

## МІЖНАРОДНІ ПОТОКИ КАПІТАЛУ ТА ПІДТРИМКА ФІНАНСОВОЇ СТАБІЛЬНОСТІ ПІСЛЯ ГЛОБАЛЬНОЇ ФІНАНСОВОЇ КРИЗИ

*Розглянуто природу, функціональну спрямованість та характеристики методів підтримки глобальної фінансової стабільності. Визначено можливість і необхідність системного використання форм контролю за капітальними потоками в Україні. Особливу увагу приділено мінливості у міжнародних потоках капіталу як сучасного дестабілізуючого фактору, що спричиняє негативний вплив на можливість ефективного спрямування необхідних інвестиційних ресурсів у реальний сектор економіки.*

*Ключові слова: глобальні потоки капіталу, фінансова стабільність, форми контролю за капітальними потоками, Європейський фонд фінансової стабільності.*

*Рассмотрены природа, функциональная направленность и характеристики методов поддержания глобальной финансовой стабильности. Определены возможности и необходимость системного использования форм контроля за капитальными потоками в Украине. Особое внимание уделено изменчивости в международных потоках капитала как современного дестабилизирующего фактора, вызывающего негативное влияние на возможность эффективного направления необходимых инвестиционных ресурсов в реальный сектор экономики.*

*Ключевые слова: глобальные потоки капитала, финансовая стабильность, формы контроля за капитальными потоками, Европейский фонд финансовой стабильности.*

*An overview of origin, functional orientation and characteristics of the global financial stability support methods is presented. Possibility and necessity of the forms of control over capital flows in Ukraine systematic usage are proven. Particular attention is drawn to variability in international capital movements as modern destabilizing factor, causing a negative impact on possibility of the necessary investments effective directing in economy's productive sector.*

*Keywords: global capital flows, financial stability, forms of control over capital flows, the European Financial Stability Facility.*

Збільшення міжнародних потоків капіталу може підтримувати довгострокове зростання доходів через більш ефективний міжнародний розподіл заощаджень та інвестицій. Тим не менш, дане явище також може спричинити складнощі у макроекономічному управлінні, що сьогодні відчуває економіка України через швидке міжнародне розповсюдження фінансових шоків, підвищений ризик перегріву, підвищень і спадів у цінах на кредити та активи та різкі різнонаправлені зміни у капітальних потоках.

Особливої актуальності дана проблематика набуває в сучасних умовах фінансово-економічної нестабільності, коли формується новий спосіб її функціонування, що визначається новою розстановкою сил на глобальному ринку і новими можливостями, створеними за роки реформ в національній економіці.

Враховуючи актуальність дослідження підтриманні фінансової стабільності національними економіками в умовах підвищення волатильності глобального руху капіталів, чимало іноземних і вітчизняних економістів

присвятили свої праці даній проблематиці, серед них слід відзначити О. Білоруса, Дж. Гарета, Р. Гілпіна, Г.ж. Колодко, А. Кредисова, Т. Левіта, З. Луцишин, О. Любкіної, І. Лютого, О. Мозгового, К.Рогова, Р. Роговські, Дж. Фрідена, В. Шевченка.

Дана проблематика також широко досліджується міжнародними фінансовими інституціями та їх науковими підрозділами.

Нагальною необхідністю є визначення, яким чином фінансова політика може сприяти отриманню Україною можливих переваг від збільшення капітальних потоків, як шляхом сприяння фінансового інтегрування у глобальну систему, так і обмеження пов'язаних ризиків, відповідно до стратегічної мети спрямованої на підтримку стійкого та збалансованого економічного зростання.

Стаття має дві цілі: по-перше, визначення довгострокових рушійних сил міжнародних потоків капіталу, а по-друге, для оцінки пов'язаних заходів державного впливу для нівелювання можливих дисбалансів, що супроводжують вищезазначені явища.

На протязі 15 років до великої фінансової кризи 2008 року відбувався тривалий період падіння премії за ризик на фінансових ринках. Виміри ризику також знизилися і інвесторів, що шукали більш високі прибутки піддавалися тенденції збільшення обсягів своїх ризикових активів. По мірі зростання заявлених прибутків і зменшення вимірюваних ризиків, на багатьох ринках почали формуватися фінансові "бульбашки". Це, очевидно, стосувалося ринків цінних паперів, проте особ-

ливо – ринків нерухомості. Характерно, що дане явище набуло практично глобального характеру.

Коли фінансова бульбашка почала руйнуватися, фінансовим інститутам по всьому світу довелося визнати, що вартість кредитного портфеля сьогодні значно зменшується. Новим відкриттям стало те, що було важко визначити точно, як були розподілені залишкові ризики. Більш широке використання фінансових інструментів і розвитку складних фінансових методів додали невизначеності і відсутності прозорості. Необхідно було визначити, які установи тримали найбільш токсичні активи. Це знов-таки призвело до нового негативного витка у спіралі з втратою довіри в окремі фінансові установи і весь ринок. Ліквідність на ринках повністю зникла, а в глобальному масштабі набула реальності нова світова криза у фінансовій системі [5].

Для стабілізації економік та з метою запобігання поширенню європейської боргової кризи у країнах Європейського Союзу (ЄС) урядами було створено Європейський фонд фінансової стабільності (ЄФФС). Рішення про створення ЄФФС було прийнято 9 травня 2010 року, а заснована дана установа 7 червня 2010 року у місті Люксембург. Фінансування фонду здійснюють держави ЄС, найбільшу частку в інвестиційній структурі фонду мають країни яким рейтинговими агентствами присвоєно найвищий кредитний рейтинг.

В таблиці 1 відображено поточний рівень максимальної солідарної гарантії капіталу по країнах Єврозони з сумами, визначеними за даними Європейського центрального банку по часткам їх участі у фонді.

Таблиця 1. Обсяги максимальних солідарних гарантій по ЄФФС\*

Країна	Початкові внески			Збільшені внески	
	Гарантійні зобов'язання (млн євро)	Частка, %	євро на людину	Гарантійні зобов'язання (млн євро)	Частка, %
Австрія	12,241.43	2.78	1,464.86	21,639.19	2.7750
Бельгія	15,292.18	3.48	1,423.71	27,031.99	3.4666
Кіпр	863.09	0.20	1,076.68	1,525.68	0.1957
Естонія				1,994.86	0.2558
Фінляндія	7,905.20	1.80	1,484.51	13,974.03	1.7920
Франція	89,657.45	20.38	1,398.60	158,487.53	20.3246
Німеччина	119,390.07	27.13	1,454.87	211,045.90	27.0647
Греція	12,387.70	2.82	1,099.90	21,897.74	2.8082
Ірландія	7,002.40	1.59	1,549.97	12,378.15	1.5874
Італія	78,784.72	17.91	1,311.10	139,267.81	17.8598
Люксембург	1,101.39	0.25	2,239.95	1,946.94	0.2497
Мальта	398.44	0.09	965.65	704.33	0.0903
Нідерланди	25,143.58	5.71	1,525.60	44,446.32	5.6998
Португалія	11,035.38	2.51	1,037.96	19,507.26	2.5016
Словаччина	4,371.54	0.99	807.89	7,727.57	0.9910
Словенія	2,072.92	0.47	1,009.51	3,664.30	0.4699
Іспанія	52,352.51	11.90	1,141.75	92,543.56	11.8679
Європейський Союз (Єврозона) (16) без Естонії	440,000.00	100	1,339.02		
Європейський Союз (Єврозона) (17) з Естонією				€779,783.14	100%

\*Джерело: складено за даними [4]

Залучення інвестицій у фонд здійснюється через емісію і розміщення на відкритих ринках облігацій, або інших боргових інструментів фонду. Надійність цінного паперу підкріплена гарантіями держав Єврозони пропорційно їх частці у сплаченому капіталі Європейського центрального банку. Фонд буде існувати доки не буде повністю погашене останнє зобов'язання.

Розмір гарантій інвестування фонду спочатку був утверджений в розмірі 440 млрд євро. Однак через негативні тенденції, що спостерігалися у фінансовому секторі економіки ЄС (проблеми з обслуговування бо-

ргу Грецією, франко-бельгійським банком Dexia та ін.) було прийнято рішення про збільшення гарантій ЄФФС до 780 млрд євро.

Залучений інвестиційний ресурс планується використовувати для кредитування країн Єврозони, що мають проблеми з обслуговуванням власного суверенного боргу, рекапіталізації проблемних банків або викупу бондів проблемних країн з метою зниження майбутньої ставки запозичення для проблемної країни емітента (таблиця 2).

Таблиця 2. Обсяги позик, надані ЄФФС у 2011 році\*

Дата	Країна отримувач	Надана сума, млрд євро	Ефективна вартість кредитування	Закінчення проекту
10/11/2011	Ірландія	3	3.79%	4 лютого 2022
29/06/2011	Португалія	2.2	5.32%	5 грудня 2016
22/06/2011	Португалія	3.7	6.08%	5 липня 2021
01/02/2011	Ірландія	3.6	5.90%	18 липня 2016

\*Джерело: складено за даними [4]

ЄФФС планує надати одну облігаційну позичку Ірландії обсягом 3 млрд євро в найближчому майбутньому. Захід на підтримку Португалії, що спочатку планувався в 4 кварталі 2011 року, відтепер може бути перенесений на початок 2012 року.

Необхідність відновлення фінансової довіри в Україні призводить до постійної передачі втрат державному сектору, по мірі того як покривалися ризики приватного сектора. Таким чином, прибутки від надлишків попереднього періоду були приватизовані, а втрати були соціалізовані. Навряд чи ця модель є логічною в довгостроковій перспективі. Якщо зробити припущення, що політики, які приймають рішення не мали можливості, щоб випробувати альтернативи, то така система може призвести до глобального занепаду фінансової системи [2, с. 11].

Реальна економіка України перебуває у безпосередній залежності від ефективно функціонуючої фінансової системи, що не дозволяє допустити невдачі у реалізації державних програм виходу з кризи. Головне питання постає про те, чи будуть ініціативи функціонувати належним чином. Загальний вид регуляторних коригувань – це вищі вимоги до капіталу і насамперед капіталу більш високої якості.

Контрольні заходи частіше за все зорієнтовані на борг короткострокового характеру в іноземній та національній валютах. Прямі іноземні інвестиції часто вважаються менш змінними і більш безпечними з точки зору макроекономічної стабільності. Обмеження надходження капіталів на валютний борг можуть зменшити загальний рівень таких запозичень і направляти фінансові ресурси на довгострокові інвестиції у виробництво і, тим самим, знизити ризик. Податки на таке інвестування скорочують різницю в ціні між короткостроковою та довгостроковою заборгованістю і, таким чином, перешкоджають інвестиціям в короткострокові зобов'язання [3, с. 95]. Можна виокремити наступні форми контрольних заходів, що стосуються надходження капіталу:

- обмеження на валютні операції;
- обмеження на цільове призначення;
- неоплачувані резервні вимоги;
- податки на надходження капіталу;
- мінімальні вимоги на перебування капіталу всередині країни;
- обмеження для вітчизняних підприємств та населення на запозичення в іноземній валюті;
- обов'язкові дозволи на операції з капіталом;

- заборони надходження капіталів.

Обмеження і заходи, що стосуються відтоку капіталів, як правило, спрямовані на зупинення "втечі капіталу" та застереження того, що капітал покине приймаючу країну занадто швидко. Різновиди відповідних методів були використані під час світової фінансової кризи:

- обмеження на можливості іноземних суб'єктів залучати фінансові ресурси всередині країни;
- валютний контроль;
- податки/обмеження на відтік капіталу;
- обов'язкові дозволи на операції з капіталом;
- заборони на вивіз капіталу [6].

Практика показала, що ті країни, які використовували поєднання вищезгаданих форм контролю у комплексі та системно, найменше постраждали від кризи.

Слід зазначити, що всі форми контролю за рухом капіталу повинні бути переважно предметом багатостороннього нагляду, в рамках положень Кодексу лібералізації руху капіталів ОЕСР. Самі по собі такі заходи зміцнюють інститути, які зазнали негативного впливу, але з огляду на недавню фінансову кризу – призводить до ослаблення пара банківських установ.

Тіньовий банкінг стає ще більш привабливим, коли офіційні банки підпадають під жорсткі вимоги до капіталу. Вищі вимоги до капіталу і т.п. призводять до кредитного стиснення, яке власне має негативні наслідки для реального сектора економіки України.

Особливу увагу доцільно приділити визначній ролі структурної політики в Україні. Її заходи можуть бути направлені, з одного боку, на сприяння розвитку фінансових ринків, підвищення загальної якості державного впливу, а з іншого боку – на регулювання ринку товарів та послуг, що сприяє конкуренції та зайнятості на ринку праці. Така політика у комплексі буде доповнювати вищезгадану макроекономічну політику і проведення необхідних заходів фінансового, нормативно-пруденційного та макроекономічного характеру, що відіграють ключову роль у зниженні фінансової вразливості української економіки. Зазначені зміни будуть мати позитивні результати саме в Україні, оскільки тут недостатньо розвинені фінансові ринки обмежують здатність економіки абсорбувати наявний потенціал вітчизняного та іноземного капіталу, що характеризується рівнем розвитку фінансового сектору або, іншими словами, рівнем фінансової глибини (таблиця 3).

Таблиця 3. Структура активів фінансових установ України в 2004 – 2010 рр., %\*

Фінансові установи	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Комерційні банки	86,12	89,99	91,60	93,20	92,63	95,14	95,19
Страхові компанії	12,82	8,44	6,22	4,85	6,27	4,2	4,22
Кредитні спілки	0,54	0,78	0,84	0,79	0,26	0,07	0,06
Недержавні пенсійні фонди	0,01	0,02	0,01	0,04	0,09	0,08	0,02
Фінансові компанії	0,51	0,77	1,25	0,50	0,41	0,36	0,20
Інші компанії	0,00	0,00	0,08	0,62	0,34	0,24	0,22
Всього	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

\*Джерело: розрахунки автора за даними [1]



Розглядаючи рівень розвитку фінансового сектору, потрібно звернути увагу на наступне. Традиційне пояснення руху капіталу як фактора фінансової глибини базується на рівні відсоткових ставок, однак воно розкриває причини руху лише портфельного капіталу та не може адекватно пояснити прямі інвестиції. Український ринок, хоча і представляє привабливі можливості, також створює багато ризиків – дохід може значно змінюватись в різних умовах.

Визначення особливостей різнонаправленого впливу міжнародних фінансових потоків на підтримання фінансової стабільності української економіки дозволило нам дійти наступних висновків.

1. Капітальні потоки направлені всередину країни пов'язані з підвищеним ризиком кредитного буму, фінансових криз і раптових спадів. Проте виважена макроекономічна і структурна політики можуть, разом з поточними необхідними фінансовими та регулятивними змінами, обмежувати вразливість української економіки до вищезазначених ризиків.

2. Саме заходи та параметри структурної політики (з їх відносно значним впливом на валову та чисту пропозицію іноземного капіталу) визначають довгострокові чинники капітальних потоків. Реформи такої політики,

що направлені на стабілізацію зростання в Україні сприятиме зменшенню негативного впливу глобальних дисбалансів за рахунок зниження чистого відтоку капі-

талу з країни, підтримуючи при цьому економічне зростання у довгостроковій перспективі.

3. Серйозний вплив на підтримку фінансової стабільності в умовах невизначеного впливу капітальних потоків спричиняють певні форми контролю за рухом капіталу.

Проте тільки якщо вони розроблені таким чином, що зводять до мінімуму диспропорції у довгостроковому інвестуванні та звичайній підприємницькій діяльності.

1. Аналітичний огляд діяльності фінансових посередників у 2010 році [Електронний ресурс] / Державна комісія з регулювання ринків фінансових послуг в Україні: [сайт]. – Режим доступу: [http://www.dfp.gov.ua\\_stat\\_2010](http://www.dfp.gov.ua_stat_2010). – Назва з екрана. 2. Любкіна О. В.

Посилення системи ризиків глобальної фінансової системи та трансформація регуляторної моделі у фінансовому секторі / О.В. Любкіна // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. – Економіка. – Вип. 127. – 2011. – С. 9-13. 3. Лютий І.О. Іноземний капітал та його вплив на розвиток інституційної структури фінансового ринку України / І.О. Лютий, В.І. Кравець // Формування ринкової економіки в Україні, Збірник наукових праць Львівського національного університету імені Івана Франка. – Вип. 23 (частина 2). – 2010. – С. 92-98.

4. Операції Європейського фонду фінансової стабільності у 2011 році [Електронний ресурс] / Європейський фонд фінансової стабільності: [сайт]. – Режим доступу: <http://www.efsf.europa.eu/about/operations/index.htm>. – Назва з екрана. 5. Bassanini F. Financial Stability, Fiscal Consolidation and Long-Term Investment after the Crisis [текст] / F. Bassanini, E. Reviglio // OECD Journal: Financial Market Trends. – 2011. – Issue 1. – 45 p.

6. Gallagher K. Regaining Control? Capital Controls and the Global Financial Crisis / K. Gallagher // Political economy Research Institute. Working papers. – 2011. №250. – 35 p.

Надійшла до редколегії 12 . 0 1 . 12