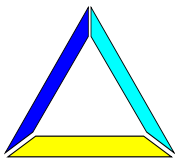
Інститут Економічних Досліджень та Політичних Консультацій в Україні

Німецька Консультативна Група при Уряді України

Рейтарська 8/5-А, 01034 Київ, Тел. (+38044) 278-6342, 278-6360, Факс 278-6336
E-mail: institute@ier.kiev.ua, http://www.ier.kiev.ua



V3

Управління потоками капіталів: забезпечити довгострокові вигоди та контролювати короткострокові ризики

Резюме

Систему валютного регулювання України було суттєво переглянуто у 2005 році. З одного боку, деякі з обмежень були послаблені, а деякі скасовані. З іншого боку, у вересні були запропоновані нові заходи щодо спроби зупинити надходження спекулятивного грошового капіталу до країни. Ми підтримуємо ідею вимог щодо утримування резервів некомпенсованого капіталу (РНК) у випадках з короткостроковими валютними позиками з нерезидентних джерел, оскільки цей інструмент є чітко визначеним, гнучким та ринковим. Але ми не підтримуємо ідею заборони строкових депозитів у національній валюті для нерезидентів країни, оскільки дана заборона не залежить від терміну вкладу. Крім того, цей інструмент не є гнучким та ринковим. Відповідно, ми порадили Національному Банкові (НБУ) не подовжувати дію цієї тимчасової заборони на період після лютого 2006 року. Замість цього, НБУ має сконцентрувати свою увагу лише на короткострокових вкладах та використати для них РНК. Більш того, ми радимо скасувати відрахування то Пенсійного Фонду, що відраховуються при купівлі іноземної валюти, оскільки це має негативний вплив на ринок обміну валют. Щодо довгострокової перспективи, ми пропонуємо свою точку зору стосовно послідовності майбутніх послаблень у секторі регулювання валютного ринку.

Зміст

1. Вступ
2. Вигоди та ризики притоку іноземного капіталу
3. Інструменти регулювання потоків капіталу
4. Оцінка нещодавно запровадженого тимчасового регулювання
5. Лібералізація рахунку руху капіталу: довгострокова перспектива
6. Висновки

1 Вступ

Збільшення потоків іноземного капіталу, асоційованого зі збільшенням рівня фінансової інтеграції може принести суттєві вигоди, але нещодавній іноземний досвід свідчить про можливі у цьому випадку ризики. Особи, що формують політику, мають обережно керувати такими потоками коштів з метою віднайти необхідний баланс між користю, доходами та ризиками.

Україна у цьому контексті не є виключенням. В той час, коли мала місце нещодавня тенденція до скасовування існуючих положень щоб повною мірою скористатися довгостроковими перевагами іноземного капіталу, були запропоновані інші регулятивні положення, метою яких було запобігання надходженню спекулятивних „гарячих" коштів (наприклад, портфельні та короткострокові боргові надходження) іноземного капіталу. Останнє особливо хвилює тих, хто формує політику, оскільки такі кошти мають спекулятивну природу та більше залужать від непередбачених змін у настроях та ставленні інвестора. Мета цієї статті має відповідно дві грані: оцінити корисність існуючих положень про рахунок капіталу в Україні та розглянути основні питання довгострокової стратегії лібералізації рахунку капіталу коштів.

Після стислого огляду загального економічного контексту вигоди та ризиків надходжень капіталу з-за кордону (Розділ 2) ми проаналізуємо інструменти, що часто використовуються для контролю операцій за рахуноком руху капіталу (Розділ 3). Наступний розіл (Розділ 4) оцінює вигоди для України нещодавно запропонованого положення та прослідковує конкретні політичні рекомендації. Далі, ми поглянемо на перспективу та з"ясуємо, як лібералізація рахунку руху капіталу має підтримуватися далі з тим, щоб вигоди переважали ризики (Розділ 5). Наприкінці, ми пропонуємо наші висновки (Розділ 6).

2 Вигоди та ризики притоку іноземного капіталу

З точки зору країни, де з'являться та формується ринок, скасовування контролю за угодами з капітальними коштами призводить загалом до збільшення надходжень капітальних коштів, оскільки інвестори-нерезиденти намагаються активніше брати участь у національному ринку. З такими надходженнями іноземних капітальних коштів асоціюються наступні довгострокові **вигоди:**

Фінансування внутрішніх інвестицій

Іноземний капітал може стимулювати внутрішні інвестиції, коли місцеві вклади обмежені, що є типовим випадком для ринку, що формується. Це збільшення інвестицій шляхом зниження вартості збереження капітальних коштів підтримує процес більш стрімкого економічного зростання. Найбільш прийнятною категорією іноземних капітальних коштів є пряме іноземне інвестування (ПІІ). Існує достатня кількість свідчень, що майбутня фінансова користь, включаючи насичення новими технологіями та передачу ефективних бізнес-практик, асоціюється з ПІІ. Більш того, це має тенденцію до орієнтованості на довгостроковість та стабільність, у порівнянні з мобільними чи спекулятивними потоками коштів.

Розвиток та підсилення внутрішнього фінансового ринку

Лібералізація вкладень капітальних коштів може відігравати життєво важливу роль у розвитку внутрішнього фінансового ринку. Збільшення та розширення бази інвесторів шляхом залучення іноземних капітальних коштів призведе до суттєвого поглиблення, розширення та гнучкості внутрішнього фінансового ринку. Вартість трансакцій для всіх учасників ринку має знизитися через проникнення та розповсюдження фінансових інновацій, що походять з інших країн. Таким чином, фінансові ринки, чи фінансові посередництва загалом, стануть більш ефективними, прозорими та різноманітними. Більш того, високорозвинена та конкурентноспроможна система фінансового посередництва має також і позитивні зовнішні показники, такі як збільшення кількості внутрішніх вкладів.

Необхідність дотримання макроекономічної дисципліни

Часто потрібно доводити, що збільшена фінансова інтеграція діє як ринкова сила, що дисциплінує внутрішніх формувачів політики, та допомагає покращити якість макроекономічного менеджменту. Великий притік капітальних коштів таким чином сигналізує, що країна має бажання провадити розумну макроекономічну політику, в той час як нестабільна політика призводить до зовнішніх та фінансових дисбалансів або накопичення боргу, що може призвести до несподіваного відтоку коштів.

Однак, в той час коли багато з ринків, що формуються, насправді отримали значну вигоду від такого притоку зовнішніх коштів, реальність була такою, що фінансова інтеграція привнесла і декілька добре відомих випадків компромісів. Минулий досвід деяких ринків, що формувалися, відображає також і факти виникнення деяких **ризиків**, пов'язаних з таким реформуванням стратегії лібералізації:

Нераціональне використання іноземного капіталу

Найбільший ризик – коли вклади капітальних коштів відбуваються за участю посередників але неефективним шляхом. Внутрішні фінансові ринки мають розвиватися таким чином, щоб коректно розмістити та розподілити ці вливання коштів. При наявності слабкої та неадекватної внутрішньої інституції фінансового нагляду, що має обмежені можливості оцінювати, наглядати та керувати ризиками, такі фінансові потоки можуть призвести до невідповідностей валютних операцій, виплатах по боргах та довжині термінів виплат як для банківського так і для корпоративного сектору.

Втрата макроекономічної стабільності

Збільшення міжнародних потоків капітальних коштів має також і певні макроекономічні ризики. В той час коли потоки капітальних вкладень спрощують зовнішні фінансові перепони, вони також і створюють серйозні дилеми щодо формування монетарної політики. Наприклад, відкриття рахунку для капітальних коштів створює ризик різкого підвищення вартості та може „підірвати" національну валюту. Звична реакція політики на такі фінансові потоки при фіксованому курсі обміну полягала в урізанні такої інтервенції. Однак, така інтервенція як правило використовується обмежено оскільки її ефективність страждає в рамках контексту відкриття рахунків для капітальних коштів як фактору стабільності зростання активів та має такий подальший фінансовий вплив на центральний банк як квазі-фіскальна вартість (як правило, внутрішні високоприбуткові застави (облігації) обмінюються на низько прибуткові.)

Збільшення нестійкості та „несподіваного зупинення" потоків капітальних коштів

Хоча відкриття рахунку для капітальних коштів допомагає країні пережити наслідки внутрішніх потрясінь, воно також в той же час підвищує уразливість та відкритість до зовнішніх потрясінь. Найбільш серйозні проблеми можуть виникнути тоді, коли інтернаціонально мобільний капітал несподівано вирішує полишити країну, що призводить до банківської та валютної кризи. В багатьох країнах у минулому спостерігалися такі епізоди, як „ несподіване припинення" або зворотній потік нестабільних та спекулятивних „гарячих грошей". У таких випадках ризик країни-реципієнта полягає у тому, що під час процесу лібералізації рахунків з капітальними коштами країна може поступово стати більш відкритою до негативного впливу та стадної поведінки міжнародних інвесторів.

Висновок 1: Притоки іноземного капіталу можуть зробити суттєвий внесок до розвитку економіки, але вони також і створюють певні ризики. Тому важливо, проводячи заходи з лібералізації, виконувати їх в політично та економічно відкритому та стабільному середовищі.

3 Інструменти регулювання потоків капіталу

З теоретичної точки зору, можна назвати два основні типи контролю за пересуваннями міжнародного капіталу: контроль за притоками капітальних коштів та за їх відтоками. Однак, практично, це не завжди є прямим завданням – визначити наскільки процес контролю має вплив на притік та відтік коштів. Деякі заходи з контролю відтоку коштів (як наприклад контроль регулювання репатріації іноземного капіталу) можуть виконуватися з

метою заважати притоку коштів,і навіть коли ці дії спрямовані лише на контроль відтоку коштів, попередня мета була все ж спрямована на зменшення притоку коштів.

Контроль за притоками капіталу

Кола, що пропонують контроль над притокам капітальних коштів поділяють думку, що значні, масивні притоки іноземного капіталу, найчастіше у формі портфельних інвестицій та банківських позик, поводять себе занадто непередбачувано, щоб стати головним джерелом зовнішнього фінансування ринку, що формується. Як наслідок, країни мають перешкодити бажанню масованого виходу місцевих банків та корпорації на міжнародну співпрацю без виконання контролю над короткостроковими притоками коштів. Приклад, Чилі є широко вивченим прикладом ефективності контролю над притоками капіталовкладень, яка мала на меті декілька цілей, коли запроваджувала систему контролю над пересуванням капітальних коштів у 1991 році (Додаток 1. Стислий огляд Чилійського досвіду контролю за потоками капіталу). Спочатку потрібно уповільнити абсолютний об'єм потоку капітальних коштів та змінити склад цих потоків на форму довгострокового погашення позики. По-друге зменшити залежність ставки обміну від потоків коштів. По-третє, дозволити центральному банку провадити незалежну монетарну політику, спрямовану на внутрішні цілі. По-четверте, це має стати завданням уповноважених структур: зменшити рівень незахищеності країни перед міжнародними фінансовими кризами. Стосовно фактичного впровадження контролю за потоками коштів, потрібно розрізняти два типи регулювання: контроль, що ґрунтується на ринку (обов'язковий некомпенсований резерв капіталу (НРК) та адміністративного контролю (мінімальні вимоги та кількісний контроль за потоками коштів)

Контроль, що ґрунтується на ринку, такий як НРК, працює наступним чином: від нерезидентів, що бажають перевести кошти в країну вимагають відкрити безвідсотковий рахунок в центрального банку. Примушуючи інвестора вкласти певну частку своїх коштів, з нульовим відсотком, до центрального банку, система НРК є еквівалентною податкам на капітальні кошти та підвищує вартість зовнішнього фінансування. Пов'язані з цим витрати залежать від частки інвестиції, що була покладена на рахунок, від того періоду, на який вона вкладається, та від вартості цих коштів у даному випадку. Питання НРК вирішується декількома шляхами: якщо вимоги до резерву рівні нулю, вимоги до короткострокової заборгованості практично скасовуються, але механізм залишається для майбутнього використання. Деякі банки розмежовують вимоги до резерву для різних банків у залежності від резидентності вкладника та валюті, в якій зроблено вклад, інші – в залежності від типу валюти та незалежно від резидентності вкладника. Більш того, як правило іноземні інвестори можуть вибирати інструменти шляхом виплати фіксованого внеску наперед, що пов'язаний з вартістю НРК на даний момент.

Більш значним обмежуючим фактором контролю за потоками коштів є адміністративні заходи. Ці заходи можуть складатися з мінімального терміну перебування (напр. 1 рік) капітальних вкладень у різних формах (пакет цінних паперів, банківські потоки коштів, тощо). Знову ж, метою таких заходів є „відлякування" короткострокових вкладень. Більш жорстким засобом є накладання прямого кількісного контролю за притокам коштів, часто у формі прямої заборони. Вона може бути в декількох формах, від обмеження інвестицій нерезидентів у внутрішній ринок цінних паперів (гроші, облігації та ринок акційних паперів) до обмежень іноземних кредитів резидентам та доступу нерезидентів до вкладів у місцевій валюті внутрішньої банківської системи.

Складно оцінити загальну результативність контролю фінансових потоків, в їх досягненні своєї мети через наявність різних економічних умов, політичних, та міжнародного середовища, в якому вони впроваджуються. Деякі спостерігачі вбачають, що тимчасовий контроль за потоками коштів Чилійського варіанту має розглядатися як розсудливий підхід – таке регулювання спрямоване на забезпечення стабільності фінансового сектору. Але такий контроль має свою вартість. Найсуттєвіша – значне підвищення вартості капіталу, особливо для малих та середніх фірм (МСФ), яким важко уникнути такого контролю.[1] Насправді – це сегментування кредитного ринку. Країна, що приймає рішення щодо

[1] Як ми пояснимо нижче, підприємства можуть часто знаходити шляхи щоб обійти контроль, таким чином зменшуючи ефективність подібних заходів.

прийняття такої моделі контролю має для цього знайти компроміс між збільшенням вартості капіталу, особливо для МСФ, та між потенційною користю, як наприклад зниженням макроекономічної вразливості до короткострокового притоку капіталу.

Контроль за відтоком капіталу

Засоби контролю за відтоком капіталу досить часто пропонувалися та впроваджувалися як інструмент при фінансових та валютних кризах. Такий контроль може набувати цілий ряд форм, включаючи податки на кошти, які будуть зняті за кордоном, окремі обмінні курси для валют та трансакції вкладів капітальних коштів, та пряму заборону переказу коштів за кордон. У залежності від часу використання цих інструментів контролю, вони можуть бути поділені на два типи (див. EDWARDS [1999]): запобіжний контроль (коли країна стикається з проблемою дефіциту платіжного балансу, але ще без девальвації) та "лікувальний" контроль (для країн, що вже зіткнулися з серйозною кризою). Ідеї цих минулих заходів – запобігти спекулятивним діям шляхом обмеження доступу нерезидентів до національної валюти та допомогти уповільнити процес падіння міжнародних резервів, надаючи уповноваженим структурам необхідного часу для впровадження ефективних програм адаптації. Останній тип – може додати країні, що знаходиться в кризі, додаткового часу для реструктуризації її фінансового сектору організованим та спокійним способом. Коли економіка знову встане на свої рейки, засоби контролю можна деактивувати.

Емпіричні дослідження свідчать – хоча і не досить переконливо - про те, що впровадження механізмів контролю за відтоком коштів різного типу було неефективним. Такий контроль посилає негативні сигнали на ринок, приватний сектор завжди знаходить шляхи уникнути його, пояснюючи причину уповільнення процесу пересування капіталу як неефективний. В той же час, створивши одного разу механізми контролю, уповноважені структури вже не можуть реструктурувати національну економіку, або запровадити економічні реформи, що викликають довіру, що захистять інвесторів від тривоги. В багатьох випадках, наявність такого постійного відтоку підвищує ризик валютної та банківської кризи.

Висновок 2: Хоча було б корисно мати ринкове регулювання короткострокових потоків капіталу у наборі інструментів економічної політики, їх дія повинна бути лише тимчасовою та суворо обмежена періодами кризи з огляду на їхню вартість. Вони не повинні сприйматися як заміна здоровій економічній та фінансовій політиці. Відтоки капіталу не мають обмежуватися.

4 Оцінка нещодавно запровадженого тимчасового регулювання

Як стало зрозуміло з останнього розділу, існують аргументи здорової економічної політики регулювання притоку „спекулятивних коштів", оскільки ці кошти вливаються за потенційно недовговічними схемами та можуть поставити під загрозу макроекономічну стабільність. Якщо основною метою українських уповноважених структур запобігти таким потокам[2] в комбінації зі зміщенням акценту на більш довгострокові притоки коштів, тоді існуюче регулятивне положення мало б бути критично оцінене щодо своїх передумов. Головне питання – чи може поточне регулятивне положення досягти своєї мети систематичним, ефективним та не деструктивним шляхом. Більш того, йому потрібне певна гнучкість задля забезпечення того, щоб контроль активувався лише у випадку появи „ гарячих, спекулятивних коштів", що мають негативний вплив на макроекономічне управління та стабільність. В часи, коли такі потоки не будуть вже таким важливим питанням або коли макроекономічні ризики більше стосуються витоку коштів, засоби контролю мають працювати спокійніше та навіть призупинятися.

З цією метою ми сконцентрували свою оцінку на двох нещодавно запропонованих регуляторних положеннях: заборона вкладів у національній валюті нерезидентами (лист НБУ [2005б] від 28 вересня 2005 року) та обов'язкове резервування коштів при трансакціях у іноземній валюті (Постанова НБУ № 291 [2005а]). Майбутнє положення, Відрахування до Пенсійного Фонду при придбанні іноземної валюти буде обговорюватися у майбутньому. Оскільки процес регулювання валютних операцій на Україні має свої, вже

[2] Може виникнути проблема визначення «гарячих» коштів серед інших короткострокових притоків валюти, які включають товарні кредити, що не повинні потраплати під дію цих положень.

сформовані особливості, та вже є досить застарілими, то його вплив на притоки капітальних коштів (включаючи „гарячі кошти") має бути чітко визначений.

Заборона вкладів у національній валюті нерезидентами

Взагалі в Україні нерезиденти не мають права відкривати традиційні строкові вклади в банках в національній валюті. Як захід обмеження короткострокових притоків, така безпосередня заборона є безперечно неефективною, оскільки залежить від терміну вкладу коштів. Більш того, це регулятивне положення має бути дуже критично переглянуте з іншої точки зору, як таке, що перешкоджає банкам у формуванні довгострокових активів у національній валюті(напр. Позики) з відповідними довгостроковими вкладами від нерезидентів, тим самим занижуючи валютні виплати та виплати по позиках на їх балансових рахунках. Таким чином ми пропонуємо скасування такого положення та сконцентруватися на обговоренні вимог до резервування у випадках негативного впливу „ гарячих коштів".

Ообов'язкове резервування коштів при трансакціях у іноземній валюті

Це регуляторне положення стосується короткострокових кредитів та позик для резидентів (до 180 днів) від нерезидентних джерел та у сумі до 20 % від суми трансакції. Це працює таким же чином як і відображені раніше випадки з НРК, та як стало зрозуміло з останнього розділу, має таке ж саме логічне підґрунтя для таких заходів, що обмежують участь України в міжнародних короткострокових зобов'язаннях. Потенційно це цілеспрямований інструмент, що ґрунтується на потребах ринку, використання якого має відбуватися у гнучкий спосіб.

Однак, в приватному секторі цих правових обмеження часто намагаються уникати. Деякі прості механізми використовують певні поточні трансакції для уникнення цих обмежень при трансакціях капітальних коштів (шляхом прискорення або затягування розрахунків по зовнішньоторгових операціях, заниження сум рахунків до слати рахунків або їх завищення), або невірне інформування мети пересування капітальних коштів, або вибір інших інструментів (не відображених в регулятивному положенні), що досить близько замінюють інструменти, відображені в положенні. Такі прийоми з часом руйнують результативність такого регулятивного положення, що призводить до розширення сфер діяльності, що мають контролюватися. Таким чином ми пропонуємо, розглянути можливість узагальнення використання принципу НРК на інші (нові) короткострокові зобов'язання, такі як депозитні вклади. Стосовно інвестування у вигляді пакетів цінних паперів, що потенційно можуть також мати спекулятивну природу – потенційно проблема може виникнути у майбутньому оскільки ці вклади не мають фіксованого терміну по сплаті, а лише очікуваного або припустимого. У цьому контексті, можливим рішенням може стати пропозиція щодо фіксованого періоду НРК (напр. від 3 до 6 місяців) незалежно від фактичного терміну виплати інвестиції. Такий підхід дозволить отримати більш розширену та недискримінаційну систему роботи зі „спекулятивними коштами" з об'єму притоку коштів, маючи на меті обмеження їх впливу на внутрішню економіку. В додаток до цього, та у відповідності до міжнародної практики, міжнародним інвесторам потрібно надати можливість внести наперед еквівалентну суму[3] замість розміщення коштів в НБУ.

Стосовно ставок НРК. Вони мають бути визначені відповідно до умов ринку. При сучасних умовах, коли ризики пов'язані з короткостроковими притоками коштів дійсно не є проблемою, але скоріше стосуються відтоків капітальних коштів, ставки резервування можуть бути відповідно знижені (до мінімального показнику в 9%) для заохочення іноземних протоків коштів, що допомагає стабілізувати валютний ринок. Якщо сфера цього ризику з часом змінюється (як наприклад у разі позитивного результату виборів у березні 2006 року, відповідно до точки зору іноземних інвесторів) більше в бік припливу коштів, ставка може суттєво піднятися, щоб відіграти відведену їй роль. Однак, потрібно пам'ятати, що до навіть ставка в 0% не означає, що цей інструмент повністю скасовано; це швидше демонструє, що інструмент завжди є в наявності для майбутнього використання.

[3] Ця сума, яка є еквівалентною процентного доходу НРК може бути визначена як добуток відповідної процентної ставки (напр. LIBOR) та частки коштів, що знаходяться в НБУ на депозиті.

Відрахування до Пенсійного фонду при купівлі іноземної валюти

Станом на 1 січня 2006 року сума цього відрахування при купівлі валюти на міжбанківському ринку була зменшена від 1,5% до 1,3%, як вказано в Держбюджеті на 2006 рік. Оскільки ця сума обернено пропорційна з об'ємами та термінами іноземних інвестицій, це створює відсутність стимулювання притоку короткострокових коштів.

Однак, оскільки цей інструмент є досить універсальний, то при проведенні ретельного аналізу його дії має бути прийнятий до уваги загальний його вплив на валютний ринок. Тому, в світлі вищезазначеного, можна відмітити три моменти. Перше: оскільки це турбує всіх іноземних інвесторів, що мають бажання перевести своє кошти – то ця проблема стає загальної перепоною для іноземних інвестицій в Україні та має негативний ефект. Друге: оскільки це стосується всіх трансакцій з іноземними коштами, і такі угоди проводяться банками, як результат стягнення будуть накладені на банк, що намагається надати ринку статус ліквідності. Ліквідний і тому більш тому більш ефективний валютний ринок починає виконувати важливі економічні функції у різних напрямках (для експортерів та імпортерів, інвесторів, створює основу та стає ніби „захисним колом" для інших інструментів), що означає, що з'являється можливість уникнути будь – яких заходів, що спрямовані на обмеження ліквідності. Третє: оскільки на міжбанківському ринку всі функції будуть об'єднані на можливість придбання іноземної валюти, до них також ввійдуть і трансакції з сучасними рахунками, такі як придбання валюти для товарів, що імпортуються. Знову ж, ці заходи мають і свої недоліки, оскільки створюють можливості для стягнення при, наприклад при імпортуванні найбільш необхідних засобів виробництва. Якщо об'єднати всі аргументи, ми маємо чітку аргументацію щодо ідеї скасування відрахувань для пенсій з фактів придбання іноземної валюти.[4]

Висновок 3: З метою „відлякування" спекулятивних коштів" НБУ має сконцентрувати свою увагу на НРК в широкому розумінні. Заборона на відкриття строкового рахунку у національній валюті нерезидентами та відрахування до Пенсійного Фонду з придбання іноземної валюти має бути скасована.

5 Лібералізація рахунку руху капіталу: довгострокова перспектива

Мета стратегії послідовного проведення необхідних реформ полягає в пошуку вірних шляхів, що підніме стан та благополуччя української економіки до максимального рівня, беручи до уваги наявність перепон на початку цього процесу, особливо у фінансовому секторі. Існують два основні підходи до процесу лібералізації рахунків капітальних коштів: перший „великий вибух" – коли рахунок капітальних коштів відкривається миттєво; та другий – поступовий підхід, коли процес лібералізації відбувається поступово за певний період часу.

По шляху „великого вибуху" (чи шоку) з миттєвим відкриттям рахунку капітальних коштів – з різними результатами – пішли кілька країн з новими ринками на початку 90-их. Адепти цієї стратегії доводили, що розповсюджена недовіра до процесів реформ потребує негайних дій та подолання опору різних зацікавлених груп.

Однак, сучасне мислення надає більше переваги стратегії послідовної лібералізації рахунку руху капіталу. Консервативний погляд на поступовість поділяє ту ж саму мету відкритого рахунку капітальних коштів, але має певну відмінність від цих рекомендації щодо того як оптимально мають відбуватися ці кроки реформування. Оскільки в літературі, зорієнтованій на поступові кроки з урахуванням політичних змін, існує загальна згода щодо того, що реальний сектор лібералізації (включаючи рахунок поточних операцій), макроекономічну стабілізацію (фіскальну та монетарну), та реформи фінансового сектору мають переш за все провести лібералізацію рахунку руху капіталу, з особливою увагою на специфічні характеристики країни. Результат відкритого рахунку руху капіталу при впровадженні монетарної політики та політики валютних курсів (Вставка 1)- є фундаментальним питанням цього контексту.

[4] Скасування пенсійних відрахувань зменшить притік коштів до, і так достатньо дефіцитног, Пенсійного Фонду. Тому, виникне необхідність створити альтернативне джерело надходжень. Але ця проблема не має стати ініціативою для створення інструменту, що знову негативно вплине на процес надходження інвестицій та екномічного зростання.

Вставка 1

Лібералізація рахунків руху капіталу, монетарна політика та політика обмінного курсу

Теоретичні пропозиції – для осіб, що формують політику стане неможливим одночасно вирішувати питання штучно підтримуваного курсу обміну, проводити незалежну монетарну політику та відкривати рахунки капітальних коштів („ нереальна трійця"). Коли буде прийняте рішення лібералізації перехресних потоків капітальних коштів, стане можливим прийняття рішення або зафіксувати курс обміну або провадити незалежну монетарну політику, але не два останніх питання заразом..

Якщо уряд прийме рішення щодо лібералізації рахунків капітальних коштів, і капітал стане більш мобільним, надійний зафіксований номінальних курс обміну призведе до втрати незалежності монетарної політики, оскільки потоки капітальних коштів підніматимуть внутрішні відсоткові ставки до рівня закордонних ставок. В контексті режиму, що штучно підтримується, необхідно, щоб монетарна політика була скерована на підтримання номінальних, „прив'язаних" внутрішніх відсоткових ставок, що можуть реагувати на пересування капітальних коштів. З іншого боку, коли незалежна монетарна політика перебуває в умовах обмеження відкритих рахунків капітальних коштів, обмінний курс буде визначатися ринковими процесами. Коли рівень відкритості потоків капітальних коштів зростатиме, результативність монетарної політики починає залежати від ступеня, в якому утримується гнучкість курсу обміну.

Можливість направити монетарну політику та політику курсу обміну на досягнення різних макроекономічних цілей в той же самий час стає неможливою для впровадження разом з лібералізацією рахунків капітальних коштів. Відкриті рахунки капітальних коштів піднімуть на поверхню існуючу невідповідність між монетарною політикою та політикою курсу обміну: якщо монетарна політика спрямована на внутрішню інфляцію, то займатися в той же час курсом обміну неможливо (напр. щодо певних поточних рахунків). Ці взаємостосунки модифікуються лише в випадках, коли країна впроваджує певні обмеження для рахунків основних капітальних коштів, або коли внутрішні та іноземні активи не розглядаються як ідеальна заміна. В обох випадках, центральні банки мають зберегти за собою певний контроль над монетарною політикою навіть в обставинах обмінного курсу, що штучно підтримується.

Уповноважені органи потребують іншого інструменту компенсації великих притоків капіталу, а саме фіскальної політики. Чітка фіскальна політика знижує рівень внутрішнього „поглинання", чим знижує тиск на курс обміну. Фінансова консолідація може стати єдиним шляхом досягнення внутрішньої стабілізації. Однак, завжди потрібно пам'ятати, що інструменти фіскальної політики демонструють обмежену гнучкість, оскільки мають формуватися довго та мають труднощі з впровадженням, що створює перепони на шляху їх корисного використання при роботі з короткостроковими притоками капітальних коштів.

Ключовими моментами розуміння наслідків лібералізації рахунків капітальних коштів є розуміння небезпеки скасування існуючих обмежень при міжнародних трансакціях до того часу коли всі внутрішні проблеми з національної фінансовою системою не вирішені. Країнам, в яких такі проблеми залишаються ще досить серйозними не варто ризикувати зі створенням серйозної фінансової кризи шляхом занадто стрімкого відкриття рахунків капітальних коштів. Поступовий та інтегрований підхід дозволяє побудувати певний „поріг" внутрішнього фінансового ринку, інституцій та інструментів, що зможуть допомогти в більш ефективному розташуванні іноземного капіталу.

Що стосується України, то процес лібералізації рахунків капітальних коштів та розвиток української фінансової системи має відбуватися у вигляді комбінації з метою зменшення асоційованих ризиків. Передумови до просування вперед до відкритого рахунку руху капіталу – це посилення внутрішньої фінансової системи шляхом покращання регуляторної та наглядової бази, та розумного контролю, особливо у випадках коли суттєві притоки коштів використовують банківську систему в якості посередників. Більш детально – найбільш вразливими будуть практика управління ризиками, закони про банкрутство та платоспроможність, адекватні вимоги до капіталу, прозорий аудит та бухгалтерська система.

Інші політичні результати будуть залежати від погодженої послідовності щодо порядку лібералізації окремих компонентів рахунків капітальних коштів. Притоки капітальних коштів мають бути дозволені настільки широко, наскільки можуть дозволити сучасні умови, починаючи від довгострокових притоків коштів та низько-ризикованих прямих іноземних інвестицій до більш ризикованих пакетів цінних паперів та банківських позик. В той час, коли прямі інвестиції можуть сприяти пом'якшенню процесу реального реформування сектору, такого як реструктуризація промисловості та орієнтованості на експорт, пакети цінних паперів та заборгованості відіграватимуть важливу роль в подальшій лібералізації та розвитку ринку банківських послуг та цінних паперів.

Рівень, до якого лібералізація рахунків капітальних коштів провадиться з асиметричним перекосом в бік притоків коштів у порівнянні з відтоками коштів або навпаки, можна використовувати лише тимчасово та з певним обмеженням з боку місцевих уповноважених структур. Важливо виключити негативні ефекти короткострокових портфельних інвестицій чи банківських позик, оскільки асиметричне послаблення існуючого контролю відтоків коштів може зняти певний тиск з курсу обміну. Однак, серйозний ступінь асиметрії у відкритості рахунку руху капіталу може призвести до серйозного перекосу обмінного курсу у порівнянні з довгостроковим балансуванням. Таким чином, в процесі лібералізації від існуючих асиметрій потрібно поступово відмовлятися з метою подальшого коригування інших можливих перекосів.

Висновок 4: Лібералізація рахунку руху капіталу має відбуватися поступово, а за нею має слідувати поступове реформування фінансового сектору України. Фінансова стабільність потребує розвитку добре відрегульованого та фінансового сектору, що знаходиться під наглядом. Більш того, з огляду на існування взаємозв'язків, потреби лібералізації рахунку руху капіталу мають бути скоординовані з відповідною монетарною, фіскальною політикою та політикою обмінного курсу.

6 Висновки

Як було вже продемонстровано, притоки іноземних капітальних коштів приносять значну вигоду, але вони можуть і створити певні ризики. Тому завданням для уповноважених структур є створення набору інструментів, що забезпечать оптимальний баланс користі та ризиків. У цьому документі, ми визначили ризики, що у більшості випадків асоціюються з короткостроковими притоками спекулятивних коштів іноземного капіталу, так звані „гарячі" гроші. Відповідно, НБУ потребує створення ринкових та гнучких інструментів відслідковувався таких притоків. Існуючі зараз НРК є таким інструментом, що може адекватно відреагувати на такі притоки коштів, якщо він може широко використовуватися, а факт його тимчасового використання є умовою ринку. Інші інструменти, такі як відрахування до Пенсійного Фонду з актів купівлі іноземної валюти та заборона відкриття депозитного банківського рахунку в національній валюті нерезидентами – інструменти, що не ґрунтуються на потребах ринку, недостатньо гнучкі, та не є цілеспрямованими на „гарячі гроші" та мають бути скасовані.

У довгостроковій перспективі, в Україні існує логічне підґрунтя для відкриття рахунку руху капіталу капітальних коштів, пересуваючись таким чином поступово до мети повної лібералізації. Майже всі розвинуті економіки у світі відкривали рахунки руху капіталу. Цей факт свідчить про те, що лібералізація рахунків руху капіталу – це те, чого не можна уникнути на шляху до економічного розвитку. В той же час, невід'ємною часткою консервативної мудрості є те, що лібералізація рахунків руху капіталу є необхідною передумовою та важливим компонентом загальної схеми реформування. Лібералізація рахунку руху капіталу може стати контро-продуктивною, якщо почнеться до того часу, коли не буде скасовано основні недоліки та перекоси, та доки внутрішній фінансовий ринок, інституції та їх потужності не стануть розвинені, а іноземні фонди почнуть займатися справді продуктивною діяльністю. З метою управління цими ризиками, потрібно створити цілісну систему макроекономічного підґрунтя, здорову фінансову систему з ефективними механізмами розумного регулювання та нагляду.

Київ/Берлін, лютий 2006, Автори: Кірхнер та Джуччі, Рецензент: Мовчан

Бібліографія

BIS [2005]. Глобалізація та монетарна політика в ринках, що формуються, *BIS Papers No. 23*, Bank for International Settlements, Basle.

ДУТТАГУПТА, РУПА, ГІЛЬДА ФЕРНАНДЕС ТА СЕМ КАРАСАДАГ [2004]. Від фіксованого до плаваючого: Операційні аспекти переходу до гнучкості курсу обміну, *IMF Working Paper 04/126*, Міжнародний валютний фонд, Вашингтон.

ЕДВАРДЗ, СЕБАСТІАН [1999]. Наскільки ефективний контроль над капіталом? *Journal of Economic Perspectives,* Vol. 13, No. 4, pp 65-84.

ХАНГ ЛУО, РОБІН ТА ЧУН ЖІАНГ [2005]. Конвертованість валюти, Вартість контролю за капіталом та лібералізація рахунків капітальних коштів у Китаї, *Journal of Chinese Political Science*, Vol. 10, No. 1, pp 65-79.

ДЖОНСТОН, Р.БАРРИ [1998]. Послідовність лібералізації рахунку руху капіталу та реформа фінансового сектору, *IMF Paper on Policy Analysis and Assessment PPAA/98/8*, Міжнародний валютний фонд, Вашингтон.

ЛЕ ФОРТ, ГІЛЬЄРМО [2005]. Лібералізація рахунків капітальних коштів та реальний валютний курс в Чилі, *IMF Working Paper 05/132*, NBU [2005a]. Міжнародний валютний фонд, Вашингтон.

НБУ [2005а]. Про запровадження обов'язкового резервування коштів за валютними операціями, пов'язаними із залученням резидентами кредитів, позик в іноземній валюті від нерезидентів Постанова Правління Національного банку України від 12 серпня 2005 року N 291.

НБУ [2005б]. Про здійснення іноземних інвестицій в Україну, Національний Банк України, Лист (28.09.2005), Київ.

ПРАСАД, ЕСВАР, ТОМАС РУМБАО ТА КУІНГ ВОНГ [2005]. Ставлячи віз перед конем? Лібералізація рахунків капітальних коштів та гнучкість курсу обміну, *IMF Policy Discussion Paper PDP/05/1*, Міжнародний валютний фонд, Вашингтон.

Додаток 1

Досвід країни з тимчасовим контролем притоку капіталу:
приклад Чилі 1991-1998 роки

Коли в 1991 вихор притоку капіталу втрутився в макроекономічну політику та поставив національну валюту в умови справжнього тиску, Чилі запровадила положення про регулювання притоку капіталу, при тому, що НРК був найбільш прийнятним інструментом регулювання (інші, менш важливі регулятивні положення передбачали мінімальний період стримування прямих іноземних інвестицій, та обмеження випуску цінних паперів на іноземному ринку). НРК складалися з обов'язкового некомпенсованого депозиту в іноземній валюті, що мали зберігатися у центральному банку, та бути призначеними „відлякувати" короткострокові позики, не зачіпаючи при цьому довгострокові іноземні інвестиції.

З часом було вжито інших заходів для закриття „дірок" та підсилення ефективності НРК. Коли він був запропонований, сума його складала до 20%. Та термін вкладу НРК був рівний терміну виплати по іноземних фондах. Невдовзі, відсоток піднявся до 30 % (та термін НРК було доведено до універсальної позначки в 1 рік незалежно від терміну виплати коштів) та утримувався на такому рівні до 1998 року, коли від вперше був знижений до 10 % а потім до 0%, після різкого спаду притоку капітальних коштів на ринки, що формувалися в умовах після Азійської кризи (офіційно цей інструмент було скасовано в 2001 році.) В процесі узагальнення сектору дії НРК почав розповсюджуватися на більшість форм закордонного фінансування. Насправді, це означало, що позики, цінні папери з фіксованим доходом, та більшість інвестицій в акції підлягали НРК, і лише ПІІ та Американські депозитарні розписки (АДР) [5] під час першого випуску були звільнені від НРК. Розмір сектору дії НРК [6] на загальні суми притоку капітальних коштів в той період коливався від мінімуму в 30% (1994) до максимуму в 60% (1992).

Хоча сектор дії НРК з часом збільшувався, прийоми з його уникання знижували його ефективність. Приклади такого правового уникання включали до себе приклади ADR та випуску облігацій за кордоном, використання кредитів постачальників та пряме комерційне фінансування. В додаток до правового уникання, форми уникання НРК також приймали форми не правового уникання шляхом відтоку капіталу.

Не дивлячись на ці обмеження, НРК повсюди сприймався як ефективний засіб у досягненні своєї мети. Це не тільки стосувалося об'єму утриманого притоку капіталу (це і не було метою), а стосувалося швидше покращання складу зовнішнього фінансування у бік більш довгострокових притоків коштів. Інструмент зменшив частку пакетів цінних паперів та короткострокових надходжень капіталу в загальному об'ємі надходжень, шляхом підвищення частки прямих іноземних інвестицій та інших довгострокових притоків коштів, залишаючи загальний об'єм капітальних притоків незмінним. Більш того, це дало більше простору для маневрування та дало сигнал готовності уповноважених структур забезпечувати фінансову стабільність

Джерела: EDWARDS [1999], LE FORT [2005], BIS [2005].

[5] АДР – це сертифікати, випущені банком США, що представляє певну кількість іноземних акцій, які торгуються на фоновій біржі США. АДР дозволяють інвесторам США легко інвестувати у іноземні акції без необхідності купувати їх на неамериканській біржі.

[6] Сектор дії НРК встановлює суму загального об"му притоку коштів, на які розповсюджується НРК.