

<https://doi.org/10.15407/socium2019.02.097>
УДК 339.72:330.35

Бублик Є.О., канд. екон. наук, старший науковий співробітник відділу грошово-кредитних відносин ДУ “Інститут економіки та прогнозування НАН України”, вул. Панаса Мирного, 26, Київ, 01011, Україна, email: bubl13@gmail.com, ORCID iD: <https://orcid.org/0000-0002-6080-9341>

ВПЛИВ ПОТОКІВ КАПІТАЛУ НА ЕКОНОМІЧНУ СТАБІЛЬНІСТЬ І РОЗВИТОК МАЛИХ ВІДКРИТИХ ЕКОНОМІК¹

Узагальнено підходи до обґрунтування впливу міжнародних потоків капіталу на економічну стабільність і розвиток малих відкритих економік в умовах суперечливих трендів економічної відкритості та неопротекціонізму. Визначено, що рух міжнародних потоків капіталу здійснює обмежений вплив на стимулювання економічного зростання, покращення структурно-функціональних характеристик фінансового сектора, розвиток його інститутів. І в той же час волатильні потоки короткострокового капіталу значною мірою формують чинники системного ризику фінансової нестабільності малої відкритої економіки. На підставі аналізу емпіричних даних узагальнено визначальні фактори руху міжнародних потоків капіталу в малих відкритих економіках. Зокрема, такі фактори, як ознаки прискореного економічного зростання, поява високодохідних інструментів на ринках фінансових активів, нерухомості, сировинних товарів, а також відносно надійних боргових інструментів визначають прискорення припливу капіталу в межах проциклічної компоненти його руху. Водночас перманентний відплив, зумовлений слабким розвитком інституціонального середовища трансформаційних економік, а також негативні ділові очікування визначають параметри структурного відпливу та проциклічної втечі капіталу, провокують реалізацію системного ризику фінансової нестабільності малої відкритої економіки. Відповідно до отриманих результатів, обґрунтовано, що вирішення наявного протиріччя між негативним впливом нерегульованих потоків капіталу на фінансову стабільність малої відкритої економіки і об'єктивною необхідністю її руху в бік фінансової відкритості в умовах глобалізаційного тренду потребує формування умов для поетапного проведення безпечної фінансової лібералізації в межах визначених державою програм економічного розвитку. Для реалізації безпечного та раціонального руху до фінансової відкритості доцільно використовувати політику контролю за рухом МПК, забезпечуючи її реалізацію використанням обмежень і розвитком ринкових інститутів.

Ключові слова: міжнародні потоки капіталу, економічне зростання, фінансовий сектор, прямі іноземні інвестиції, фінансова відкритість.

Bublyk Ye.O., PhD. in Economics, Senior Researcher, Department of Monetary Relations, Institute for Economics and Forecasting, National Academy of Sciences of Ukraine, 26, Panasa Myrnoho Str., Kyiv, 01011, Ukraine, email: bubl13@gmail.com, ORCID iD: <https://orcid.org/0000-0002-6080-9341>

INFLUENCE OF CAPITAL FLOWS ON ECONOMIC STABILITY AND DEVELOPMENT OF SMALL OPEN ECONOMIES

The article generalizes approaches to rationalize the role of international capital flows in the economic development and economic stability of small open economies during their transformation

¹ Показано результати дослідження, виконаного в рамках наукового проекту “Стабільність і нестабільність як характерні риси сучасної соціально-економічної динаміки” (державний реєстраційний номер 0119U001726).

© Бублик Є.О., 2019

under the influence of contradictory globalization trends of liberalization and neo-protectionism in modern economic relations. It is determined that the movement of international capital flows has a limited impact on stimulating economic development, improving the structural and functional characteristics of the financial sector, and developing its institutions. At the same time inflows of volatile short-term capital largely form main factors of systemic risk of financial instability in small open economies. Based on the empirical data analysis, article determined factors of the international capital flows movement in small open economies. In particular, factors such as accelerated economic growth, appearance of high income instruments on financial, real estate, commodity markets, as well as relatively reliable debt instruments, determine the acceleration of capital inflows within the pro-cyclical component of its movement. On the other hand, there is a permanent outflow due to the underdevelopment of the institutional environment of transition economies, as well as negative expectations, which determine the parameters of outflow within the structural and pro-cyclical capital movements, provoking the realization of systemic risk of financial instability in small open economies. Due to obtained results, it is substantiated that the solution of the existing contradiction between the negative influence of the non-regulated capital flow on the financial stability of the small open economy and the objective necessity, according to the existing globalization of market relations, for small open economy move to financial openness, it requires forming special conditions for safe financial liberalization process defined by state economic development programs. In order to implement a safe and rational switch to financial openness, it is advisable to use a policy of international capital flow control and management, supporting it by measures of institutional development and, if necessary, by limitations on international capital flows.

Keywords: *international capital flows, economic growth, financial sector, foreign direct investments, financial openness.*

Розвиток малих відкритих економік на сучасному етапі визначають доволі суперечливі тренди: з одного боку, це збереження інтеграційної тенденції, а з іншого, – поширення практики запровадження протекційних заходів у сфері зовнішньої торгівлі та обмежень на рух міжнародних потоків капіталу (МПК). Пошук балансу як результату боротьби між цими протилежностями є науковою проблемою сьогодення. Її вирішення відкриває перспективи прискорення економічного розвитку та вихід зі стану посткризової стагнації, що характеризує цей історичний етап.

Для малих відкритих економік завдання пошуку балансу між потребою інтеграції в світовий економічний простір і можливостями впливати на структурні параметри власного зростання визначає специфічну варіацію згаданої проблеми. Маючи відносно більшу потребу у залученні зовнішнього фінансування та підтримці власного експорту порівняно з розвиненими країнами, вони потерпають від неконтрольованого припливу значних обсягів короткострокового капіталу, який формує чинники системного ризику фінансової нестабільності.

Негативний характер впливу неконтрольованих потоків капіталу на фінансову стабільність України, підтверджений перебігом фінансових криз 2008 та 2014 років, і переважно обмежений їх вплив на економічне зростання поновили актуальність наукових досліджень факторів МПК, їх взаємозв'язку з економічним зростанням і пошуку напрямів модернізації відповідних політик.

Дослідженню характеру руху міжнародних потоків капіталу в умовах глобалізаційних процесів присвячено багато наукових робіт. Тривалий час їх напрям визначали представники неокласичної школи. Зокрема, в працях Б. Оліна [1, р. 6–7], Р. Нурксе

[2], Ф. Махлупа [3], Р. Лукаса [4], К. Райнгард [5], Р. Коепке [6] та інших описано фактори, що визначають напрям руху капіталу, обґрунтовано роль процентних ставок, мита, нормативних обмежень, трансакційних витрат як чинників і одночасно індикаторів напрямів руху капіталу. Приділено увагу дестабілізуючому впливу волатильних МПК та детермінації зв'язків між економічним розвитком і припливом капіталу.

Незважаючи на велику кількість наукових досліджень на тему міжнародного руху капіталу і значення фінансової відкритості, найбільшої популярності набули переважно роботи неокласичної школи, які на довгий час затвердили парадигму корисності фінансової відкритості для малих економік з метою стимулювання наздоганяючого розвитку.

У 1990-ті роки, після оприлюднення більш широкого масиву емпіричних даних стосовно наслідків руху МПК та низки фінансових криз, пов'язаних з ними, з'явилися дослідження, що поставили під сумнів самі основи теорії фінансової лібералізації. У 1990 р. Р. Лукас довів, що характер перетікання капіталу слабко залежить від різниці у його дохідності [4, р. 92–96]. Порівнявши прибутковість капіталу у США та Індії у 1988 р., він виявив, що в Індії капітал у 58 разів є прибутковішим. Відповідно до неокласичної теорії, це мало б викликати помітний перетік капіталу з США в Індію. Проте дослідження Р. Лукаса показало абсолютно протилежну тенденцію. Цей феномен отримав назву “парадокс Лукаса”.

Подальші дослідження підтвердили, що навіть за високих процентних ставок капітал не локалізується на ринках певних країн і воліє перетікати між країнами з розвненими ринками, незважаючи на низьку прибутковість (рис. 1).

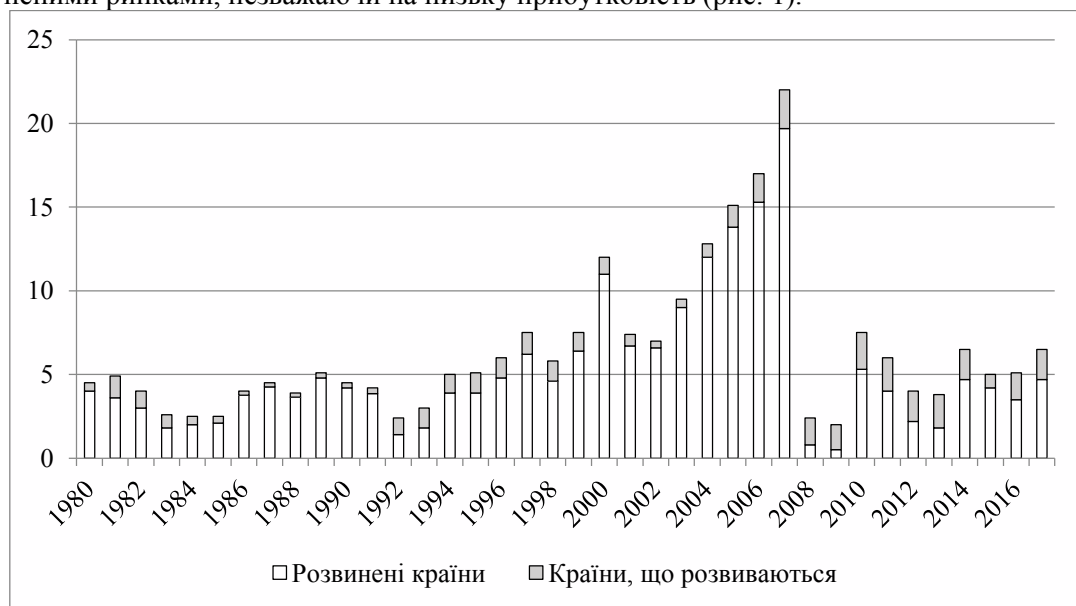


Рис. 1. Динаміка припливів капіталу в країни з розвиненими економіками та економіками, що розвиваються, % світового ВВП

Джерело: The World Bank. URL: <https://databank.worldbank.org/>

Напередодні глобальної кризи на Заході активну дискусію викликало дослідження експертів-науковців МВФ та ФРС. [7]. У ньому доводилося, що темпи економічного зростання не корелюють з припливом капіталу для економік, що розвиваються, проте помітним чином корелюють з балансом внутрішніх заощаджень. Після початку глобальної світової кризи 2007 р. стало зрозуміло, що фінансова відкритість і нерегульовані потоки капіталу не тільки обмежено впливають на розвиток економіки, але й можуть становити реальну загрозу економічній стабільності країни.

Незважаючи на велику кількість проведених наукових досліджень, нині проблематика фінансової відкритості, руху МПК та їх взаємозв'язку з фінансовою стабільністю та економічним зростанням розроблена недостатньо і потребує більш глибокого теоретичного обґрунтування з урахуванням відмінностей у характері економічного розвитку різних груп країн, типів економік і регіонів.

З урахуванням виявлених ризиків і негативних наслідків, у більшості актуальних досліджень все ще переважає твердження, що вільний приплив капіталу стимулює розвиток фінансового сектора та його інфраструктури, знижує вартість капіталу та нівелює інформаційну асиметрію [8]. Представники теорії позитивного впливу потоків капіталу визнавали, що прояв ефекту слід очікувати не раніше ніж через десятиріччя. Водночас низка вагомих ризиків може проявитись і в короткостроковому періоді [9]. До ризиків, що супроводжують фінансову лібералізацію, належать:

- 1) раптовий приплив спекулятивного капіталу;
- 2) приплив значних обсягів капіталу та його вплив на структуру фінансового сектора й монетарні показники;
- 3) втрата монетарної незалежності;
- 4) небажане зміцнення національної валюти.

Дані ризики в роботах неокласиків отримали назву “чотирьох страхів” монетарного регулятора [5]. Закономірність реалізації більшої частки згаданих ризиків було представлено у залежність від характеру потоків капіталу. Так, понад 80% випадків раптового припливу великих обсягів капіталу та 70% його відпливу пов'язані з динамікою державного боргу, а не прямих інвестицій [10].

Накопичення ризиків ревальвації, інфляції, спекуляції, зміни структури фінансового сектора відбувається у випадку припливу в країну капіталу, що не потрапляє до реального сектора, а лишається в межах фінансового сектора. Інакше кажучи, потрібно зважати на характер капіталу, що надходить у країну. Так, прямі іноземні інвестиції (ПІІ) – більш продуктивні та менш ризиковані, тоді як портфельні (ПІ), навпаки.

У межах неокласичної парадигми фактори перетоку капіталу класифікувалися за двома групами: так звані push (такі, що відштовхують) та pull (такі, що притягують). До першої групи належать: низькі процентні ставки, високе боргове навантаження у приватній і публічній сферах, системні ризики (циклічні фактори) та прагнення до диверсифікації портфелів, низькі очікування прибутковості бізнесу (структурні фактори). До групи таких, що притягують капітал, належать і фактори циклічного характеру (високі ціни на сировинні товари, високі процентні ставки, низька інфляція) і структурного характеру (менша заборгованість, високі очікування потенційного зростання, торговельна відкритість) [6, р. 4].

Проте таке узагальнення не розкриває зміст реальних процесів. У розвинених країнах і країнах, що розвиваються, мотиви та фактори руху до фінансової відкритості помітно відрізняються. Головним мотивом фінансової відкритості розвинених країн є активна позиція внутрішніх виробників та інвесторів. Маючи бажання розмістити капітал з більшою нормою дохідності або вийти на новий ринок збуту, вони формують запит на зняття обмежень на вихід за межі внутрішнього ринку. Виведений за кордон капітал і продана там продукція зумовлюють зворотний приплив капіталу в країну у вигляді отриманого прибутку та репатріації інвестицій. Це стимулює зняття обмежень на приплив капіталу.

Водночас обставини, що зумовлюють рух у напрямі фінансової відкритості країн з економіками, що розвиваються, особливо перехідного типу, є дещо відмінними. Визначальним для таких країн є брак фінансових ресурсів для забезпечення бюджетного та зовнішньоторговельного дефіциту. Іншим мотивом, що зумовлює рух економік, що розвиваються в напрямі фінансової відкритості є запит на захист капіталів, ускладнений в умовах недорозвиненого інституційного середовища. Низький рівень розвитку ринкових інститутів підвищує фінансові ризики і знижує перспективи інвестування на внутрішньому ринку. Цей мотив зумовлює негативний тренд “втечі капіталу”.

Також вагомим фактором, що визначає напрям МПК, який тривалий час не брався до уваги, але дедалі більше знаходить підтвердження, є власне прискорення економічного зростання – чинника припливу іноземного капіталу в країну, що розвивається.

Обґрунтуванням цієї тези може слугувати праця Дж. Робінсон про другорядну роль фінансової системи, як похідної від реального сектора економіки. Адже саме економічне зростання створює попит на фінансові послуги. Отже, фінансова система не впливає на економічне зростання, а лише реагує на потреби реального сектора [11]. Сьогодні існує низка досліджень, які підтверджують висновок про те, що позитивного ефекту від припливу капіталу досягають економіки, які перебувають на стадії активного піднесення (зокрема, ті сектори таких економік, в яких вони можуть конкурувати з виробниками на міжнародних ринках) [12, с. 133].

Саме так можна трактувати результати дослідження Р. Кардареллі, С. Елекдага та М. Коце щодо факторів припливу капіталу. Результати їхнього дослідження 109 випадків раптового припливу іноземного капіталу протягом 1987–2007 рр. в економіки 52 країн з ринками, що розвиваються, свідчать про те, що спонукальним фактором такого припливу слугувало прискорення зростання ВВП в цих країнах [13].

Підтвердження цієї тези можна знайти і в Україні. Згідно з нещодавніми дослідженнями Німецької консультативної групи, підприємства з ПП, в яких іноземний інвестор володіє не менше ніж 10% статутного капіталу, становлять лише 4,6% усіх українських компаній. Проте до переліку цих компаній належать найбільші та найприбутковіші. Зокрема, саме в них працює понад 20% працездатного населення України. На них припадає 24% загального обсягу капіталу України та майже 35% загальної валової доданої вартості. Отже, всі іноземні інвестиції концентруються у вже розвинених підприємствах прибуткових галузей, а не фінансують розвиток нових. Підприємства з ПП не просто значно більші, ніж підприємства з винятково вітчизняними інвес-

тиціями, але й значно продуктивніші [14]. Більшість іноземних інвестицій у цих підприємствах, скоріше, представлені реінвестованим українським капіталом.

Останнім часом спостерігається дедалі більша консолідація поглядів на зв'язок МПК з фінансовою стабільністю та нестабільністю². З огляду на приклади негативного впливу МПК на формування фінансової нестабільності в умовах мінливості економічних циклів, особливо після фінансово-економічної кризи 2008 р., в науковій літературі стався помітний зсув у напрямі досліджень проциклічності МПК. Після ряду робіт була удосконалена класифікація факторів потоків капіталу, яка окремо виокремлювала групи циклічних і структурних драйверів [6, с. 22]. До таких факторів належать: рівень процентних ставок, темпи економічного зростання, глобальне сприйняття ризику.

Нині формальна сторона проциклічності МПК не викликає заперечень: позитивну кореляцію потоків капіталу та динаміки ВВП протягом останніх двадцяти років підтверджено як на прикладі країн з ринками, що розвиваються (в більшому ступені), так і розвинених країн. Під впливом наявних доказів негативного впливу МПК на формування фінансової нестабільності навіть МВФ офіційно скорегував свій інституційний погляд щодо згаданого питання, пояснюючи це тим, що “раптове збільшення припливу капіталу може здійснювати дестабілізуючий вплив, насамперед, внаслідок сприяння виникненню кредитних бумів і фінансової нестабільності” [16].

Для країн, що розвиваються, важливе значення має ідентифікація випадків раптового припливу великих обсягів капіталу, що позначаються на економічній динаміці. Такі раптові припливи значних обсягів капіталу, за яких сальдо рахунку поточних операцій перевищувало 20% обсягу ВВП, отримали умовну назву “бонанза”. У працях К. Райнгард та В. Райнгарда на прикладі аналізу платіжних балансів 181 країни протягом 1960–2007 рр. було виявлено, що зміна таких факторів, як ціни на біржові активи, сировинні товари, а також процентних ставок і темпів економічного зростання у розвинених країнах здійснюють системний вплив на цикли руху МПК в напрямі країн, що розвиваються. Зниження світових процентних ставок провокує випадки “бонанз” як через канали портфельних інвестицій, так і через ціни сировинних товарів [17]. При цьому у більшості випадків “бонанзи” трапляються з країнами, що проводять фінансову лібералізацію. Перебіг таких “бонанз” мав виключно спекулятивний характер і тривав не більше ніж 2–4 роки. Після цього траплявся раптовий відплив капіталу (рис. 2).

Наочний прояв проциклічності МПК в Україні спостерігався у період кредитної експансії 2004–2007 рр. До цього періоду було завершено основний етап приватизації, і накопичення початкового вітчизняного капіталу посилило тенденцію до його вивозу. Негативним сальдо характеризувався в цей період і баланс портфельних інвестицій. Після прискорення економічного зростання на початку 2000-х років відбулася помітна зміна тренду: ПІІ в Україну почали зростати значними темпами (рис. 3).

² У рамках цієї статті фінансову нестабільність пропонується розглядати як наявність у межах фінансового сектора специфічної умови, яка є достатньою для того, щоб випадки шоків на фінансових ринках або в реальному секторі перетворити на масштабну економічну кризу [15].

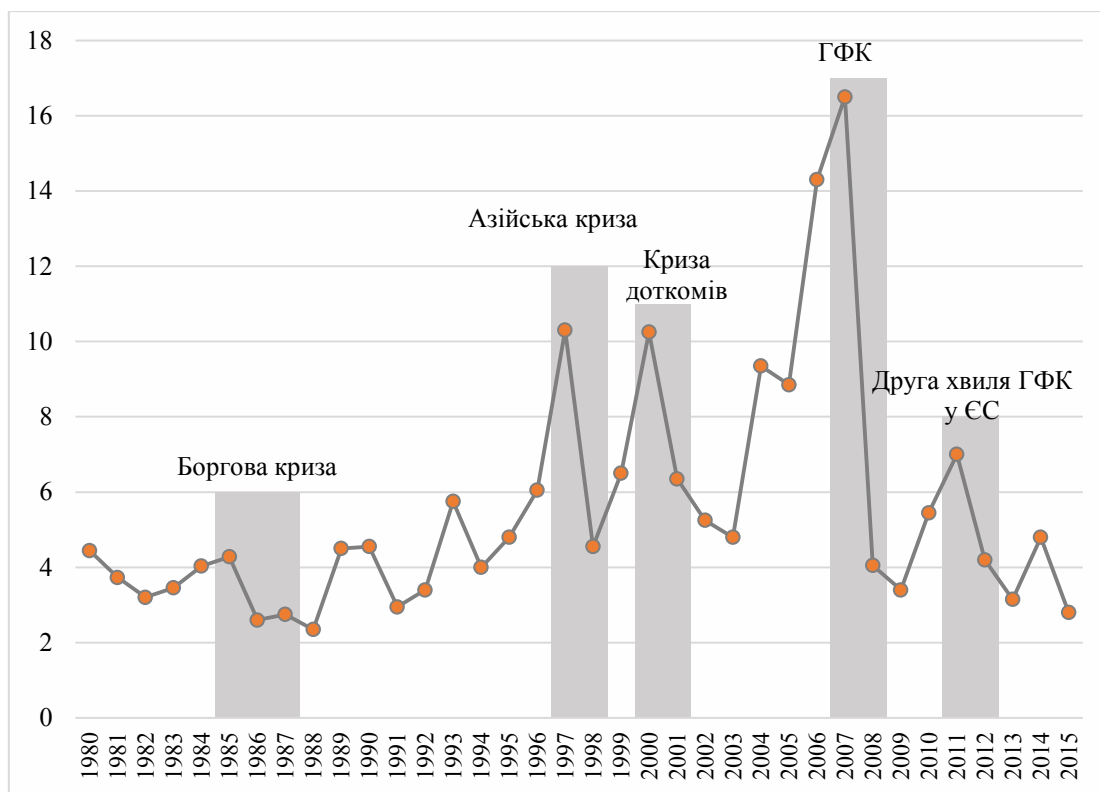


Рис. 2. Візуалізація зв'язку випадків раптового відпливу капіталу з фінансовими кризами, % глобального ВВП

Джерело: The World Bank. URL: <https://databank.worldbank.org/>

Реципієнтами стали добувна промисловість, енергетика та машинобудування. Водночас з 2003–2004 рр. швидкі темпи розвитку банківського ринку, зростаючий попит на кредити зумовили локалізацію помітної частини іноземних інвестицій у фінансовому секторі України. Темпи приросту ПІІ та ПІ в Україні у 2003–2007 рр. у 2–4 рази випереджали темпи зростання ВВП. Відставали від їх припливу і темпи розвитку основних галузей реального сектора. Така розбіжність, яку показано на рисунку, наочно підтверджує слабкий зв'язок ПІІ, що надходять у країну, та темпів економічного зростання.

Перехід вітчизняного банківського ринку до екзогенної моделі розвитку відбувся у 2005–2006 рр. На думку Т. Карчевої, в цей період розвиток вітчизняного кредитного ринку можна було охарактеризувати, як спекулятивне або “Понці-фінансування”, як позичальників, так і кредиторів, і посприяло цьому переважання іноземного фінансування, яке до того ж мало проциклічний характер [18, с. 28]. З цим доводиться погодитися, додавши, що проциклічність проявлялась як у межах національного, так і регіонального фінансового ринку.

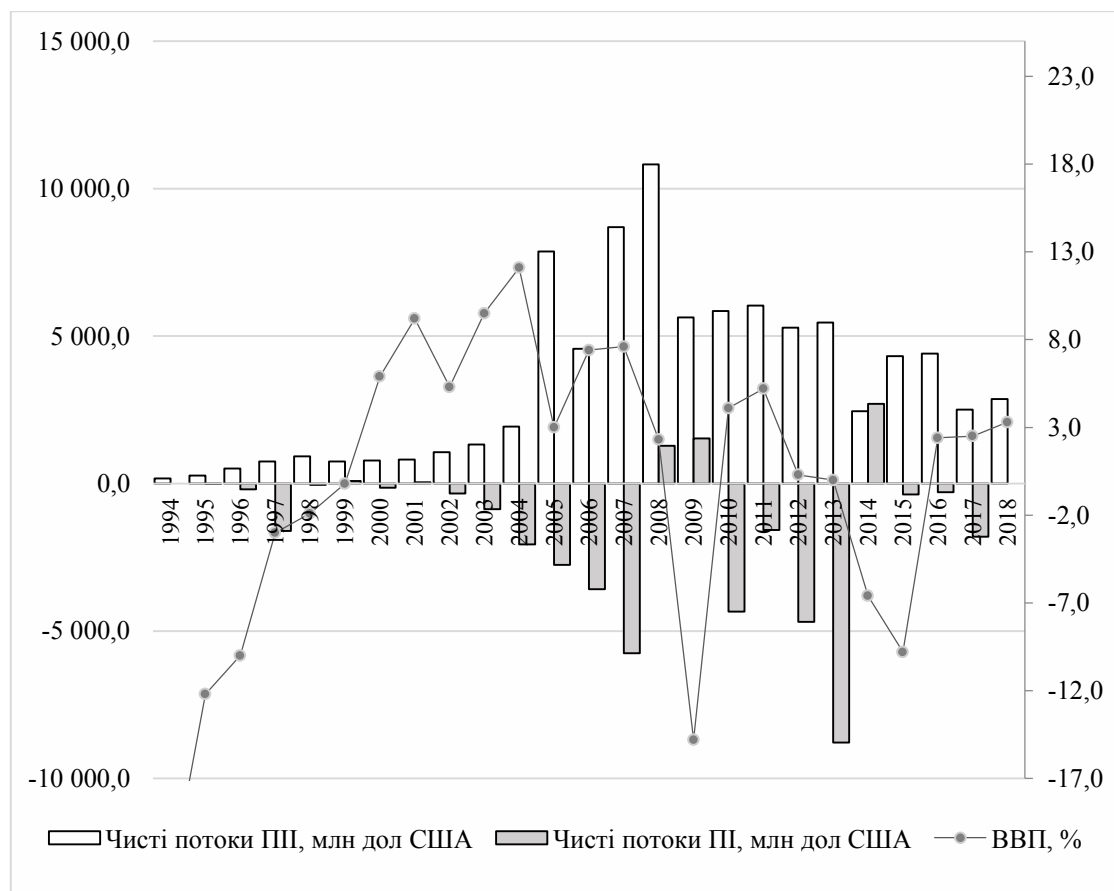


Рис. 3. Порівняння динаміки припливу інвестицій і темпів економічного зростання в Україні

Джерело: Державна служба статистики України. URL: <http://ukrstat.org/>

У цих умовах локалізація припливу іноземного капіталу тяжіла до кредитного ринку, який демонстрував високі прибутки від інвестицій у іпотечні кредити та споживче кредитування. Розподіл ПІІ на користь фінансового сектора України становив близько чверті загального обсягу [14]. Стимулювання платоспроможного попиту на нерухомість сприяло розвитку будівельної галузі, значна частка ПІІ була спрямована у спорудження житлової та комерційної нерухомості. Фінансування спрямовувалося переважно на кредитування фізичних осіб, проте зростало і кредитування бізнесу.

Хоча згадані ринки отримали потужну підтримку і з боку заощаджень приватного сектора, які також помітно зростали в умовах економічного піднесення, проте приплив іноземного капіталу відіграв провідну роль у фінансуванні кредитного буму та формуванні передумов для фінансової нестабільності. Слід зазначити, що подібний процес спостерігався і в інших транзитивних економіках з національними валютами: приплив

дешевого іноземного капіталу фінансував зростання кредитних портфельів національних банків, цінних бульбашок на ринках нерухомості у 2004–2007 рр.

Реалізація системного ризику фінансової нестабільності, зумовленого розривом валютної та строкової структури кредитного портфеля і ресурсної бази, браком інструментарію та недорозвиненим інституціональним середовищем (зокрема, відсутність інструментів хеджування фінансових ризиків і недосконала система захисту прав кредиторів та позичальників) була спровокована 50-процентною девальвацією національної валюти. Саму ж девальвацію спричинили скорочення надходжень валютної виручки експортерів і припинення зовнішнього фінансування, а також негативні прогнози економічного зростання та очевидний перегрів фінансових ринків.

На міжкризовому етапі рух МПК в Україні характеризувався двома протилежними тенденціями: стабільним надходженням прямих та відпливом портфельних інвестицій. Обсяги ПІІ були, хоч і меншими за докризові, проте помітними – на рівні 6–8 млрд дол. США щорічно. Їх надходження посприяло поживавленню фінансування підприємств, відновлення банківської діяльності, яке також переважало у сегменті кредитування юридичних осіб. Протилежною тенденцією був перманентний відплив значних обсягів портфельних інвестицій. Водночас приплив капіталу значною мірою фінансував дефіцит поточного рахунку платіжного балансу (рис. 4).

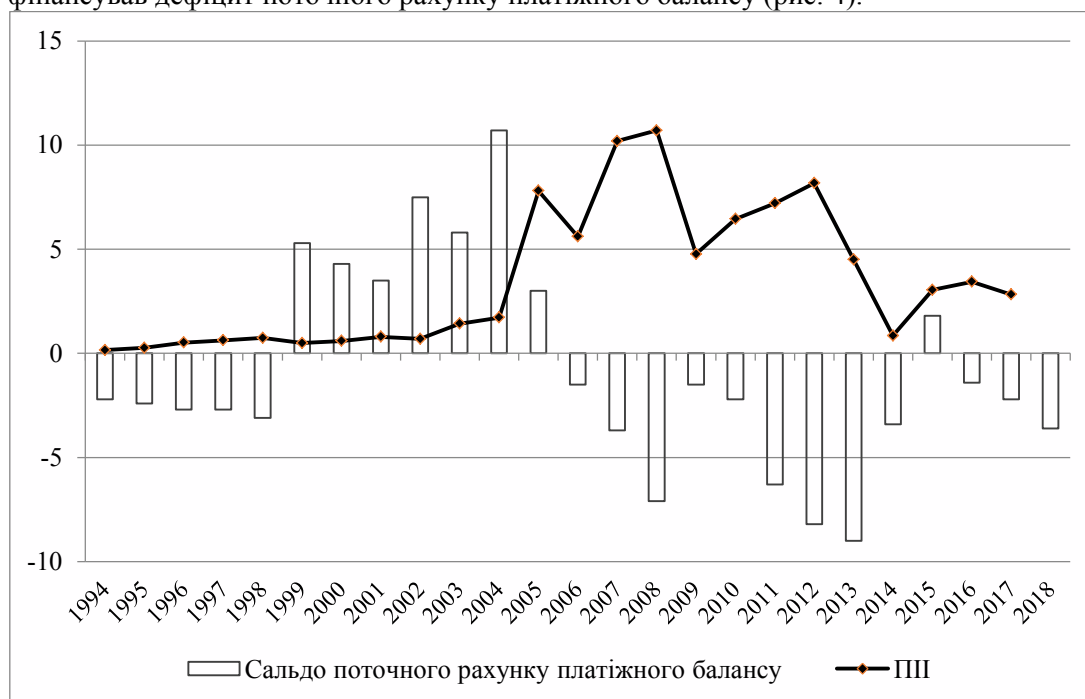


Рис. 4. Сальдо поточного рахунку платіжного балансу України та приплив ПІІ, % ВВП

Джерело: Грошово-кредитна та фінансова статистика. Національний банк України. URL: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=27843415&cat_id=44578#2

Характерною особливістю становлення фінансових систем трансформаційних економік є тенденція до відтоку капіталу. Відплив капіталу з трансформаційних економік відбувається у вигляді легальних інвестицій і нелегального трансферу за кордон у рамках специфічних схем кредитування та розрахунків з контрагентами. Головним мотивом нелегального трансферу є бажання узаконити капітал через низькоризикову юрисдикцію, бажано з пільговим оподаткуванням. Причина, яка зумовлює такий мотив, є подвійною: з одного боку, слабкий розвиток інституціонального середовища країни походження капіталу, в умовах якого зростає ризик його втрати або знецінення, а також обтяжлива фіскальна політика, з іншого боку, відіграє свою роль фактор накопичення капіталу незаконним шляхом, що унеможлиблює його легалізацію в країні походження без трансферу через іншу юрисдикцію.

З точки зору визначення реального економічного змісту процесу відпливу капіталу, особливий інтерес представляють праці Ф. Махлупа [3, р. 155–158], в яких він розкриває подвійний зміст процесу відпливу капіталу з країни. На його думку, з одного боку, це скорочує внутрішні інвестиції і, як наслідок, споживання, а з іншого, – відплив капіталу може стимулювати експорт товарів з країни і таким чином сприяти економічному зростанню. Відповідно до його дослідження, швидке зростання обсягів товарного експорту провокує зростання обсягів припливу капіталу. Так само залежність від імпорту зумовлює відплив капіталу. Важливою умовою останнього є інвестиційний характер відпливу капіталу – у разі, якщо за рахунок цих інвестицій створюються підприємства, які споживають продукцію з країни походження капіталу.

Експорт капіталу у вигляді прямих інвестицій національними виробниками є найбільш продуктивною формою відпливу капіталу за кордон. Він об'єктивно є необхідним для економічного зростання, оскільки означає розширення ринків збуту, розвиток підприємств, вихід на новий рівень конкуренції, опанування передових технологій, оптимізацію структури та витрат. Експортований виробниками капітал повертається у вигляді нових ланцюгів доданої вартості та попиту на внутрішні товари.

Наочним прикладом експорту капіталу, що виступає початковим етапом ринкової експансії, є зокрема діяльність китайської корпорації “Sinasure” (Корпорація експортного та кредитного страхування Китаю), яка у квітні 2019 р. видала НАК “Нафтогаз” гарантійну квоту на 1 млрд дол. США, щоб фінансово забезпечити придбання китайського обладнання для “Укргазвидобування” та інших цілей. Головна мета такої інвестиції – забезпечити кредитну підтримку китайських товаровиробників [19].

Таким чином, відплив капіталу може набувати продуктивної та шкідливої форми. Одну його частку (експорт) доцільно підтримувати, іншу (шкідливу) – намагатись обмежити. Для трансформаційних економік з ринками, що розвиваються, та недоформованим інституціональним середовищем відплив капіталу є важливою проблемою. Експорт капіталу в таких країнах є досить обмеженим, інші форми вивозу – перманентно великі за обсягом, а найбільш шкідливі форми (раптова втеча капіталу) можуть чинити руйнівний вплив, з огляду на їх відносні обсяги.

Існує ціла низка методів оцінки обсягів втечі капіталу з країни за даними платіжного балансу: сальдо приросту закордонних активів, зовнішні активи та заборгованість банків, дані про перекази за кордон. Більш простий підхід аналізу відпливу капіталу з

країни дозволяє проводити дослідження платіжних балансів за статтею “Помилки та упущення”. З певними допущеннями вона також відображає розрив між потенційною та реальною вартістю зовнішньоекономічної операції. Хоча за абсолютними даними обсяги неврахованих потоків капіталу, за “Помилками та упущеннями”, в Україні істотно менші, порівняно із звітом Global Financial Integrity, на нашу думку, вони у цілому правильно відображають динаміку (рис. 5).

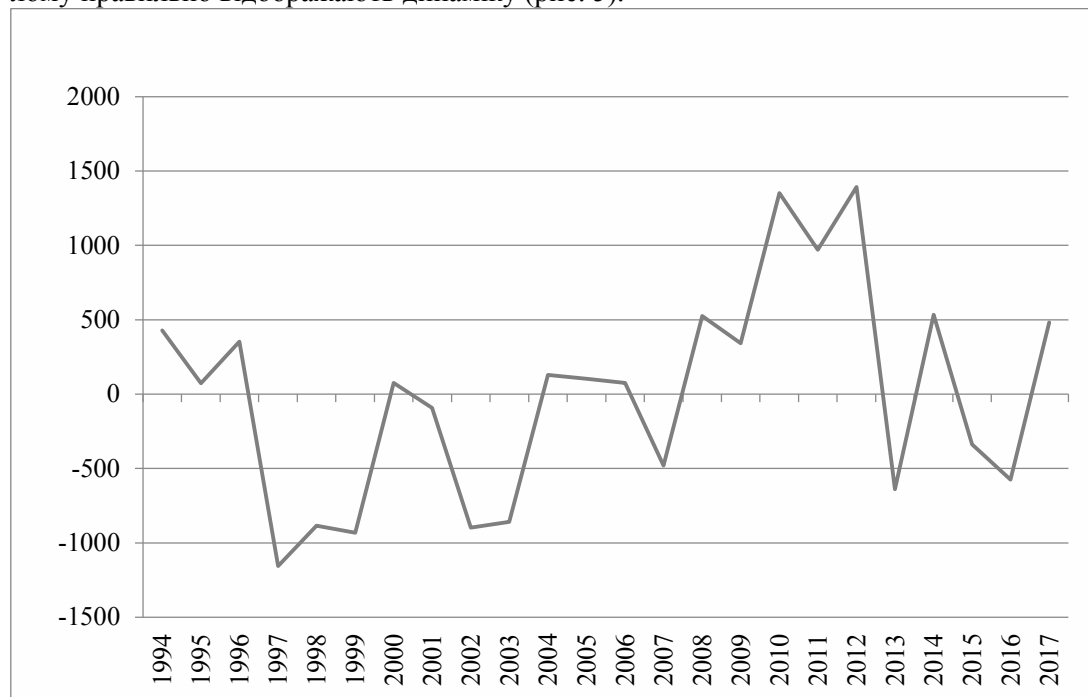


Рис. 5. Динаміка неврахованого відпливу (від'ємна шкала) та припливу (додатна шкала) капіталу в Україні у 1994–2017 рр., млн дол. США

Джерело: The World Bank. URL: <https://databank.worldbank.org/>

Незважаючи на те, що вивіз капіталу в інші юрисдикції для страхування від втрати та знецінення характерний і для розвинених країн, все-таки для країн, що розвиваються, обсяги вивезеного капіталу становлять вагомую частку внутрішнього ресурсу. Отже, втеча капіталу в економіках, що розвиваються, являє собою специфічний феномен, який втілює об'єктивний економічний процес, який суттєво зменшує потенціал економічного розвитку трансформаційних економік. Особливо з огляду на те, що відплив капіталу з країн, що розвиваються є перманентним явищем, яке посилюється в умовах заострення фінансової нестабільності.

Висновки. Аналіз останніх досліджень і доступних емпіричних даних свідчить, що приплив МПК в малі відкриті економіки на нерегульованих засадах не чинить помітного продуктивного впливу на їх розвиток. Іноземний капітал, навіть у вигляді ПІІ, лише обмежено фінансує перспективні галузі, що стимулюють наздоганяючий розви-

ток. Натомість, його приплив переважно концентрується на високодохідних ринках фінансових активів, підприємствах первинного сектора економіки та високонадійних інструментах державного боргу. Таким чином, іноземний капітал консервує наявну структуру економіки і в той же час формує вагомі передумови фінансової нестабільності через сприяння зростанню державного боргу, цінових бульбашок на ринках фінансових активів і нерухомості.

Волатильний і спекулятивний характер припливу капіталу в країни з економіками, що розвиваються, посилює трендову компоненту економічних циклів, закладає основи валютних, кредитних та бюджетних ризиків і реалізує їх через раптові зупинки та розвороти потоків, а також перманентний вплив національного капіталу з економік, що розвиваються. Суттєвий негативний вплив МПК на фінансову стабільність малих відкритих економік визначив зміну інституційних підходів міжнародних фінансових організацій щодо переваг вільного руху капіталу та доцільності використання заходів його контролю. Забезпечення економічного зростання та формування умов фінансової стабільності потребує реалізації політики контролю за рухом МПК з використанням, за необхідності, обмежень. Запроваджені обмеження повинні бути обґрунтованими, транспарентними та мати окреслені часові орієнтири.

Концептуальний підхід до формування політики регулювання МПК в малих відкритих економіках повинен полягати в тому, що пріоритетом фінансової відкритості є підтримка експорту капіталу, залучення проектних інвестицій і допомоги в межах реалізації визначених державою програм структурних економічних реформ. Для розвитку перспективних галузей, проектів або інфраструктури міжнародний капітал потрібно спрямовувати в рамках відповідної національної політики. Саме в такому випадку відбувається позитивний вплив МПК на економічний розвиток країни.

З огляду на наявні умови фінансової нестабільності, сформовані відкритим та сировинним характером економіки та недорозвиненим інституціональним середовищем фінансового сектора, для України запровадження політики контролю за рухом МПК є питанням національної безпеки. Спираючись на новий офіційний підхід МВФ щодо доцільності використання обмежень на рух МПК та апелюючи до наявної практики ЄС, запровадження політики контролю за транскордонним рухом капіталів в Україні, не суперечитиме євроінтеграції та розширить інструментарій забезпечення фінансової стабільності.

Список використаних джерел

1. Brems H. Bertil Ohlin's Contribution to Economic theory. *BEER Faculty working paper*. 1986. № 1305, p. 1–14.
2. Eichengreen B. Ragnar Nurkse and the international financial architecture. *Baltic Journal of Economics*. 2018. Vol. 18. Issue 2. P. 118–128. <https://doi.org/10.1080/1406099X.2018.1540186>
3. Machlup F. The stock market, credit and capital formation. London, Edinburg, Glasgow: William Hodge and comp. lim., 1940. P. 416.
4. Lucas R. Why doesn't capital flow from rich to poor countries? *The American Economic Review*. 1990. № 80 (2). P. 92–96.
5. Magud N., Reinhart C., Rogoff K. Capital controls: myth and reality – a portfolio balance approach. *NBER Working Paper*. 2011. February. № 16805. URL: <https://www.nber.org/papers/w16805>

6. Koepke R. What drives capital flows to emerging markets? A survey of the empirical literature. Institute of international finance, University of Wurzburg. 2015. April. 41 p. URL: https://mpira.ub.uni-muenchen.de/62770/1/MPRA_paper_620770.pdf
7. Prasad E., Rajan R., Subramanian A. Foreign Capital and Economic Growth. *NBER Working Paper*. 2007. November. № 13619. P. 153–230.
8. Levine R. International Financial Liberalization and Economic Growth. *Review of International Economics*, 2001. Vol. 9. Issue 4. P. 688–702.
9. King R., Levine R. Finance and Growth: Schumpeter Might be Right. *The Quarterly Journal of Economics*. 1993. Vol. 108. No. 3. P. 717–737.
10. Forbes K.J., Warnock F.E. Capital flow waves: surges, stops, flight, and retrenchment. *NBER Working Paper*. 2011. August. No. 17351. 60 p. <https://doi.org/10.3386/w17351>
11. Robinson J. The Generalization of the General Theory in the Rate of Interest and Other Essays. London: Macmillan, 1953.
12. Yomogidaa M. International Capital Movements: Who Gains and Who Loses? *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*. 2006. No. 13. P. 123–134.
13. Cardarelli R., Elekdag S., Kose M. Capital Inflows: Macroeconomic Implications and Policy Responses. *IMF WP/09/40*. 2009. March. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp0940.pdf>
14. Saha D., Kravchuk V., Kirchner R. The economic impact of FDI on Ukraine. German Advisory Group. Institute for Economic Research and Policy Consulting. Berlin, Kyiv, 2018. April. URL: http://www.ier.com.ua/files/publications/Policy_papers/German_advisory_group/2018/Full_PS_01_2018_en.pdf
15. Borio C., Drehmann M. (Eds.). Financial instability and macroeconomics: bridging the gulf. *12th Annual International Banking Conference, "The international financial crisis: have the rules of finance changed?"*. 2009. September 24–25. URL: https://www.dnb.nl/en/binaries/Financial%20instability%20and%20macroeconomics%20bridging%20the_tcm47-224190.pdf
16. IMF Survey: Evolution Not Revolution: Rethinking Policy at the IMF. *IMF*. 2016. June. URL: <https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/53/sopol060216a>
17. Reinhart C., Reinhart V. From capital flow bonanza to financial crash. *VOX CEPR Policy Portal*. 2008. 23 October. URL: <https://voxeu.org/article/capital-inflow-bonanza-financial-crash-danger-ahead-emerging-markets>
18. Карчева Г. Основні проблеми розвитку банківської системи України в посткризовий період та шляхи їх вирішення. *Вісник НБУ*. 2010. № 8. С. 26–32.
19. Шаров О. Проблеми ЕКАНОМІКИ. *Дзеркало тижня*. 2019 р. № 25. URL: https://dt.ua/macrolevel/problemi-ekonomiki-315715_.html

Отримано 12.06.19 та оновлено 14.07.19

References

1. Brems H. (1986). Bertil Ohlin's Contribution to Economic theory. *BEER Faculty working paper*, 1305, 1-14.
2. Eichengreen, B. (2018). Ragnar Nurkse and the international financial architecture. *Baltic Journal of Economics*, 18, 2, 118-128. <https://doi.org/10.1080/1406099X.2018.1540186>
3. Machlup, F. (1940). The stock market, credit and capital formation. London, Edinburg, Glasgow: William Hodge and comp. lim.
4. Lucas, R. (1990). Why doesn't capital flow from rich to poor countries? *The American Economic Review*, 80 (2), 92-96.
5. Magud, N., Reinhart, C., Rogoff, K. (2011, February). Capital controls: myth and reality – a portfolio balance approach. *NBER Working Paper*, 16805. URL: <https://www.nber.org/papers/w16805>

6. Koepke, R. (2015, April). What drives capital flows to emerging markets? A survey of the empirical literature. Institute of international finance, University of Wurzburg. URL: https://mpira.ub.uni-muenchen.de/62770/1/MPRA_paper_620770.pdf
7. Prasad, E., Rajan, R., Subramanian, A. (2007, November). Foreign Capital and Economic Growth. *NBER Working Paper*, 13619, 153-230.
8. Levine, R. (2001). International Financial Liberalization and Economic Growth. *Review of International Economics*, 9, 4, 688-702.
9. King, R., Levine, R. (1993). Finance and Growth: Schumpeter Might be Right. *The Quarterly Journal of Economics*, 108, 3, 717-737.
10. Forbes, K.J., Warnock, F.E. (2011, August). Capital flow waves: surges, stops, flight, and retrenchment. *NBER Working Paper*, 17351. <https://doi.org/10.3386/w17351>
11. Robinson, J. (1953). *The Generalization of the General Theory in the Rate of Interest and Other Essays*. London: Macmillan.
12. Yomogidaa, M. (2006). International Capital Movements: Who Gains and Who Loses? *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 13, 123-134.
13. Cardarelli, R., Elekdag, S., Kose, M. (2009, March). Capital Inflows: Macroeconomic Implications and Policy Responses. *IMF WP/09/40*. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp0940.pdf>
14. Saha, D., Kravchuk, V., Kirchner, R. (2018, April). The economic impact of FDI on Ukraine. German Advisory Group. Institute for Economic Research and Policy Consulting. Berlin, Kyiv. URL: http://www.ier.com.ua/files/publications/Policy_papers/German_advisory_group/2018/Full_PS_01_2018_en.pdf
15. Borio, C., Drehmann, M. (Eds.). (2009, September). Financial instability and macroeconomics: bridging the gulf. In *12th Annual International Banking Conference, "The international financial crisis: have the rules of finance changed?"*, 24-25. URL: https://www.dnb.nl/en/binaries/Financial%20instability%20and%20macroeconomics%20bridging%20the_tcm47-224190.pdf
16. IMF Survey: Evolution Not Revolution: Rethinking Policy at the IMF. (2016, June). *IMF*. URL: <https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/53/sopol060216a>
17. Reinhart, C., Reinhart, V. (2008, October 23). From capital flow bonanza to financial crash. *VOX CEPR Policy Portal*. URL: <https://voxeu.org/article/capital-inflow-bonanza-financial-crash-danger-ahead-emerging-markets>
18. Karcheva, H. (2010). The main problems of the development of the banking system of Ukraine in the post-crisis period and the ways of their solution. *Visnyk NBU – Visnyk of the National Bank of Ukraine*, 8, 26-32 [in Ukrainian]
19. Sharov, O. (2019). Problems of EKAnomy. *ZN.UA. – Dzerkalo tyzhnia*. 25. URL: https://dt.ua/macrolevel/problemi-ekanomiki-315715_.html

Received on 12.06.19 and updated on 14.07.19