1	0,75	1	0,5	0,5	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0,5	0	1
Канада	2014	Високий	0,05	0,10	0,00	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,5	1	0	0	0	0
	2015		0,05	0,10	0,00	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,5	1	0	0	0	0
Чилі	2014	Високий	0,50	0,40	0,60	0,5	0	1	0,5	0	1	0,5	0	1	0,5	0	1	0,5	0	1	0,5	1	0	0,5	1	0	0,5	0	1	0,5	1	0	0,5	1	0
	2015		0,50	0,40	0,60	0,5	0	1	0,5	0	1	0,5	0	1	0,5	0	1	0,5	0	1	0,5	1	0	0,5	1	0	0,5	0	1	0,5	1	0	0,5	1	0
Колумбія	2014	Вище середнього	0,63	0,65	0,60	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0,75	0,5	1	1	1	1	0,5	1	0	0,5	1	0	0	0	0	0,5	0	1	0	0	0
	2015		0,63	0,65	0,60	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0,75	0,5	1	1	1	1	0,5	1	0	0,5	1	0	0	0	0	0,5	0	1	0	0	0
Коста-Ріка	2014	Вище середнього	0,23	0,35	0,10	0,25	0,5	0	0,5	1	0	0,25	0,5	0	0,25	0,5	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	2015		0,23	0,35	0,10	0,25	0,5	0	0,5	1	0	0,25	0,5	0	0,25	0,5	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Кот-д'Івуар	2014	Нижче середнього	0,80	0,60	1,00	0,75	0,5	1	0,75	0,5	1	0,75	0,5	1	0,75	0,5	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0,5	0	1	0,5	0	1
	2015		0,80	0,60	1,00	0,75	0,5	1	0,75	0,5	1	0,75	0,5	1	0,75	0,5	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0,5	0	1	0,5	0	1
Чехія	2014	Високий	0,40	0,25	0,55	0,25	0	0,5	0,5	0	1	0,25	0	0,5	0,5	0	1	0,75	0,5	1	0	0	0	0,5	0	1	0	0	0	0,5	1	0	0,75	1	0,5
	2015		0,40	0,25	0,55	0,25	0	0,5	0,5	0	1	0,25	0	0,5	0,5	0	1	0,75	0,5	1	0	0	0	0,5	0	1	0	0	0	0,5	1	0	0,75	1	0,5
Данія	2014	Високий	0,05	0,10	0,00	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,5	1	0
	2015		0,05	0,10	0,00	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,5	1	0
Домініканська республіка	2014	Вище середнього	0,25	0,10	0,40	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,25	0	0,5	0,25	0	0,5	0	0	0	0,5	0	1	1	1	1	0,5	0	1	0	0	0
	2015		0,25	0,10	0,40	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,25	0	0,5	0,25	0	0,5	0	0	0	0,5	0	1	1	1	1	0,5	0	1	0	0	0
Еквадор	2014	Вище середнього	0,28	0,00	0,55	0,25	0	0,5	0,25	0	0,5	0,25	0	0,5	0,25	0	0,5	0,25	0	0,5	0,5	0	1	0,5	0	1	0,5	0	1	0	0	0	0	0	0
	2015		0,28	0,00	0,55	0,25	0	0,5	0,25	0	0,5	0,25	0	0,5	0,25	0	0,5	0,25	0	0,5	0,5	0	1	0,5	0	1	0,5	0	1	0	0	0	0	0	0

Продовження Додатка В

Країна	Рік	Рівень доходів	ka	kai	kao	eq	eqi	eqo	bo	boi	boo	mm	mmi	mmo	ci	cii	cio	de	dei	deo	cc	cci	cco	fc	fci	fco	gs	gsi	gso	di	dii	dio	re	rei	reo
Єгипет	2014	Нижче середнього	0,25	0,10	0,40	0,5	0	1	0,5	0	1	0,25	0	0,5	0,25	0	0,5	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	2015		0,25	0,10	0,40	0,5	0	1	0,5	0	1	0,25	0	0,5	0,25	0	0,5	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Сальвадор	2014	Нижче середнього	0,18	0,10	0,25	0,25	0	0,5	0,25	0	0,5	0,25	0	0,5	0,25	0	0,5	0,25	0	0,5	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,5	1	0	0	0	0
	2015		0,18	0,10	0,25	0,25	0	0,5	0,25	0	0,5	0,25	0	0,5	0,25	0	0,5	0,25	0	0,5	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,5	1	0	0	0	0
Ефіопія	2014	Низький	0,89	0,78	1,00	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	n.a.	1	1	1	1	0,5	0	1	1	1	1	0,5	0	1	1	1	1	1	1	1
	2015		0,89	0,78	1,00	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	n.a.	1	1	1	1	0,5	0	1	1	1	1	0,5	0	1	1	1	1	1	1	1
Грузія	2014	Вище середнього	0,05	0,10	0,00	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,5	1	0
	2015		0,05	0,10	0,00	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,5	1	0
Гана	2014	Нижче середнього	0,33	0,40	0,25	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,25	0	0,5	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,5	1	0	0,5	1	0
	2015		0,33	0,40	0,25	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,25	0	0,5	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,5	1	0	0,5	1	0
Гватемала	2014	Нижче середнього	0,00	0,00	0,00	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	2015		0,05	0,10	0,00	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,5	1	0	0	0	0
Гонконг	2014	Високий	0,00	0,00	0,00	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	2015		0,00	0,00	0,00	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Угорщина	2014	Високий	0,08	0,10	0,05	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,75	1	0,5
	2015		0,08	0,10	0,05	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,75	1	0,5
Ісландія	2014	Високий	0,90	0,90	0,90	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
	2015		0,90	0,90	0,90	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Індія	2014	Нижче середнього	0,95	0,90	1,00	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0,75	0,5	1	0,75	0,5	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
	2015		0,95	0,90	1,00	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0,75	0,5	1	0,75	0,5	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Індонезія	2014	Нижче середнього	0,63	0,65	0,60	0,75	0,5	1	0,75	1	0,5	0,75	1	0,5	0,25	0,5	0	0,5	0,5	0,5	0,5	0	1	1	1	1	0,5	0	1	0,5	1	0	0,75	1	0,5
	2015		0,63	0,65	0,60	0,75	0,5	1	0,75	1	0,5	0,75	1	0,5	0,25	0,5	0	0,5	0,5	0,5	0,5	0	1	1	1	1	0,5	0	1	0,5	1	0	0,75	1	0,5
Іран	2014	Вище середнього	0,48	0,30	0,65	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,25	0	0,5	0,25	0	0,5	0,25	0	0,5	0,5	0	1	0,5	0	1	0,5	0	1	1	1	1	0,5	1	0
	2015		0,48	0,30	0,65	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,25	0	0,5	0,25	0	0,5	0,25	0	0,5	0,5	0	1	0,5	0	1	0,5	0	1	1	1	1	0,5	1	0
Ізраїль	2014	Високий	0,10	0,20	0,00	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,5	1	0	0,5	1	0
	2015		0,10	0,20	0,00	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,5	1	0	0,5	1	0
Ямайка	2014	Вище середнього	0,68	0,40	0,95	0,25	0	0,5	0,5	0	1	0,75	0,5	1	0,75	0,5	1	0,5	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0,5	0	1	0,5	0	1
	2015		0,73	0,50	0,95	0,25	0	0,5	0,75	0,5	1	0,75	0,5	1	0,75	0,5	1	0,75	0,5	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0,5	0	1	0,5	0	1
Казахстан	2014	Вище середнього	0,33	0,20	0,45	0,75	0,5	1	0,75	0,5	1	0,75	0,5	1	0,75	0,5	1	0,25	0	0,5	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	2015		0,35	0,25	0,45	1	1	1	0,75	0,5	1	0,75	0,5	1	0,75	0,5	1	0,25	0	0,5	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Кенія	2014	Нижче середнього	0,30	0,35	0,25	0,75	1	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,25	0	0,5	0,5	0,5	0,5	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,5	1	0
	2015		0,30	0,35	0,25	0,75	1	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,25	0	0,5	0,5	0,5	0,5	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,5	1	0
Корея	2014	Високий	0,15	0,15	0,15	0,25	0,5	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,25	0	0,5	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	0	0	0
	2015		0,15	0,15	0,15	0,25	0,5	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,25	0	0,5	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	0	0	0
Кувейт	2014	Високий	0,45	0,40	0,50	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,25	0	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0	1	0,5	0	1	0	0	0	0,5	1	0	0,75	1	0,5
	2015		0,45	0,40	0,50	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,25	0	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0	1	0,5	0	1	0	0	0	0,5	1	0	0,75	1	0,5
Киргизька республіка	2014	Нижче середнього	0,36	0,50	0,22	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,25	0	0,5	n.a.	n.a.	n.a.	0,5	1	0	0,5	1	0	0	0	0	0	0	0	0,5	1	0
	2015		0,42	0,50	0,33	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,25	0	0,5	n.a.	n.a.	n.a.	0,5	1	0	0,5	1	0	0,5	0	1	0	0	0	0,5	1	0
Ліван	2014	Вище середнього	0,80	0,65	0,95	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0,5	0	1	0,75	0,5	1	0,5	0	1	1	1	1	1	1	1	0,5	0	1	0,75	1	0,5
	2015		0,80	0,65	0,95	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0,5	0	1	0,75	0,5	1	0,5	0	1	1	1	1	1	1	1	0,5	0	1	0,75	1	0,5
Малайзія	2014	Вище середнього	0,88	0,80	0,95	0,75	0,5	1	0,75	0,5	1	0,75	0,5	1	0,75	0,5	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0,75	1	0,5
	2015		0,88	0,80	0,95	0,75	0,5	1	0,75	0,5	1	0,75	0,5	1	0,75	0,5	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0,75	1	0,5

Продовження Додатка В

Країна	Рік	Рівень доходів	ka	kai	kao	eq	eqi	eqo	bo	boi	boo	mm	mmi	mmo	ci	cii	cio	de	dei	deo	cc	cci	cco	fc	fci	fco	gs	gsi	gso	di	dii	dio	re	rei	reo
Маврикій	2014	Вище середнього	0,13	0,25	0,00	0,25	0,5	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,5	1	0	0,5	1	0
	2015		0,13	0,25	0,00	0,25	0,5	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,5	1	0	0,5	1	0
Мексика	2014	Вище середнього	0,63	0,65	0,60	0,75	0,5	1	0,75	0,5	1	0,75	0,5	1	0,75	0,5	1	0,5	0,5	0,5	0	0	0	1	1	1	0,5	1	0	0,5	1	0	0,75	1	0,5
	2015		0,63	0,65	0,60	0,75	0,5	1	0,75	0,5	1	0,75	0,5	1	0,75	0,5	1	0,5	0,5	0,5	0	0	0	1	1	1	0,5	1	0	0,5	1	0	0,75	1	0,5
Молдова	2014	Нижче середнього	0,65	0,45	0,85	1	1	1	1	1	1	0,75	0,5	1	0,5	0	1	1	1	1	0,5	0	1	0,5	0	1	0,5	0	1	0	0	0	0,75	1	0,5
	2015		0,65	0,45	0,85	1	1	1	1	1	1	0,75	0,5	1	0,5	0	1	1	1	1	0,5	0	1	0,5	0	1	0,5	0	1	0	0	0	0,75	1	0,5
Марокко	2014	Нижче середнього	0,78	0,60	0,95	0,75	0,5	1	0,75	0,5	1	0,75	0,5	1	0,75	0,5	1	1	1	1	0,5	0	1	1	1	1	1	1	1	0,5	0	1	0,75	1	0,5
	2015		0,78	0,60	0,95	0,75	0,5	1	0,75	0,5	1	0,75	0,5	1	0,75	0,5	1	1	1	1	0,5	0	1	1	1	1	1	1	1	0,5	0	1	0,75	1	0,5
М’янма	2014	Нижче середнього	1,00	1,00	1,00	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	n.a	1	1	1
	2015		0,89	0,90	0,89	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	n.a	1	1	1
Нова Зеландія	2014	Високий	0,10	0,20	0,00	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,5	1	0	0,5	1	0
	2015		0,10	0,20	0,00	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,5	1	0	0,5	1	0
Нікарагуа	2014	Нижче середнього	0,10	0,20	0,00	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,5	1	0	0,5	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	2015		0,10	0,20	0,00	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,5	1	0	0,5	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Нігерія	2014	Нижче середнього	0,18	0,20	0,15	0	0	0	0,25	0,5	0	0,5	0,5	0,5	0	0	0	0	0	0	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	2015		0,20	0,15	0,25	0,25	0	0,5	0,25	0	0,5	0,5	0,5	0,5	0	0	0	0	0	0	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Норвегія	2014	Високий	0,08	0,10	0,05	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,25	0	0,5	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,5	1	0
	2015		0,08	0,10	0,05	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,25	0	0,5	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,5	1	0
Оман	2014	Високий	0,18	0,30	0,05	0,25	0,5	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,5	0,5	0,5	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,5	1	0	0,5	1	0
	2015		0,18	0,30	0,05	0,25	0,5	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,5	0,5	0,5	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,5	1	0	0,5	1	0
Пакистан	2014	Нижче середнього	0,70	0,55	0,85	1	1	1	0,75	0,5	1	0,75	0,5	1	0,75	0,5	1	1	1	1	0,5	0	1	0,5	0	1	0,5	1	0	1	1	1	0,25	0	0,5
	2015		0,70	0,55	0,85	1	1	1	0,75	0,5	1	0,75	0,5	1	0,75	0,5	1	1	1	1	0,5	0	1	0,5	0	1	0,5	1	0	1	1	1	0,25	0	0,5
Панама	2014	Вище середнього	0,00	0,00	0,00	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	2015		0,00	0,00	0,00	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Парагвай	2014	Вище середнього	0,18	0,10	0,25	0	0	0	0	0	0	0,25	0,5	0	0	0	0	0,5	0,5	0,5	0	0	0	0,5	0	1	0,5	0	1	0	0	0	0	0	0
	2015		0,18	0,10	0,25	0	0	0	0	0	0	0,25	0,5	0	0	0	0	0,5	0,5	0,5	0	0	0	0,5	0	1	0,5	0	1	0	0	0	0	0	0
Перу	2014	Вище середнього	0,00	0,00	0,00	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	2015		0,00	0,00	0,00	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Філіппіни	2014	Нижче середнього	0,88	0,75	1,00	1	1	1	0,75	0,5	1	0,75	0,5	1	0,75	0,5	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0,5	0	1	1	1	1
	2015		0,90	0,80	1,00	1	1	1	0,75	0,5	1	1	1	1	0,75	0,5	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0,5	0	1	1	1	1
Польща	2014	Високий	0,63	0,45	0,80	0,75	0,5	1	0,75	0,5	1	0,75	1	0,5	0,5	0	1	0,75	0,5	1	0,5	0	1	0,5	0	1	0	0	0	1	1	1	0,75	1	0,5
	2015		0,63	0,45	0,80	0,75	0,5	1	0,75	0,5	1	0,75	1	0,5	0,5	0	1	0,75	0,5	1	0,5	0	1	0,5	0	1	0	0	0	1	1	1	0,75	1	0,5
Катар	2014	Високий	0,20	0,25	0,15	0,5	0,5	0,5	0,25	0	0,5	0	0	0	0	0	0	0,25	0	0,5	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,5	1	0	0,5	1	0
	2015		0,20	0,25	0,15	0,5	0,5	0,5	0,25	0	0,5	0	0	0	0	0	0	0,25	0	0,5	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,5	1	0	0,5	1	0
Румунія	2014	Вище середнього	0,00	0,00	0,00	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	2015		0,00	0,00	0,00	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Росія	2014	Вище середнього	0,40	0,50	0,30	0,75	1	0,5	0,5	0,5	0,5	0,75	1	0,5	0,5	0,5	0,5	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	0,5	1	0
	2015		0,40	0,50	0,30	0,75	1	0,5	0,5	0,5	0,5	0,75	1	0,5	0,5	0,5	0,5	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	0,5	1	0
Саудівська Аравія	2014	Високий	0,73	0,85	0,60	0,75	1	0,5	1	1	1	0,75	1	0,5	0,25	0	0,5	0,5	0,5	0,5	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0,5	1	0	0,5	1	0
	2015		0,73	0,85	0,60	0,75	1	0,5	1	1	1	0,75	1	0,5	0,25	0	0,5	0,5	0,5	0,5	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0,5	1	0	0,5	1	0
Сінгапур	2014	Високий	0,13	0,10	0,15	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,5	0	1	0	0	0	0	0	0	0,75	1	0,5
	2015		0,13	0,10	0,15	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,5	0	1	0	0	0	0	0	0	0,75	1	0,5

Закінчення Додатка В

Країна	Рік	Рівень доходів	ka	kai	kao	eq	eqi	eqo	bo	boi	boo	mm	mmi	mmo	ci	cii	cio	de	dei	deo	cc	cci	cco	fc	fci	fco	gs	gsi	gso	di	dii	dio	re	rei	reo
Південно-Африканська республіка	2014	Вище середнього	0,65	0,35	0,95	0,75	0,5	1	0,75	0,5	1	0,75	0,5	1	0,75	0,5	1	0,75	0,5	1	0,5	0	1	1	1	1	0,5	0	1	0,5	0	1	0,25	0	0,5
	2015		0,65	0,35	0,95	0,75	0,5	1	0,75	0,5	1	0,75	0,5	1	0,75	0,5	1	0,75	0,5	1	0,5	0	1	1	1	1	0,5	0	1	0,5	0	1	0,25	0	0,5
Шрі-Ланка	2014	Нижче середнього	1,00	1,00	1,00	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
	2015		1,00	1,00	1,00	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Свазіленд	2014	Нижче середнього	0,80	0,70	0,90	0,75	0,5	1	0,75	0,5	1	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0,5	0	1	1	1	1
	2015		0,80	0,70	0,90	0,75	0,5	1	0,75	0,5	1	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0,5	0	1	1	1	1
Швеція	2014	Високий	0,00	0,00	0,00	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	2015		0,00	0,00	0,00	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Швейцарія	2014	Високий	0,33	0,10	0,55	0,25	0	0,5	0,25	0	0,5	0,25	0	0,5	0,5	0	1	0,25	0	0,5	0,5	0	1	0,5	0	1	0	0	0	0	0	0	0,75	1	0,5
	2015		0,33	0,10	0,55	0,25	0	0,5	0,25	0	0,5	0,25	0	0,5	0,5	0	1	0,25	0	0,5	0,5	0	1	0,5	0	1	0	0	0	0	0	0	0,75	1	0,5
Танзанія	2014	Низький	1,00	1,00	1,00	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
	2015		1,00	1,00	1,00	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Таїланд	2014	Вище середнього	0,73	0,70	0,75	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0,5	0	1	1	1	1	0	0	0	1	1	1	0,5	0	1	0,5	1	0	0,75	1	0,5
	2015		0,73	0,70	0,75	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0,5	0	1	1	1	1	0	0	0	1	1	1	0,5	0	1	0,5	1	0	0,75	1	0,5
Того	2014	Низький	0,70	0,45	0,95	0,5	0	1	0,75	0,5	1	0,5	0	1	0,5	0	1	0,75	1	0,5	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0,5	0	1	0,5	0	1
	2015		0,70	0,45	0,95	0,5	0	1	0,75	0,5	1	0,5	0	1	0,5	0	1	0,75	1	0,5	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0,5	0	1	0,5	0	1
Туніс	2014	Нижче середнього	1,00	1,00	1,00	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
	2015		1,00	1,00	1,00	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Туреччина	2014	Вище середнього	0,65	0,55	0,75	0,75	0,5	1	0,5	0	1	0,75	0,5	1	0,75	0,5	1	0,5	0	1	1	1	1	1	1	1	0	0	0	0,5	1	0	0,75	1	0,5
	2015		0,65	0,55	0,75	0,75	0,5	1	0,5	0	1	0,75	0,5	1	0,75	0,5	1	0,5	0	1	1	1	1	1	1	1	0	0	0	0,5	1	0	0,75	1	0,5
Уганда	2014	Низький	0,05	0,10	0,00	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,5	1	0
	2015		0,05	0,10	0,00	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,5	1	0
Україна	2014	Нижче середнього	0,75	0,55	0,95	0,75	0,5	1	1	1	1	0,75	0,5	1	0,75	0,5	1	1	1	1	0,5	0	1	1	1	1	0,5	0	1	1	1	1	0,25	0	0,5
	2015		0,83	0,70	0,95	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0,5	0	1	1	1	1	0,5	0	1	1	1	1	0,25	0	0,5
ОАЕ	2014	Високий	0,23	0,30	0,15	0,5	0,5	0,5	0,25	0	0,5	0	0	0	0,5	0,5	0,5	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,5	1	0	0,5	1	0
	2015		0,23	0,30	0,15	0,5	0,5	0,5	0,25	0	0,5	0	0	0	0,5	0,5	0,5	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,5	1	0	0,5	1	0
Уругвай	2014	Високий	0,03	0,05	0,00	0	0	0	0	0	0	0,25	0,5	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	2015		0,00	0,00	0,00	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Узбекистан	2014	Нижче середнього	0,94	1,00	0,89	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1				1	1	1	1	1	1	1	1	1	0,5	1	0	1	1	1
	2015		0,83	0,78	0,89	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1				0,5	0	1	0,5	0	1	1	1	1	0,5	1	0	1	1	1
Венесуела	2014	Вище середнього	0,70	0,90	0,50	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,75	1	0,5	0,75	1	0,5	0,75	1	0,5	1	1	n.r	1	1	n.r	1	1	1	0,5	1	0	0,75	1	0,5
	2015		0,75	1,00	0,50				0,75	1	0,5	0,75	1	0,5	0,75	1	0,5	0,75	1	0,5	1	1	n.r	1	1	n.r	1	1	1	0,5	1	0	0,75	1	0,5
В'єтнам	2014	Нижче середнього	0,88	0,85	0,90	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0,75	0,5	1	1	1	1	1	1	1	0,5	0	1	1	1	1	0,5	1	0
	2015		0,88	0,85	0,90	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0,75	0,5	1	1	1	1	1	1	1	0,5	0	1	1	1	1	0,5	1	0
Ємен	2014	Нижче середнього	0,10	0,20	0,00	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,5	1	0	0	0	0	0,5	1	0	0	0	0
	2015		0,10	0,20	0,00	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,5	1	0	0	0	0	0,5	1	0	0	0	0
Замбія	2014	Нижче середнього	0,00	0,00	0,00	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	2015		0,00	0,00	0,00	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Джерело: складено автором.

Додаток Г

Розподіл досліджуваних економік за використовуваними інструментами

Заходи регулювання припливу капіталу		Заходи регулювання відпливу капіталу	
Адміністративні			
Ліміти на залучення іноземного (боргового) капіталу резидентами	Мексика (1992), Індонезія (1991–1996, 2011), Малайзія (1994), Чехія (1995), Таїланд (2010), Індія	Обмеження (мораторій) на зняття депозитів та купівлю-продаж іноземної валюти	Україна (2014–2015), Аргентина (1994, 2001, 2012), Ісландія (2008)
Отримання дозволу або вимога реєстрації міжнародних запозичень	Індонезія (1990), Чехія (1995), Корея (2010), Україна	Заборона чи обмеження репатріації дивідендів	Україна (2014–2015), Малайзія (1998), Аргентина (2011)
Обмеження строковості боргових запозичень	Індія, Україна (2008)	Обов'язковий продаж експортної виручки	Україна (1998, 2014), Таїланд (1997), Ісландія (2008)
Заборона чи лімітування певних операцій з іноземним капіталом	Таїланд (1988), Малайзія (1992), Філіппіни (1992), Перу (2009)	Затримка чи інші вимоги до конвертації доходів нерезидентів від продажу внутрішніх активів	Таїланд (1997), Україна (2008), Малайзія (1998)
Кількісні обмеження чи квоти на суму припливу капіталу в економіку	Філіппіни (2009), Індія (3013)	Заборона конвертації активів, деномінованих у внутрішній валюті	Ісландія (2008), Аргентина (2002)
Лімітування валютообмінних операцій	Бразилія (1994), Філіппіни (2009), Перу (2010)	Дозвільні процедури чи регулювання здійснення транскордонного інвестування, чи обміну валюти	Малайзія (1998–2002), Ісландія (2008), Аргентина (2011, 2013), Нігерія (2015), Україна (2014)
Стимулювання відпливу капіталу	Південно-Африканська Республіка (2010), Індія (2013)	Обмеження переказу іноземної валюти за кордон та надання позик нерезидентам	Бразилія (1999), Аргентина (2001, 2012, 2014), Нігерія (2015)
		Ліміти на здійснення інтернет-покупок за кордоном	Аргентина (2014)
		Репатріація офшорної національної валюти	Малайзія (1998)
		Заборона випуску чи продажу фінансових інструментів в іноземній валюті	Ісландія (2008)

Продовження Додатка Г

Заходи регулювання припливу капіталу		Заходи регулювання відпливу капіталу	
Цінові			
Оподаткування процентних виплат за іноземними запозиченнями	Росія (2010)	Податок на відплив капіталу	Аргентина (2005)
Податок на процентний дохід та дохід від продажу внутрішніх фінансових активів нерезидентами	Корея (2011), Таїланд (2010), Перу (2010)	Податок на дохід нерезидентів від внутрішніх інвестицій	Малайзія (1998–2001)
Невідшкодовувана обов'язкова резервна вимога	Чилі (1990-ті), Колумбія (1993, 2007–2008), Таїланд (1995), Аргентина (2005), Чехія (2008), Перу (2009), Уругвай (2012)	Система множинних обмінних курсів	Таїланд (1997–1998), Аргентина (2002–2013), Венесуела (2003–2015)
Оподаткування портфельних інвестицій та припливу боргового капіталу	Чилі (1991), Малайзія (1994), Бразилія (1994, 2009), Перу (2010), Туреччина (2010 – послабл.)	Оподаткування плате-жів, здійснених за допомогою кредитних карток за кордоном	Аргентина (2012)
Податок на випуск депозитарних розписок на акції вітчизняних емітентів, податок на деривативи	Бразилія (2008–2012)	Затримка репатріації прибутку нерезидентів від продажу внутрішніх фінансових активів	Ісландія (2008), Аргентина (2001)
Податок на надходження іноземної валюти з-за кордону	Колумбія (1991)	Мінімальний період перебування іноземного капіталу	Чилі (1990-ті), Індія, Аргентина (2003), Колумбія (2004)
Мінімальний період утримання внутрішніх активів на балансі до перепродажу	Індія, Індонезія (2011)	Податок на купівлю іноземною валюти для заощаджень	Аргентина (20114)
Збір із валюто обмінних операцій	Колумбія (1992), Чехія (1995)		
Адміністративно-цінові			
Вимоги до чистої зовнішньої фінансової позиції комерційних банків	Таїланд (1988), Індонезія (1991), Чехія (1995), Перу (2010)	Підвищені вимоги до звітності у випадку здійснення імпортних операцій	Аргентина (2014)
Підвищені вимоги до звітності у випадку залучення іноземних інвестицій	Таїланд (2010), Аргентина (2003)	Вимоги до обсягу чистих іноземних активів державних підприємств	Росія (2015)

Джерело: складено автором на основі [34; 75].

Додаток Д

Основні заходи ДРМПК, впроваджені в Бразилії з листопада 2009 р.

Дата	Посилення/ послаблення	Захід регулювання
10/19/2009	Посилення	Податок (2 %) на приплив портфельних інвестицій та інвестицій у фінансові інструменти з фіксованим доходом
11/18/2009	Посилення	Податок (1,5 %) на випуск депозитарних розписок на акції вітчизняних емітентів
10/4/2010	Посилення	Зростання ставки податку на інвестиції у фінансові інструменти з фіксованим доходом до 4 %
10/18/2010	Посилення	Зростання ставки податку на інвестиції у фінансові інструменти з фіксованим доходом до 6 %
12/30/2010	Посилення	Податок (2%) на конвертацію нерезидентами депозитарних розписок в акції національних компаній
1/6/2011	Посилення	Невідшкодовувана резервна вимога (60%) на суму валових зобов'язань в іноземній валюті, що перевищує 3 млрд доларів
3/28/2011	Посилення	Податок (6%) на запозичення за кордоном строком до 1 року
4/6/2011	Посилення	Податок (6%) на запозичення за кордоном строком до 2 років
7/8/2011	Посилення	Невідшкодовувана резервна вимога (60%) на суму валових зобов'язань в іноземній валюті, що перевищує 1 млрд доларів
7/26/2011	Посилення	Податок (ставка варіювалася від 1 до 25%) на купівлю і продаж деривативів в іноземній валюті
9/16/2011	Посилення	Почав діяти податок на купівлю/продаж деривативів у іноз.валюті
12/1/2011	Послаблення	Скасування податку на приплив портфельних інвестицій
2/29/2012	Посилення	Податок (6%) на запозичення за кордоном строком до 3 років
3/1/2012	Посилення	Обмеження періоду здійснення дострокових виплат експортерам до одного року
3/9/2012	Посилення	Податок (6%) на запозичення за кордоном строком до 5 років
3/15/2012	Послаблення	Зниження ставки податку на операції з деривативами до 0 % для експортерів, що здійснюють хеджування (до 120 % вартості експорту попереднього року)
6/14/2012	Послаблення	Податок (6%) на запозичення за кордоном строком до 2 років
6/28/2012	Послаблення	Дострокові виплати експортерам можуть здійснюватися фінансовими установами
12/4/2012	Послаблення	Дострокові виплати експортерам можуть здійснюватися раніше ніж за рік, але не раніше ніж за 5 років
12/5/2012	Послаблення	Податок (6%) на запозичення за кордоном строком до 1 року
12/18/2012	Послаблення	Невідшкодовувана резервна вимога на суму валових зобов'язань в іноземній валюті, що перевищує 3 млрд доларів
6/4/2013	Послаблення	Скасування податку на приплив інвестицій у фінансові інструменти з фіксованим доходом
6/12/2013	Послаблення	Скасування податку на купівлю/продаж деривативів у іноз. валюті

Джерело: [10].

Додаток Е

СПИСОК ОПУБЛІКОВАНИХ ПРАЦЬ ЗА ТЕМОЮ ДИСЕРТАЦІЇ

Статті у наукових фахових виданнях:

1. Грабинська І. В., Лаба І. З. Вплив процесів транснаціоналізації виробництва на еволюцію економічних теорій міжнародного переміщення капіталу. *Збірник наукових праць Черкаського державного технологічного університету. Серія: Економічні науки.* Черкаси, 2015. Вип. № 39 (2). С. 193–200 (0,865 д. а. .; *особистий внесок здобувача (0,695 д.а.)*).

2. Грабинська І. В., Лаба І. З. Еволюція економічних теорій міжнародного переміщення капіталу. *Економічний простір: Збірник наукових праць.* 2015. Вип. № 99. С. 23–36 (0,808 д.а.; *особистий внесок здобувача (0,605 д.а.)*).

3. Лаба І. З. Нова інституційна позиція МВФ та її вплив на формування державної політики регулювання міжнародних потоків капіталу. *Вісник Львівського університету. Серія економічна.* Львів, 2016. Вип. № 53. С. 63–71 (0,795 д. а.).

4. Лаба І. З. Інструментарій регулювання міжнародних потоків капіталу в країнах, що розвиваються. *Вісник Черкаського університету. Серія економічні науки.* Черкаси, 2017. Вип. 4 Ч. 2. С.50–58 (0,741 д. а.).

Статті у іноземних виданнях:

5. Laba, I. Government regulation of international capital flows in Ukraine within the context of the IMF's new institutional view. *Strategic research directions: Collection of scientific articles.* Agenda Publishing House. Coventry, UK, 2018. P. 6–15 (0,672 д. а.).

Публікації в інших виданнях:

6. Лаба І. З. Методологічні підходи до оцінки ефективності державного регулювання міжнародних потоків капіталу. *Актуальні проблеми функціонування*

Продовження Додатка Е

господарської системи України: матеріали XXIV міжнар. наук. конф. студентів, аспірантів та молодих вчених (м. Львів, 19–20 травня 2017 р.). Львів, 2017. С. 77–78 (0,233 д. а.).

7. Лаба І. З. Методологічні підходи до визначення рівня регульованості міжнародного переміщення капіталу в малих відкритих економіках. *Літні наукові дискусії:* зб. наук. матер. XXI міжнар. інтернет-конф. (м. Вінниця, 15 червня 2018 р.). Вінниця, 2018. С. 36–41 (0,228 д. а.).

8. Лаба І. З. Чинники підвищення ефективності державного регулювання міжнародних потоків капіталу в малих відкритих економіках у посткризовий період. *Моделювання економіки: проблеми, тенденції, досвід:*тези доповідей IX Міжнародної науково-методичної інтернет-конференціїФоруму молодих економістів-кібернетиків (м. Львів, 30 жовтня 2018 р.). Львів, 2018. С. 89–90 (0,087 д. а.).

9. Лаба І. З. Роль Міжнародного валютного фонду у регулюванні глобального фінансового ринку. *Цілі сталого розвитку: проблеми і можливості досягнення в Україні та світі:*матеріали всеукраїнської наук.-практ.конф. студентів та молодих вчених (м. Северодонецьк, 16 листопада 2018 р.). Северодонецьк, 2018. С. 157–159 (0,263 д. а.).

Відомості про апробацію результатів дисертації:

1. XXIV міжнародна наукова конференція студентів, аспірантів та молодих вчених *«Актуальні проблеми функціонування господарської системи України»*, м. Львів, Україна, 19–20 травня 2017 р., очна форма участі.

2. XXI міжнародна інтернет-конференція*«Літні наукові дискусії»*, м. Вінниця, Україна, 15 червня 2018 р., заочна форма участі.

3. IX Міжнародна науково-методична інтернет-конференція Форуму молодих економістів-кібернетиків *«Моделювання економіки: проблеми, тенденції, досвід»*, м. Львів, Україна, 30 жовтня 2018 р., заочна форма участі.

Закінчення Додатка Е

4. Всеукраїнська науково-практичнаконференція студентів та молодих вчених *«Цілі сталого розвитку: проблеми і можливості досягнення в Україні та світі»*, м. Северодонецьк, Україна,16 листопада 2018 р., заочна форма участі.

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
MINISTRY OF EDUCATION AND SCIENCE OF UKRAINE
ЛЬВІВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ ІМЕНІ ІВАНА ФРАНКА
IVAN FRANKO NATIONAL UNIVERSITY OF LVIV

вул. Університетська, 1, м. Львів, 79000, Україна
тел./факс (032) 261-60-48, тел. 260-34-02
http://www.lnu.edu.ua, e-mail:lnu@lnu.edu.ua
Код ЗКПО 02070987 Державна Казначейська служба України
МФО 820172, р.р. 35225230001061
№ свідоцтва 17701483, ін. под. № 020709813029
Валютний рахунок № 26005000028567, 26009000028110
в Укрексімбанку
м. Львова МФО 322313

1, UniversytetskaStr.,Lviv, 79000, Ukraine
Phone/Fax: +38 (032) 261-60-48, 260-34-02
http://www.lnu.edu.ua, e-mail: lnu@lnu.edu.ua
Code ZKPO 02070987 State Treasury Service of Ukraine
MFO 820172, SettlementAcc. 35225230001061
Certificate No. 17701483,Tax IN020709813029
Foreign Currency Acc.No. 26005000028567, 26009000028110
in Lviv Branch of Ukreximbank
MFO 322313

№ 4582-Н від 02.11.2018 на № _____ від _____

ДОВІДКА

Видана Лабі Ірині Зінонівні про те, що основні положення та результати її дисертаційного дослідження на тему «Державне регулювання міжнародного переміщення капіталу в малих відкритих економіках» використано у навчальному процесі на економічному факультеті Львівського національного університету імені Івана Франка для розроблення методичного забезпечення та під час викладання навчальних дисциплін: «Макроекономіка», «Міжнародна економіка», «Міжнародні фінанси», «Міжнародна економічна діяльність України».

Проректор з наукової роботи
член-кор. НАН України,
доктор хімічних наук, професор **Гладишевський Р. Є.**