

СЕКЦІЯ 8
ГРОШІ, ФІНАНСИ І КРЕДИТ

УДК 339.727.2

Боришкевич О.В.
кандидат економічних наук,
доцент кафедри менеджменту банківської діяльності
Київського національного економічного університету
імені Вадима Гетьмана

**ЧАС ДЛЯ РЕФОРМ: ЛІБЕРАЛІЗАЦІЯ РУХУ КАПІТАЛУ
В КОНТЕКСТІ УГОДИ ПРО АСОЦІАЦІЮ МІЖ УКРАЇНОЮ ТА ЄС****TIME FOR REFORM: LIBERALISATION OF CAPITAL MOVEMENTS
IN THE CONTEXT OF THE ASSOCIATION AGREEMENT
BETWEEN UKRAINE AND THE EU****АНОТАЦІЯ**

У статті розглянуто проблеми лібералізації руху капіталу. Розкрито позитивні та негативні наслідки лібералізації руху капіталу. Досліджено статті Угоди про асоціацію між Україною та ЄС та зарубіжний досвід лібералізації руху капіталу. Наголошено на необхідності обережної поетапної лібералізації руху капіталу, оскільки цей процес вимагає наявності надійної макроекономічної структури, сильних інституцій та пруденційного режиму.

Ключові слова: реформи, Угода про асоціацію, рух капіталу, криза, лібералізація.

АННОТАЦИЯ

В статье рассмотрены проблемы либерализации движения капитала. Раскрыты позитивные и негативные последствия либерализации движения капитала. Исследованы статьи Соглашения об ассоциации между Украиной и ЕС и зарубежный опыт либерализации движения капитала. Подчеркнута необходимость осторожной поэтапной либерализации движения капитала, поскольку этот процесс требует наличия надежной макроэкономической структуры, сильных институтов и пруденциального режима.

Ключевые слова: реформы, Соглашение об ассоциации, движение капитала, кризис, либерализация.

ANNOTATION

The article deals with the problems of liberalization of capital movement. The author discovers positive and negative aspects of liberalization capital movement. For this purpose, the articles of the Association Agreement between Ukraine and the EU and the foreign experience of liberalization of capital movement are researched. The article emphasizes the need for careful phase of liberalization of capital movements and the availability of a sound macroeconomic structure, strong institutions and prudential regime.

Keywords: reforms, association agreement, capital movement, crisis, liberalization.

Постановка проблеми. Лібералізація руху капіталу зумовлена потребою прискорення економічного розвитку країни. Переважна більшість країн із ринками, що формуються, має значні незадоволені потреби в інвестиціях, оскільки вони недостатньо оснащені для того, щоб забезпечити перехід від зростання, що спирається на природні ресурси, до більш стійких джерел економічного зростання. Однак питання

вільного переміщення капіталу, продовжують спричиняти бурхливі дискусії за зразком «за» та «проти». Безумовно, капітальна конвертованість валюти може спричинити і позитивний, і негативний вплив на економіку країни, особливо зважаючи на те, що в сучасному світі економіки ледь не всіх країн тісно пов'язані перехресними транскордонними потоками капіталів. Закономірно, що фінансові проблеми однієї країни легко поширюються на інші. Крім того, масштабні фінансові потоки, які ніким не контролюються, здатні завдати руйнівних наслідків для монетарної системи країн із відкритою та слабкою економікою.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Дослідженню проблем лібералізації руху капіталу присвятили наукові праці відомі закордонні дослідники, зокрема: М. Кьосе, П. Мауро, Дж. Острі, Е. Прасад, В. Редді, К. Рогофф, Дж. Стігліц. Вагомий внесок у вивчення цієї теми зробили і вітчизняні науковці: Т. Богдан, В. Геєць, Д. Лук'яненко, З. Луцишин, О. Шаров.

Мета статті полягає у дослідженні економічних та правових аспектів лібералізації руху капіталу у зв'язку з ратифікацією Україною Угоди про асоціацію з ЄС та неоднозначними оцінками впливу лібералізації руху капіталу на стан економіки.

Виклад основного матеріалу дослідження. Після фінансової кризи в Азії 1998 р. навіть МВФ – найбільший поборник вільного руху капіталів – дещо змінив свою позицію і тепер спирається на інтегрований підхід до лібералізації виходячи з необхідності поетапного переходу в поєднанні з необхідними реформами [1, с. 11]. Лібералізація фінансового рахунку повинна здійснюватися в рамках широкого пакету реформ, охоплювати загальну основу макроекономічної політики країни, внутрішню фінансову систему і пруденційне регулювання. Тоді як відкриття економіки для прямих іно-

земних інвестицій на перших етапах, як правило, позитивно позначається на всіх країнах, то рішення допустити вільний приплив короткострокових коштів, що веде до утворення боргових зобов'язань, має брати до уваги ступінь розвитку фінансового ринку країни, оцінку якості інституційної системи і сукупність заходів макроекономічної політики. При цьому запізнення у відкритті економіки також пов'язане з витратами [2].

Як свідчать дані Індексу глобальної конкурентоспроможності, Україна у 2017 р. посіла 85-е місце серед 138 країн світу, втративши за рік шість позицій. Найбільш негативними факторами для ведення бізнесу в Україні стали: корупція, політична нестабільність, інфляція, державна бюрократія, ускладнений доступ до фінансів, часта зміна урядів, високі податкові ставки, складність податкового законодавства, валютне регулювання, якість інфраструктури. Україна має досить низькі позиції за якістю інститутів, розвитком фінансового ринку, макроекономічної стабільності, більше того, за останній період вони ще й погіршилися (рис. 1).

Низькі показники технологічного рівня та конкурентоспроможності компаній (рис. 1) вимагають більшого спрямування ресурсів на науково-дослідні та дослідно-конструкторські роботи (НДДКР), оскільки здатність підприємств створювати інноваційні види продукції і послуги є необхідною умовою для підвищення продуктивності. Разом із тим передумовами для цього є сприятливі інституційна система і ділове середовище, а також ефективні ринки, які

будуть забезпечувати віддачу від інноваційних упродовжень. Також Україна має низькі позиції за рівнем розвитку фінансового ринку. Якщо потрібна фінансова інфраструктура в країні не буде побудована, лібералізація з наступним надходженням капіталу може послабити передусім стан фінансової системи. Однак країни, які не інтегровані у світовий економічний та фінансовий простір, також не можуть ефективно розвиватися. І ми не знайдемо в новітній історії жодної країни, яка без зарубіжних фінансових ресурсів та технологій досягла б економічного процвітання. Таким чином, реформи повинні бути спрямовані передусім на забезпечення макроекономічної стабільності, розбудову фінансового ринку та підвищення якості інститутів. Окрім того, нагальним є зміцнення прав власності та механізмів виконання договорів. Непрацюючі механізми захисту як корпоративної, так і приватної власності не створюють умов і для зарубіжних, і для внутрішніх інвесторів.

Незважаючи на переваги фінансової лібералізації, як то стимулювання торгівлі, ефективний розподіл заощаджень, підвищення продуктивності праці, впровадження інновацій, нові стандарти управління, розвиток фінансових ринків, диверсифікація активів, мінімізація ризиків та отримання прибутку, низка науковців, зокрема В. Редді, відзначає складність емпірично довести, що лібералізація фінансового рахунку сама по собі приносить реальні вигоди [4, с. 20]. Е. Прасад, К. Рогофф, М. Кьосе також указують на складність встановлення стійкого причинно-наслідкового зв'язку між ступенем фінансової



Рис. 1. Індекс глобальної конкурентоспроможності України (бали 1–7) [3]

інтеграції та показниками економічного зростання [5, с. 31]. Дійсно, неконтрольовані потоки капіталу несуть серйозну небезпеку виникнення валютно-фінансових криз. Іноземні інвестиції дадуть позитивний ефект у «підготовленій» економіці, в іншому разі вони ще більше загострюють наявні проблеми. Дж. Стігліц порівнював фінансову лібералізацію з двигуном гоночного автомобіля, поставленого у стару машину без перевірки шин або навчання водія [6, с. 1075].

В Україні не було створено сприятливих умов як для мобілізації внутрішніх заощаджень та протидії втечі національного капіталу, так і для притоку іноземного капіталу в реальний сектор економіки. За рейтингом *Індексу економічної свободи* Україну віднесено до групи країн із репресивною економікою. У 2017 р. вона отримала 48,1 бали зі 100 можливих. Найгірша ситуація із судовою ефективністю – 22,6 бали та зі свободою інвестицій – 25 балів [7]. Із ратифікацією *Угоди про асоціацію між Україною та ЄС* (далі – *Угода*) з'явилися реальні передумови для залучення іноземного капіталу в економіку України і, що найважливіше, реформування економіки країни, оскільки *Угода* фіксує зовнішні зобов'язання щодо життєво необхідних реформ та є мотиватором в умовах постійного дефіциту внутрішньої політичної волі до здійснення політики в інтересах суспільного блага [8, с. 6].

Питання руху капіталу регламентують статті Глави 7 *Угоди* «Поточні платежі та рух капіталу». Зокрема, стаття 145 передбачає, що сторони повинні забезпечувати вільний рух капіталу, пов'язаного з надходженням прямих інвестицій (у тому числі придбання нерухомості, пов'язане з прямими інвестиціями) відповідно до законодавства приймаючої країни [9]. Крім того, сторони *Угоди* повинні забезпечити: вільний рух капіталу, пов'язаний із наданням кредитів, які стосуються торговельних операцій, або з наданням послуг, в яких бере участь резидент однієї зі сторін, а також вільний рух капіталу, пов'язаний із портфельними інвестиціями і фінансовими позиками та кредитами інвесторів іншої сторони. Саме цей пункт – вільний рух капіталу, – пов'язаний із портфельними інвестиціями, викликав найбільше занепокоєння серед вітчизняних науковців [10, с. 11–14]. І підстави для цього дійсно є, оскільки руйнівні фінансові кризи останніх двадцяти років (азійська та російська кризи 1997–1998 рр., бразильська криза 1999 р., кризи в Еквадорі в 2000 р., Туреччині в 2001 р., Аргентині в 2001 р. та Уругваї в 2002 р.) засвідчують зв'язки між фінансовою глобалізацією та кризами в країнах із ринками, що формуються. Для успішного процесу фінансової лібералізації країна повинна мати стабільну фінансову систему та здійснювати виважену макроекономічну політику.

Водночас, відповідно до *Угоди*, свобода руху капіталу не є абсолютною, існують певні винятки. Зокрема, стаття 146 «Спеціальні

заходи» передбачає, що за особливих обставин, якщо платежі та рух капіталу між сторонами спричиняють або загрожують спричинити серйозні труднощі з погляду реалізації операцій курсової або грошово-кредитної політики в Україні або одній чи декількох державах – членах Європейського Союзу, відповідні сторони можуть удатися до спеціальних заходів щодо руху капіталу на термін, що не перевищує шість місяців. Варто наголосити, що Стаття 147 «Сприяння виконанню та подальша лібералізація положень», визначає чіткі строки зняття обмежень на рух капіталу: протягом перших чотирьох років із дати набрання чинності *Угоди*, сторони вживають заходів для створення необхідних умов для подальшого поступового застосування правил сторони ЄС про вільний рух капіталу, а до кінця п'ятого року з дати набрання чинності цією *Угодою*, тобто до вересня 2022 р., Комітет із питань торгівлі розглядає вжиті заходи та визначає умови подальшої лібералізації.

Таким чином, лібералізація руху капіталу відбуватиметься не як подія, а як процес. Світова практика також засвідчує необхідність обережної поетапної лібералізації. Деякі країни здійснювали лібералізацію протягом досить тривалого періоду часу (як то більшість країн із розвинутими економіками). Розпочавши лібералізацію в 1974 р., деякі країни завершили її лише 1990-роках. Великобританія зняла валютні обмеження у жовтні 1979 р., а Франція – лише у липні 1990 р. Інші країни, провівши лібералізацію, знову повернулися до запровадження валютних обмежень, наприклад Туреччина, Бразилія. Індія, розпочавши лібералізацію у 1991 р., ще зберігає низку обмежень. Китай також зберігає чимало обмежень, пов'язаних із рухом капіталу.

Найбільш успішні приклади лібералізації руху капіталу демонструють країни Центрально-Східної Європи. Ці країни з погляду швидкості лібералізації рахунку капіталу можна розмежувати на дві групи. Країни Балтії та Чеська Республіка лібералізували свої фінансові рахунки відносно швидко, і більшість операцій здійснювалася без обмежень вже до 1995 р., тоді як Угорщина, Польща, Словацька Республіка та Словенія більш обережно відкривали свої фінансові рахунки, досягнувши повної лібералізації в 2001–2004 рр. Своєрідним рекордсменом щодо швидкості лібералізації стала Чеська Республіка. Прямі іноземні інвестиції були першим основним пунктом лібералізації на початку 1990-х років, і де-факто ліберальний підхід уже застосовувався також до іноземних кредитів банків та компаній у 1994–1995 рр. Як і в інших країнах, лібералізація надходжень була дещо швидшою, ніж усунення обмежень щодо відтоку капіталу. Проте існують ознаки того, що лібералізація фінансового рахунку в Чеській Республіці була передчасною і відіграла значну роль у валютній кризі

у травні 1997 р. [11, с. 9]. За два роки, що передували кризі, спостерігався значний приплив капіталу на фоні незрілих фінансових ринків та неповних структурних реформ.

Прибалтійські країни – Естонія, Латвія та Литва – також досить швидко лібералізували рух капіталу. В Естонії до кінця 1994 р. контроль майже над усіма транзакціями по фінансовому рахунку були скасовані. Латвія та Литва також усунули перешкоди для мобільності капіталу до 1994–1995 рр. Таким чином, наприкінці 1995 р. Чеська Республіка та країни Балтії відкрили свій фінансовий рахунок. Це спричинило певні проблеми в Чехії, кульмінацією яких стала валютна криза у травні 1997 р., але не завдало особливих труднощів для країн Балтії.

На відміну від цих країн Словенія була єдиною країною – кандидатом на вступ до ЄС, яка запровадила значний контроль над капіталом та провадила один із самих повільних темпів лібералізації руху капіталу, завершивши її в 2002 р. Польща також обрала поступовий перехід до лібералізації руху капіталу. Спочатку знімалися обмеження з довгострокових потоків та припливом і лише згодом – із короткострокових потоків та відпливу. Варто відзначити, що лібералізація була високо координована з макроекономічними розвитком країни, особливо з грошово-кредитною та валютною політикою. Таким чином, для успішної лібералізації руху капіталу в Україні необхідною умовою є: макроекономічна стабільність, висока якість інститутів, надійна банківська система, пруденційно-наглядова та нормативно-правова база.

На шляху реформування в Україні одним із перших кроків став вимушений, під тиском стрімкого зменшення міжнародних резервів, перехід до режиму плаваючого валютного курсу в лютому 2014 р. Такий крок деякою мірою дав змогу пом'якшити торговий дисбаланс, однак не вирішив проблеми хронічного дефіциту поточного рахунку і призвів до вкрай болючих соціально-економічних наслідків. Подальші дії вже мали плановий характер: було розроблено «Комплексну програму розвитку фінансового сектору України до 2020 року», головною метою якої стало створення фінансової системи, що здатна забезпечувати сталий економічний розвиток за рахунок ефективного перерозподілу фінансових ресурсів в економіці на основі розбудови повноцінного ринкового конкурентоспроможного середовища згідно зі стандартами ЄС [12]. У програмі визначено пункт – створити умови для вільного руху капіталу, – відповідно до якого до 30 вересня 2018 р. передбачено: розробити та затвердити концепцію валютної лібералізації, що передбачатиме поетапне скасування тимчасових та постійних валютних обмежень (із прив'язкою до макроекономічних передумов), та дорожню карту її імплементації; розробити та запровадити нове валютне законодавство, яке відпові-

датиме положенням законодавства ЄС та міжнародним зобов'язанням України; внести зміни до нормативно-правових актів Національного банку та інших державних органів щодо спрощення/дебюрократизації процесів, пов'язаних зі здійсненням валютних операцій.

Для наближення нормативно-правової бази до взятих Україною зобов'язань Національний банк України розпочав публічне обговорення законодавчих змін, необхідних для переходу до нової, більш ліберальної моделі валютного регулювання. 01 грудня 2016 р. Національний банк презентував концепцію нової моделі валютного регулювання, а також дорожню карту щодо її запровадження. Концепція передбачає свободу проведення валютних операцій за принципом «дозволено все, що прямо не заборонено». Це означає, що будь-які валютні операції між резидентами і між резидентами та нерезидентами в іноземній та національній валютах зможуть здійснюватися без обмежень [13]. 10 серпня 2017 р. було представлено на обговорення проект закону «Про валюту». Він установлює загальні правові засади у сфері проведення валютних операцій, здійснення валютного регулювання та валютного нагляду замість валютного контролю.

Як свідчить досвід східноєвропейських країн, прийняття нового закону про валюту стало своєрідною відправною точкою на шляху лібералізації. Зокрема, у Чеській Республіці більшість операцій із капіталом були де-юре лібералізовані з прийняттям нового закону про іноземну валюту у вересні 1995 р., включаючи короткостроковий портфельні інвестиції та кредити. Новий закон про іноземну валюту у Польщі був прийнятий у грудні 1994 р. Хоча він усе ще містив певні обмеження, однак були лібералізовані комерційні кредити, відтік прямих іноземних інвестицій та довгострокові потоки прямих іноземних інвестицій і довгострокові портфельні інвестиції на ринки ОЕСР.

Окрім лібералізації валютного законодавства, важливим питанням на шляху лібералізації руху капіталу є узгодженість між іноземними інвестиціями та податковою політикою. Статтею 349 Угоди передбачено, що сторони співробітничать для поліпшення належного управління у сфері оподаткування з метою подальшого покращення економічних відносин, торгівлі, інвестицій та добросовісної конкуренції. Положеннями про дотримання вимог належного управління в сфері оподаткування, відповідно до статті 350 Угоди, передбачено впровадження стандартів протидії БЕПС (Base Erosion and Profit Shifting, (BEPS). З 1 січня 2017 р. Україна приєдналася до плану ОЕСР щодо протидії зменшенню податкової бази переміщенням прибутків за кордон і, відповідно до Указу Президента України, створено робочу групу для підготовки законопроектів із питань протидії зменшенню податкової бази і переміщенню прибутків за кордон [14].

Одним із найбільш гострих питань, які необхідно вирішити Україні на шляху лібералізації, є зняття мораторію на продаж землі, оскільки вільний рух капіталу несумісний з обмеженнями на придбання земельних ділянок іноземними юридичними або фізичними особами. Допускаються лише обмеження, які поширюються також на громадян тієї країни, яка їх застосовує, та зареєстровані у цій країні компанії, а не лише на ті, що походять з інших країн ЄС. У країнах, що стали членами ЄС пізніше, переважно вводилися тимчасові обмеження на володіння сільськогосподарськими землями для іноземців для запобігання спекуляції сільськогосподарськими землями. Проте можливість установлення таких обмежень може бути лише тимчасовою поступкою відповідним країнам і, як правило, пов'язана з тривалими та непростими переговорами між сторонами.

Висновки. Лібералізація руху капіталу – це складна і клопітка робота, щоб приплив іноземного капіталу призвів до зростання і не мав руйнівних наслідків. Проблеми з вільним переміщення капіталу можуть виникати тоді, коли іноземні інвестиції не пов'язані з продуктивними інвестиціями або має місце різкий шоковий вплив надходження капіталу на ключові макроекономічні показники країни. У такій ситуації вимоги по боргах можуть швидко перевищити можливості країни у наявних ресурсах, необхідних для обслуговування боргу.

Як свідчить практика, притік довгострокового капіталу, відображає структурні фактори, як то масштабні економічні реформи, лібералізацію зовнішніх економічних відносин, а притік короткострокового капіталу переважно спричинений різницею внутрішніх процентних ставок. Передусім продуктивним іноземним інвестиціям будуть сприяти заходи макроекономічної політики шляхом забезпечення макроекономічної стабільності та поліпшення поточних та довгострокових перспектив економічного зростання. Поки що ми маємо лише різницю у процентних ставках порівняно з ЄС, і лібералізація руху капіталу та утримання високих процентних ставок для підтримки стабільності потоків можуть підживити внутрішні інвестиції. Лише синергія використання внутрішніх та іноземних фінансових ресурсів дасть у результаті позитивний економічний ефект. Отже, паралельно з лібералізацією руху капіталу необхідно створювати умови для мобілізації й ефективного використання внутрішніх заощаджень.

Зважаючи на слабкі фундаментальні характеристики внутрішньої економіки України, занепокоєність щодо наслідків фінансової лібералізації продовжує залишатися, оскільки внутрішня макроекономічна політика й особливо стабільність фінансової системи, мають ключове значення на шляху лібералізації руху капіталу. Однак закритість фінансових ринків може позбавити країну перспектив розвитку. Лише здійснення широкомасштабних реформ

та антикризові заходи забезпечать довіру як зовнішніх, так і внутрішніх інвесторів та створять основи для довготривалого відновлення економіки країни.

БІБЛІОГРАФІЧНИЙ СПИСОК:

1. Guidance Note for the Liberalization and Management of Capital Flows. Approved By Siddharth Tiwari. IMF. – 2013. – April 25. – 32 p. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/042513.pdf>.
2. Paolo Mauro, Jonathan D. Ostry. IMF Survey: Putting Financial Globalization to Work. / P. Mauro, J. D. Ostry. // IMF Research Department. – 2007. – August 16 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.imf.org/en/news/articles/2015/09/28/04/53/sores0816a>.
3. The Global Competitiveness Report 2016–2017 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www3.weforum.org/docs/GCR2016-2017/05FullReport/TheGlobalCompetitivenessReport2016-2017_FINAL.pdf.
4. Редди Й.В. Превращение тигра. //Й.В. Редди // Финансы и развитие. – 2007. . – Т. 44. – № 1. – С. 20–23.
5. Eswar Prasad, Kenneth Rogoff, Shang-Jin Wei and M. Ayhan Kose. Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence. March 17, 2003.
6. Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability. Joseph E. Stiglitz. The World Bank, Washington, DC, USA. – 2000. – Vol. 28. – № 6. – P. 1075–1086 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <https://pdfs.semanticscholar.org/3ac3/f40b4ba57006980b8e4e2892666244ea667f.pdf>.
7. Index of Economic Freedom 2017 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.heritage.org/index/explore>.
8. Угода про асоціацію Україна-ЄС: дороговказ реформ / Фонд Конрада Аденауера в Україні. – Київ, 2012 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.kas.de/wf/doc/kas_32048-1522-13-30.pdf?12091213495.
9. Угода про асоціацію між Україною, з однієї сторони, та Європейським Союзом, Європейським співтовариством з атомної енергії і їхніми державами-членами, з іншої сторони № 1678-VII від 16.09.2014 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/984_011/page.
10. Геєць В.М., Богдан Т.П. Лібералізація руху капіталів у взаємовідносинах України з ЄС / В.М. Геєць, Т.П. Богдан // Економічний і соціальний розвиток. – 2013. – № 4(29). – С. 5–14.
11. Zsófia Árvai. Capital Account Liberalization, Capital Flow Patterns, and Policy Responses in the EU's New Member States. / Z. Árvai. // IMF Working Paper. WP/05/213. – 2005. – 42 p. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2005/wp05213.pdf>.
12. Комплексна програма розвитку фінансового сектору України до 2020 року : Постанова Правління Національного банку України від 18 червня 2015 р. № 391 (у редакції від 16 січня 2017 р. № 28) [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=43352266>.
13. НБУ розпочинає публічне обговорення пропозицій щодо законодавчих змін, необхідних для запровадження ліберальної моделі валютного регулювання [Електронний ресурс]. – Режим доступу : https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=53303972&cat_id=55838.
14. Указ Президента України «Про заходи щодо протидії зменшенню податкової бази і переміщенню прибутків за кордон» від 28 квітня 2016 р. № 180/2016 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/180/2016>.