

DOI: <https://doi.org/10.15407/ingedu2020.53.387>

УДК 336-021.341:330.342

JEL: G18

Бублик Є.О., кандидат економічних наук,
старший науковий співробітник
відділу грошово-кредитних відносин
ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України»
ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-6080-9341>
e-mail: bubl13@gmail.com

ТРАНСФОРМАЦІЯ ПАРАДИГМИ ФІНАНСОВОЇ ЛІБЕРАЛІЗАЦІЇ ПІД ВПЛИВОМ КРИЗОВИХ ПРОЦЕСІВ ПОЧАТКУ ХХІ ст.

Під впливом негативних наслідків глобальної фінансово-економічної кризи 2008 р. у сфері грошово-кредитних відносин виявились ознаки суттєвої зміни концептуальних підходів до подальшого впровадження заходів фінансової лібералізації. Потреба в теоретичному узагальненні чинників та проявів зміни підходів до фінансової лібералізації на сучасному етапі та поширення заходів регулювання потоків капіталу як реакції на наслідки останніх фінансових криз формує актуальне наукове завдання.

У статті проаналізовано економічні передумови, практичні обставини, що зумовили відхід від парадигми переважної корисності фінансової лібералізації, яка спостерігалась на етапі розгортання фінансової глобалізації. Узагальнено наукові дослідження, що на різних етапах визначили формування трендів фінансової лібералізації і переходу до практики контролю руху потоків капіталу. Визначено характер поетапної трансформації парадигми фінансової лібералізації від обґрунтування її переважної корисності з огляду на зменшення транзакційних витрат, через доцільність обмеження спекулятивних потоків та досягнення порогового рівня розвитку фінансових інститутів до необхідності запровадження заходів контролю за потоками капіталу на міжнародному рівні.

При цьому узагальнено прояви зміни підходів до фінансової лібералізації на рівні міжнародних фінансових інституцій. Вплив таких інституцій на посткризовому етапі зберігає значний вплив на реалізацію заходів макроекономічної та монетарної політики в

Бублик Є.О.

малих відкритих економіках. Відтак, запровадження в таких економіках заходів контролю за потоками капіталу цілком відповідає актуальним підходам міжнародних фінансових інститутів розвитку.

Узагальнено тенденції подальшого розвитку процесу фінансової інтеграції з виокремленням переважного підходу до формування наднаціональної системи контролю за потоками капіталу, доповненої розвитком відповідної політики фінансової стабільності на національному рівні. Показано основні здобутки світової та української наукової економічної думки у забезпеченні продуктивного впливу фінансової лібералізації на економічний розвиток.

Ключові слова: фінансова лібералізація, міжнародні потоки капіталу, фінансовий сектор, макропруденційна політика, МВФ.

Bublyk Ye.

TRANSFORMATION OF THE PARADIGM OF FINANCIAL LIBERALIZATION UNDER THE INFLUENCE OF CRISIS PROCESSES OF THE BEGINNING OF THE XXI CENTURY

Under the influence of the negative consequences of the global financial and economic crisis of 2008, in the sphere of monetary relations appeared signs of a significant change in conceptual approaches to the further implementation of financial liberalization measures. The article analyzes the economic preconditions, practical circumstances that led to the departure from the paradigm of the predominant usefulness of financial liberalization, which was observed at the stage of financial globalization. The scientific researchers who at various stages have defined the formation of trends of financial liberalization and transition to practice of control the movement of capital flows, are generalized.

The nature of the gradual transformation of the paradigm of financial liberalization from the justification of its predominant usefulness in view of reducing transaction costs, through the reasonability of speculative flows limitation and achieving a threshold level of financial sector development to the needs to control capital flows at the international level. At the same time, the manifestations of changing approaches to financial liberalization at the level of international financial institutions are defined. The influence of such institutions in the post-crisis phase retains a significant impact on the implementation of macroeconomic and monetary policy measures in small open economies. Therefore, the introduction of measures to control capital flows is entirely consistent with the current approaches of international financial development institutions.

At the same time, the tendencies of further development of the process of financial integration are generalized, with the selection of the predominant approach to the formation of international capital flows control system, supplemented by the development of appropriate financial stability policy at the national level. The main achievements of world and Ukrainian scientific economic thought in ensuring the productive impact of financial liberalization on economic development are shown.

Keywords: financial liberalization, international capital flows, financial sector, macroprudential policy, IMF.

Вступ. Досить поширеним є твердження, що історія розвивається по спіралі. На прикладі підходів до оцінки процесу фінансової лібералізації можна побачити практичне відображення даного твердження. Протягом останніх п'ятдесяти років теоретичне обґрунтування перспектив та можливостей нормативного забезпечення вільного руху капіталу здійснило майже круговий оберт, набувши якісно нового розуміння природи та змісту економічних відносин у цій сфері.

Водночас узагальнення трансформації зазначених теоретичних підходів та обґрунтувань досить обмежено представлене в науковій літературі. На кожному етапі розвитку парадигми фінансової лібералізації теоретичний базис її наукових досліджень досить часто обмежувався актуальними на той час роботами. Тоді як представлення поглядів у ретроспективі трансформаційних етапів з аналізом актуального на той час обґрунтування розширює можливості узагальнення наукової думки на більш системному рівні та зменшує вірогідність непродуктивного повторення у майбутньому вже пройденого шляху.

Мета статті – узагальнити зміну теоретичних підходів до фінансової лібералізації та регулювання потоків капіталу під впливом наслідків сучасних фінансових криз.

Огляд попередніх досліджень і публікацій. Поширенню політики фінансової лібералізації наприкінці ХХ ст. передувала поява наукових робіт представників неоліберального напрямку економічної думки, які, з певними припущеннями, обґрунтовували потенційну корисність фінансової відкритості та мінімізації регуляторних вимог щодо руху міжнародних потоків капіталу (МПК) в інтересах економічного розвитку. Такий підхід отримав поширення і був закріплений в міжнародних угодах про створення торговельних, економічних та політичних інтеграційних об'єднань, угодах про співпрацю з провідними міжнародними фінансовими

інституціями. Вона протягом тривалого періоду часу помітним чином визначала напрями наукових досліджень, та реалізацію економічних політик широкого кола країн. Значний міжнародний вплив і розповсюдження дають підстави визначати даний підхід до корисності фінансової лібералізації як певну наукову парадигму, що протягом кінця ХХ ст. – початку ХХІ ст. визначала напрям розвитку економічної думки.

Базою для формування таких поглядів послуговували роботи Дж. Мілля [18, с. 166–167] (обґрунтування різниці дохідності капіталу, як чинника його міжнародного руху), Б. Оліна [4, с. 6–7] (ідентифікація чинників руху капіталу: відсоткові ставки, мита, нормативні обмеження, трансакційні витрати), Е. Хекшера [35] (мобільність чинників виробництва, зумовлена різницею їх вартості).

Свого роду фортецю фінансової регуляції напередодні сучасного лібералізаційного тренду втілювало панування кейнсіанської думки першої половини ХХ ст. Сам Дж. Кейнс в рамках постулату щодо рівноваги інвестицій та заощаджень, обґрунтував альтернативність міжнародного руху факторів виробництва та міжнародної торгівлі [11, с. 131–132, 161–166]. На його думку, рух капіталу відбувався внаслідок невірноваженого платіжного балансу. Така теза суперечила твердженню Б. Оліна щодо чинників вивозу капіталу (не лише різниця у відсоткових ставках, а й різниця у балансі торгівлі формує напрям його руху, тобто і сам економічний розвиток є чинником руху капіталу).

Сходиною, що забезпечила перехід від регуляторної парадигми до концепції фінансової лібералізації прийнято вважати роботу Р. Солоу, який сформулював значення технічного прогресу як важливого екзогенного чинника економічного зростання. Перетикання капіталу між країнами сприяє обміну технологіями і, як наслідок, – технічному прогресу країни [25]. При цьому вплив технічного прогресу на розвиток відсталих економік більший, ніж провідних, що забезпечує зближення їх рівнів. Іншими роботами, що сприяли утвердженню парадигми фінансової лібералізації стали дослідження Р. Маккінона [17], Е. Шоу [24]. Твердження Маккінона-Шоу, що вивільнення процентних ставок від державного контролю підвищить заощадження та призведе до ефективного перерозподілу фінансового капіталу, справило потужний вплив на ставлення урядів та науковців до взаємозалежності фінансової лібералізації та економічного зростання.

На етапі розгортання нової хвилі глобалізації у 1980–1990-х роках переваги фінансової лібералізації обґрунтували Дж. Вільямсон [28], Р. Левайн [15, с. 720], М. Обстфельд [20], С. Фішер [6] та інші. У підсумку симбіоз описаних вище теоретичних викладок щодо граничної корисності у міжнародній торгівлі та факторів економічного зростання і сформували сучасний неоліберальний підхід до обґрунтування значення і природи процесу руху міжнародних потоків капіталу, який було покладено в основу «Вашингтонського консенсусу». В рамках «Вашингтонського консенсусу», що став визначальним етапом затвердження парадигми корисності фінансової відкритості, для забезпечення вільного руху капіталу передбачалось знизити обмеження на рух іноземних інвестицій, забезпечити вільну конвертацію іноземної валюти та дерегуляцію фінансових ринків. Ці заходи відіграли визначальну роль у розгортанні глобалізаційного процесу у ХХ ст. та проведенні економічних реформ у пострадянських економіках.

Роботи, що ставили під сумнів перспективи фінансової лібералізації на етапі її розгортання мали доволі сильну аргументацію у вигляді обґрунтування забезпечувальної ролі фінансового сектору Дж. Робінсон [22], обмеженого на практиці перерозподілу капіталу між розвиненими країнами та країнами, що розвиваються (Р. Лукас [16], Д. Родрік [23]), негативних наслідків неконтрольованого руху капіталу у вигляді формування цінових дисбалансів та проциклічного впливу спекулятивних потоків капіталу (Дж. Стігліц [26], П. Кругман [14]). Варто відзначити, що одним із перших науковців, хто звернув увагу на можливість непродуктивного руху вільного капіталу, який може обумовлювати розгортання кризових явищ та необхідність «планомірного регулювання цієї гри суспільною владою» був український вчений М. Туган-Барановський [34, с. 60].

Зазначені роботи привернули увагу широкого кола науковців, але не змінили характер наукового мейнстріму, що запанував після краху Бреттон-Вудської системи у 1970-х роках. За винятком поодиноких спроб, політика фінансової лібералізації, як заходу стимулювання наздоганяючого зростання в цей період не зазнавала серйозної критики. Тоді як теоретичне обґрунтування концепції фінансової відкритості на фоні розгортання глобалізаційних процесів набуло системного розвитку.

Виклад основного матеріалу. Під фінансовою лібералізацією, як правило, мають на увазі процес зменшення ступеню

державного регулювання фінансово-економічних відносин. Метою такого процесу виступає фінансова відкритість економіки задля забезпечення вільного руху капіталів між національними юрисдикціями. Теоретично взаємодія сукупності фінансово відкритих економік втілює випадок ідеальної конструкції світової ринкової економіки, яка на принципах саморегулювання забезпечує глобальний розвиток, усунення економічної нерівності, трансфер капіталів та технологій тощо. Тобто в такій концепції фінансова відкритість виступає необхідним ідеальним станом, що забезпечує функціонування глобалізованої економіки на саморегулювних засадах, а процес фінансової лібералізації забезпечує досягнення фінансової відкритості. Згідно з поширеними теоретичними узагальненнями, мотивами фінансової лібералізації слугують:

- забезпечення джерел фінансування державних заповишень та приватизації;
- імпорт інвестиційних ресурсів, технологій, організаційних практик;
- розширення ринків збуту, перетворення внутрішніх заощаджень на зовнішні активи;
- розвиток внутрішнього фінансового сектора;
- прагнення до інтеграції у світовий економічний простір [7].

Разом з тим, ці мотиви можна визначити швидше як цілі економічної політики, а до визначальних чинників фінансової лібералізації слід віднести більш фундаментальні мотиви широкого кола економічних суб'єктів. Зміна цих мотивів, у свою чергу, визначає не тільки швидкість руху до фінансової відкритості, а і його напрям. Адже відповідна зміна ринкових очікувань, параметрів середовища може викликати мотив обмеження фінансової відкритості.

Саме такі мотиви загострили дискусію щодо безумовної корисності процесу фінансової лібералізації у результаті низки боргових та валютних криз країн Латинської Америки та, найбільшим чином, Азійської фінансової кризи 1997 р. Її вагомою складовою став неконтрольований приплив великих обсягів іноземного капіталу, що втілювали реалізацію не цілей економічного розвитку, а спекулятивних інтересів та їх раптовий відплив в умовах погіршення ринкової кон'юнктури. Загострення дискусії у період між Азійською та Глобальною Фінансовою кризою 2008 р. не призвело до корінної зміни підходу, хоча й примусило відійти від посту-

лювання безумовної шкідливості заходів контролю та тактики шокової лібералізації.

Так, ще під час Азійської кризи, у вересні 1997 р. на засіданні в Гонконзі Тимчасовий комітет МВФ прийняв заяву про лібералізацію міжнародного руху капіталу. Він попросив виконавчу комісію Фонду завершити роботу над поправкою до Статуту МВФ, яка зробить лібералізацію руху капіталів однією з цілей МВФ та розширить його юрисдикцію, вимагаючи від урядів-членів прийняти «ретельно визначені» та послідовно застосовувати зобов'язання щодо лібералізації рахунку з капіталом. По суті, Тимчасовий комітет рекомендував, щоб визначення конвертованості валюти у Статтях Фонду, яке обмежувалось операціями з розрахунковими рахунками, поширювалося також і на рахунок операцій з капіталом [6]. Там само перший заступник виконавчого обов'язки директора МВФ С. Фішер у своєму виступі відзначив, що лібералізація рахунку операцій з капіталом – це неминучий крок на шляху до розвитку. А вільний рух капіталу сприяє ефективній алокації заощаджень у найбільш перспективних напрямках і тим самим прискорює зростання економіки та заможності [6].

Проте, вже на початку 2000-х років стало виходити все більше досліджень, які демонстрували суперечливі наслідки фінансової відкритості. Зокрема, можна відзначити дослідження П.Р. Агінора [1], який показав, що практичний вплив МПК на диверсифікацію фінансових ризиків у країнах, що розвиваються, мінімальний: вони отримують доступ до міжнародних ринків капіталу тільки в «хороші часи». Або П.О. Гуріншаса, який зробив висновок, що в окремих випадках виграш від фінансової інтеграції може бути порівняно малим, навіть для країн, які отримують великі обсяги іноземного капіталу [8].

Важливою віхою стала робота фахівців із МВФ М. Козе, Е. Прасада та К. Рогоффа, під назвою «Фінансова глобалізація: переоцінка поглядів». У ній зазначалося, що потенційні переваги вільного руху капіталу не чинять безпосереднього впливу на розвиток економіки, а впливають на ринки фінансово відкритих країн, стимулюючи їх розвиток [13, с. 3–4]. Важливим доповненням тези про роль фінансових ринків у трансмісію потоків капіталу стало визначення критичності порогових значень розвитку якості ринкових інститутів, зокрема розвитку конкуренції та захисту права власності, бюрократичного управління, економічної політики та рівня торговельної інтеграції.

Зважаючи на слабку кореляцію відсоткових ставок і характеру потоків капіталу, були зроблені досить ґрунтовні припущення, що причиною цього є слабкий розвиток інститутів у країнах із недорозвиненими ринками [13, с. 3–4]. Такий підхід означає, що слабкий розвиток інститутів, з одного боку, відштовхує потенційних іноземних інвесторів, а з іншого – не дозволяє ефективно інвестувати наявний та отриманий капітал в економіку країни. До кола факторів, що негативно позначаються на залученні капіталу, також відносять і низьку якість людського капіталу (зокрема в частині низького рівня освіти) та асиметрію інформації, що обмежують можливість ефективної алокації капіталу.

Відповідно до цього підходу позитивний вплив фінансової відкритості та вільного руху МПК проявлявся лише в країнах, які перевищували ці порогові значення. Без цього вплив на економічне зростання вважався невизначеним, а от макроекономічна волатильність та ризик фінансової нестабільності збільшувалися. Попри цілком логічне формулювання, цю тезу все ж складно визнати об'єктивною, оскільки високі порогові значення розвитку ринкових інститутів властиві саме розвиненим країнам. З огляду на це парадигма стимулювання наздоганяючого зростання для відстаючих країн за рахунок фінансової лібералізації втрачала свою актуальність.

Робота Кармен та Вінсента Рейнхардів [21], присвячена ідентифікації випадків раптового припливу великих обсягів капіталу, засвідчила, що у більшості випадків вони трапляються з країнами, що проводять фінансову лібералізацію. Перебіг таких припливів мав виключно спекулятивний характер, тривав не більше 2–4 років, після чого стався раптовий відплив капіталу з провокуванням фінансових криз. Власне всі три основні хвилі припливу капіталу, які можна виокремити протягом періоду глобалізації 1970–2000-х роках, завершувалися потужними кризами: перша – експансія «нафтодоларових» інвестицій 1970–1980-х роках – завершилась борговими кризами у Мексиці та низці країн Латинської Америки; друга хвиля – експансія капіталів на фондові та валютні ринки країн, що розвиваються, у 1990–1997 рр. – завершилась втечею капіталів з Мексики, країн Латинської Америки і Східної Азії, РФ; третя хвиля – рекордні МПК на ринки різних країн 2003–2008 рр. – завершилась глобальною фінансовою кризою.

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. Після прискорення економічного зростання рух МПК в Україну почав зростати значними темпами. Приплив іноземного капіталу відіграв провідну роль у фінансуванні кредитного буму та формуванні передумов для фінансової нестабільності в Україні.

Слід відзначити погляди П. Кругмана, який у листі до прем'єр-міністра Малайзії сформулював рекомендації щодо можливої ефективності заходів управління потоками капіталу, якщо такі заходи не стають на заваді економічного розвитку, щоб дати можливість економіці передихнути у найбуремніший період екзогенного шоку [14]. Дж. Стігліц також звертав увагу на нерівномірні наслідки фінансової лібералізації [26]. Цікаво відзначити і певний відхід від позиції необхідності нерегульованого руху МПК самого Дж. Вільямсона, який в цей час визнав, що «Вашингтонський консенсус» був переважно націлений на політику, а не на розвиток інститутів і однозначно вимога фінансової лібералізації в ньому ніколи не фігурувала, навіть попри наявність відповідних пропозицій [28].

Вплив наслідків глобальної фінансової кризи 2008 р. на парадигму фінансової лібералізації

Після фінансово-економічної кризи 2008 р. у науковій літературі стався помітний зсув в напрямі досліджень концепції запровадження фінансової лібералізації та проциклічності МПК, які приблизно за останні 15–20 років набули більш мобільних, короткострокових, та спекулятивних форм. При цьому слід відзначити, що побічним трендом глобалізації стало збільшення ролі наддержавних інститутів та міждержавних регіональних об'єднань, які набули ролі провідників розвитку фінансових відносин. Тому офіційна позиція таких інститутів (МВФ, Світового банку, ЄЦБ) мала виключно велику роль для країн з економіками, що розвиваються. Політика малих відкритих економік з об'єктивних причин значною мірою підпадає під їх залежність. Тому детермінація та виявлення змін інституційних поглядів таких міжнародних організацій відіграє важливу роль, як з точки зору ідентифікації наукових підходів, так і перспективних напрямів політики економічного розвитку.

Одразу після ГФК ідея використання обмежень на рух капіталу позиціонувалась не як повноцінний елемент макроекономічної політики, а, радше, як тільки тимчасовий засіб. Але вже у 2010 р. трансформація парадигми фінансової лібералізації набуло більш системних рис. У цей рік голова центробанку Бразилії повідомив, що оголошені ФРС США плани знизити ставку за внутрішніми позиками та надати імпульс слабкій економіці призведе до зростання волатильності на світових ринках і ускладнить зусилля його країни щодо обмеження зміцнення національної валюти Бразилії [5]. Це передбачало необхідність запровадження обмежень на рух МПК.

Майже одразу і уряд Південної Кореї висловив попередження про те, що він готовий взяти заходів, спрямованих на обмеження припливу коштів. Із початку 2000-х років Південна Корея в принципі вже неодноразово вдавалася до обмежень, але цього разу необхідність заходів було обґрунтовано доцільністю відходу від уявлення про неефективність або витратність політики контролю і розглядом питання про введення заходів щодо підвищення макроекономічної обачності на більш системному рівні [10].

На додаток, в цей же рік було оприлюднено доповідь, підготовлену групою економістів МВФ, де йшлося про те, що Фонд суттєво переглянув свою позицію щодо використання обмежень на приплив капіталу в країнах з ринками, що формується. У документі було зроблено висновок про те, що заходи контролю іноді «обґрунтовані як один з інструментів макроекономічної політики» в країнах, які прагнуть впоратися зі швидко зростаючим припливом капіталу [19]. Економіст-науковець О. Бланшар, що займав посаду заступника голови МВФ, відзначив, що з 2012 р. офіційна позиція МВФ уже говорила про наявність політики контролю за рухом капіталу як «необхідної умови фінансової стабільності, що повинна запобігати накопиченню ризиків та реалізації екзогенних шоків, пояснюючи це тим, що «раптове збільшення припливу капіталу може здійснювати дестабілізуючий вплив, насамперед унаслідок сприянню виникненню кредитних бумів і фінансовій нестабільності» [3, с. 6].

Із цього часу в рамках постійно діючої програми покращення функціонування міжнародної валютної системи МВФ почав працювати над політикою фінансової лібералізації із використанням заходів управління потоками капіталу [2]. У наступні роки, особливо під впливом розгортання торговельних суперечок між США

та КНР, подібна риторика від МВФ посилилась і поширилася на зворотний рух МПК. Голова МВФ К. Лагард на щорічній зустрічі МВФ та Світового банку в жовтні 2018 р. у Індонезії висловила обґрунтованість використання всіх інструментів задля запобігання відпливу капіталу, неминучого в умовах торговельних суперечок та пожорсткішання монетарної політики західних центробанків [9].

Особливу увагу потрібно звернути на постулювання необхідності використовувати заходи для обмеження раптової втечі капіталу із малих відкритих економік. Сплески відпливу можуть викликати шоки у фінансовій системі та спад у реальному секторі. Цікаво відзначити, що в сенсі аналізу ефективності заходів обмеження на відплив капіталу серед трьох країн, на досвід яких посилаються експерти МВФ, є і Україна, що в 2008 р. запровадила суттєві обмеження на відплив капіталу. Проте МВФ не дуже позитивно оцінює український досвід, апелюючи до того, що обмеження запроваджувались в умовах слабкої макроекономічної політики [5, с. 33].

Таким чином, наразі МВФ упевнено просуває підхід щодо доцільності оперування заходами контролю над МПК у межах інструментарію адекватної макроекономічної політики, наголошуючи при цьому, що первинними є інтереси макроекономічної політики, що комплексно вирішує завдання фінансової стабільності та економічного розвитку. Заходи контролю та регулювання руху МПК у такому випадку повинні сприйматись як підпорядкована політика. Такий підхід слід вважати виправданим, оскільки найбільш дієві заходи обмеження МПК можуть бути реалізовані в рамках фіскальної та монетарної політики, що вимагає їх узгодження як між собою, так і стосовно політики економічного розвитку.

Новий офіційний погляд провідних наднаціональних інституцій примушує як розвинені країни, так і країни, що розвиваються, задуматися про зміни регуляторної та фіскальної політики, що дозволили би стримати короткострокові потоки на боргових ринках та стимулювали б довгострокові інвестиції у капітал [2]. Для цього країни повинні насамперед зосередитися на розвитку стійких інклюзивних внутрішніх фінансових ринків, а досягнення фінансової відкритості відсунути на другий план – як більш довгострокову ціль.

Зміна офіційного погляду однієї з провідних установ, що сприяла поширенню парадигми фінансової лібералізації, вплинула і на зміну напрямів наукових досліджень. Домінуючий підхід на даному етапі передбачає тимчасовість запроваджених обмежень на рух капіталу, які не повинні перетворитись на систему. Але існують й підходи, орієнтовані на інші можливі варіанти посткризової трансформації лібералізаційного тренду. Перший – це обмеження фінансової відкритості країн, що розвиваються. На таку перспективу звертає увагу Дж. Стігліц [27]. І дійсно, у ряді країн, зокрема Бразилії, Пд. Кореї, Польщі, Чехії помітні певні ознаки її реалізації. Уряди цих країн посилюють обмеження на рух іноземного капіталу ринковими та адміністративними заходами.

Другим, більш перспективним, напрямом слід вважати трансформацію сучасної лібералізаційної парадигми не в бік автономізації, а у напрямі розробки наднаціональної системи контролю за МПК, покликаної посилити соціальну відповідальність країн експортерів капіталу, офшорних юрисдикцій та забезпечити малі відкриті економіки від негативного впливу короткострокових спекулятивних інвестицій. В умовах браку ефективного інструментарію запобігання ризикам вільного руху МПК виникає потреба у створенні заснованої на правилах міжнародної системи, що спирається на комплексну і доповнювану базу даних для консультування у сфері оптимізації корисних продуктивних ефектів МПК, мінімізуючи ризики фінансової стабільності [32, с. 16].

Наявний негативний досвід економічних криз, спричинених зокрема і впливом волатильних потоків капіталу, актуалізував проблематику фінансової відкритості та підняв питання теоретичного узагальнення і детермінації мотивів, факторів та особливостей формування фінансової відкритості транзитивними економіками. Для розуміння впливу фінансової відкритості на економіку та власне природу її формування питання виявлення факторів і мотивів динаміки фінансової відкритості виявилось винятково важливим.

Окрім загальних висновків та рекомендацій щодо використання заходів та обмежень на рух МПК, фахівцями було запропоновано й низку методичних рекомендацій щодо їх запровадження. Їхнім вагомим внеском стала класифікація основних форм обмежень та формалізація передумов їх запровадження. Основними різновидами обмежень при цьому визнано ті, що на

постійній основі обмежують рух капіталу, і ті, що мають дискретний характер, вмикаючись або вимикаючись за наявності потреби. Перші отримали назву «стіни» (walls), а інші – «ворота» (gates) [12], які можна умовно порівняти із адміністративними та ринковими типами обмежень.

Суперечності інтересів економічних суб'єктів, що постійно змінюють свою гостроту під впливом часу та обставин в процесі суспільно-економічного розвитку зумовлюють об'єктивну мінливість і руху до фінансової відкритості. Визначальними мотивами, що формують глибинну сутність суперечностей та детермінують напрям руху до фінансової відкритості відносяться:

- прагнення до фінансової свободи / фінансової стабільності;
- потреба у розширенні фінансових ресурсів / обмеженні впливу капіталу;
- прагнення до інтеграції / захисту національних інтересів;
- інтерес у поділі відповідальності за ефективність політики / збереженні монетарного суверенітету;
- стан недовіри і запит на дерегуляцію / поінформованості і лояльності до обмежень.

Слід звернути увагу на мотив перенесення відповідальності за регуляторні функції монетарної влади. Постульовані такі переваги безмежної фінансової відкритості: розширення ресурсної бази та її здешевлення, хеджування ризиків, відмова від цілої низки завдань моніторингу та контролю, дотримання стабільного курсу, навіть певним чином завдань інституційного розвитку приваблює монетарних регуляторів країн з малими відкритими економіками. Тому мотивація з боку монетарних регуляторів підвищення рівня фінансової відкритості також є доволі потужною. Хоча періодична трансмісія серйозних екзогенних фінансових шоків час від часу актуалізує потребу посилення монетарного суверенітету для їх подолання.

Мінливість цих зв'язків під впливом екзогенних та ендогенних чинників економічної динаміки визначає перманентний характер змін напрямів руху до фінансової відкритості. Але потрібно мати на увазі, що попри вагомні ризики та перешкоди, прагнення до фінансової лібералізації має глибинні економічні та соціокультурні мотиви, що превалюють над мотивами закритості. Як зазначав М. Обстфельд, дуалізм переваг та недоліків фінансової відкритості є притаманною особливістю реального світу [20, с. 10].

Опосередковані розвитком систем транспорту та комунікації, глибинні мотиви формують переважне прагнення доступу до нових ринків та ресурсів поза межами держави, а також вивільнення з-під державного нагляду та регулювання і визначають потенціал подальшого розгортання тренду фінансової лібералізації та глобалізації. Визначальними чинниками інституційної модернізації та забезпечення процесу фінансової відкритості на сучасному етапі також виступають суперечності корупційних мотивів в державному регулюванні та супутньої інформаційної асиметрії у відносинах держави з малим бізнесом та великими корпораціями.

Таке співвідношення мотивів прагнення до відкритості та закритості у глобальному цивілізаційному вимірі визначає рух до фінансової відкритості як прагнення до прогресу, а до закритості – як ситуативне прагнення до стабілізації на кризових етапах розвитку. Зазначені глибинні суперечності визначають особливості мотивів та чинників розгортання лібералізаційних процесів в різних типах економік. Локалізація проявів зазначених ефектів повинна слугувати раціональними мотивами зміни рівня фінансової відкритості з прерогативою забезпечення балансу фінансової стабільності на шляху до фінансової інтеграції.

Українська наукова думка щодо перспектив запровадження регулювання МПК набула найбільш помітного розвитку так само після ГФК. Продовжуючи загалом лібералізаційні підходи, у цей період основна увага вже приділялась аналізу доцільності обмежень надмірної залежності перехідних економік від потоків іноземного капіталу для захисту національних інтересів, навіть ціною створення відповідного механізму їх регулювання [33, с. 529].

З огляду на трагічні наслідки випадків девальвації, набула нового обґрунтування необхідність регулювання МПК із врахуванням залежності динаміки фінансового сектора малих відкритих сировинних економік від зовнішньоекономічного [31, с. 205] та актуалізація необхідності збереження валютного регулювання з огляду на наочні ризики передчасного проведення валютної лібералізації без узгодження дій у сфері зняття обмежень на рух капіталу та розвитку фінансової системи [29, с. 44–45]. Загалом ризики підвищення мобільності МПК, збільшення впливу іноземного капіталу на національних кредитних та боргових ринках як фінансовий чинник формування сучасних умов «нової нормаль-

ності» та глобальної нестабільності привертають все більше уваги українських науковців [30, с. 34–35].

Разом з тим, роботи присвячені виробленню концептуальних основ та практичних рекомендацій щодо напрямів формування контролю за МПК з огляду на їх деформаційний вплив на структуру грошової пропозиції в українській науці представлені досить обмежено [36, с. 108]. Так само і така важлива з точки зору забезпечення стійкого економічного розвитку проблема, як раціональне використання фінансової відкритості в Україні, не отримала адекватної уваги і наявні здобутки не відповідають комплексному характеру проблеми і потребам її системного вирішення. Як наслідок, поточні заходи НБУ в частині фінансової дерегуляції та лібералізації валютного регулювання все ще демонструють ознаки збереження домінування в Україні безумовно лібералізаційного тренду.

Висновки. На етапі осягнення реальних наслідків фінансово-економічної кризи 2008 р. відбулась помітна зміна концептуального підходу до запровадження глобальної фінансової відкритості. Після близько п'ятдесяти років теоретичного обґрунтування та практичного втілення парадигми фінансової лібералізації, наукова економічна думка завершує черговий виток спіралі свого розвитку, повертаючись до обґрунтування необхідності реалізації заходів фінансового регулювання на новому системному міжнародному рівні. Завдання фінансової лібералізації із розгортанням ГФК зменшило свою актуальність для транзитивних економік. Відходять від неї й розвинені країни, що досягли високого рівня фінансової відкритості, реалізуючи власні економічні переваги через експорт капіталу на етапах їх піднесення та приваблюючи капітал, що втікає з країн третього світу у фінансові центри.

Вагома відмінність у процесі раціоналізації оптимального рівня фінансової відкритості для двох типів економіки: розвинених і таких, що розвиваються, у т. ч. транзитивних, полягає у значно більшій самостійності перших щодо корекції економічної політики. Малі відкриті економіки розвивають свою економічну політику в узгодженні з міжнародними інституціями та інтеграційними об'єднаннями, від яких вони надто залежать фінансово. Неоднозначний вплив фінансової відкритості на економічне зростання і, водночас, наочний зв'язок нерегульованих МПК із формуванням системного ризику фінансової нестабільності в малих

відкритих економіках із недорозвиненими ринковими інституціями через поглиблення структурних, валютних, цінових диспропорцій зумовив зміну інституціональних підходів до запровадження фінансової відкритості та формування політики контролю за рухом потоків капіталу. Міжнародні фінансові інституції висловлюють згоду з необхідністю впровадження системи регулювання потоків капіталу у вигляді обмежень на спекулятивні потоки на національному рівні та формування глобальної системи соціальної відповідальності за вторинні наслідки недалекоглядної макроекономічної політики на глобальному рівні.

Подальша зміна і розвиток концептуальних підходів до регулювання фінансової відкритості та використання обмежень на рух МПК стикається з потребою розв'язання таких принципових завдань: усвідомлення можливостей використання заходів регулювання МПК у відповідності до зміни глобалізаційної парадигми та політики наддержавних інституцій; узагальнення світового досвіду в цій сфері та виокремлення найкращих практик регулювання фінансової відкритості; узгодження заходів контролю за МПК з актуальним інструментарієм монетарної та макроекономічної політики. Вирішення цих принципових завдань є актуальним викликом для наукової думки в рамках формування нового концептуального підходу подолання існуючих суперечностей і подальшого розвитку економічних відносин через їх лібералізацію, на якісно новому міжнародно-системному рівні.

1. Agénor P.R. Benefits and costs of international financial integration: theory and facts. The World Bank. 2001. doi: <https://doi.org/10.1596/1813-9450-2699>.
2. Bird M. The Hottest Idea in Finance: Capital Controls Are Good. *The Wall Street Journal*. 2016. Feb. 4. URL: <https://www.wsj.com/articles/the-hottest-idea-in-finance-capital-controls-are-good-1454581800>.
3. Blanchard O., Hagan S., Towari S., Vinals J. The liberalization and management of capital flows: an institutional view. International Monetary Fund, 2012. doi: <https://doi.org/10.5089/9781498339612.007>.
4. Brems H. Bertil Ohlin's Contributions to Economic theory. BEBR Faculty working paper. 1986. (November). № 1305.
5. Brockmeijer J., Marston D., Ostry J.D. Liberalizing capital flows and managing outflows. IMF Board Paper. 2012. URL: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/031312.pdf>. doi: <https://doi.org/10.5089/9781498340847.007>.
6. Fischer S. Capital account liberalization and the role of the IMF. Seminar Asia and the IMF. International Monetary Fund. 1997. Vol. 19. Retrieved from <https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/53/sp091997>.

7. Garita G. Financial market liberalization and economic growth. Rozenberg Publishers. 2008. № 426.
8. Gourinchas P.O., Jeanne O. The elusive gains from international financial integration. *The Review of Economic Studies*. 2006. № 73(3). P. 715–741. doi: <https://doi.org/10.1111/j.1467-937X.2006.00393.x>.
9. IMF's Lagarde urges countries to control 'inevitable' capital outflows amid trade, rate risks. *Business News*. 2018. October 11. URL: <https://www.reuters.com/article/us-imf-worldbank-lagarde-capital-outflow/imfs-lagarde-urges-countries-to-control-inevitable-capital-outflows-amid-trade-rate-risks-idUSKCN1MLOHG>.
10. Kawai M., Lamberte M., Takagi S. Managing capital flows: lessons from the recent experiences of emerging Asian economies. Regulating global capital flows for long-run development. 2012. 35 p.
11. Keynes J.M.. A treatise on money The collected writings of John Maynard Keynes. London, 1930.
12. Klein W. Capital Controls: Gates versus Walls. *Brookings Papers on Economic Activity*. 2012. Vol. 1. P. 317–367. doi: <https://doi.org/10.1353/eca.2012.0015>.
13. Kose M., Prasad E., Rogoff K., Wei S. Financial globalization: a reappraisal. IMF Working papers. 2009. WP/06/189(1). 94 p. doi: <https://doi.org/10.1596/1813-9450-5149>.
14. Krugman P. An open letter to Prime Minister Mahathir. 1998. URL: <http://web.mit.edu/krugman/www/mahathir.html>.
15. Levine R. Financial development and economic growth. *Journal of Economic Literature*. 1997. Vol. 35(2). P. 688–726.
16. Lucas R. Why doesn't capital flow from rich to poor countries? *The American Economic Review*. 1990. № 80(2). P. 92–96.
17. McKinnon R. Money and Finance in Economic Development. Washington: Brookings Institution Press, 1973.
18. Mill J. Principles of Political Economy: With Some of Their Applications to Social Philosophy / Ashley ed. 1920. Vol. 2. URL: <https://oll.libertyfund.org/titles/mill-principles-of-political-economy-ashley-ed>.
19. Moghadam R. (2011). Recent Experiences in Managing Capital Inflows – Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework. International Monetary Fund. URL: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/021411a.pdf>. doi: <https://doi.org/10.5089/9781498339346.007>.
20. Obstfeld M. The Global Capital Market: Benefactor or Menace? *Journal of Economic Perspectives*. 1998. Vol. 12(4). P. 9–30. doi: <https://doi.org/10.1257/jep.12.4.9>.
21. Reinhart C., Reinhart V. From capital flow bonanza to financial crash. 2008. URL: <https://voxeu.org/article/capital-inflow-bonanza-financial-crash-danger-ahead-emerging-markets>.
22. Robinson J. The generalization of the general theory. The rate of interest and other essays. London: Macmillan, 1952.
23. Rodrik D. Who needs capital-account convertibility? Essays in international finance. Princeton: Department of Economics, Princeton University, 1998. P. 55–65.

24. Shaw E. Financial Deepening in Economic Development. New York: Oxford University Press, 1973.
25. Solow R. Technical change and the aggregate production function. *Review of Economics and Statistics*. 1957. Vol. 39(3). P. 312–320. doi: <https://doi.org/10.2307/1926047>.
26. Stiglitz J. More Instruments and Broader Goals: Moving Toward the Post-Washington Consensus. The 1998 WIDER Annual Lecture. 1998. URL: <https://www.globalpolicy.org/component/content/article/209/43245.html>.
27. Stiglitz J., Rashid H. Closing Developing Countries' Capital Drain. *Project Syndicate*. 2016. URL: <https://www.project-syndicate.org/commentary/developing-countries-capital-outflows-by-joseph-e-stiglitz-and-hamid-rashid-2016-02?barrier=accesspaylog>.
28. Williamson J. Our Agenda and the Washington Consensus. Washington: Institute for International Economics, 2003. P. 323–331.
29. Береславська О.І. Лібералізація механізму валютного регулювання в Україні. *Наукові записки Національного університету Острозька академія. Серія: Економіка*. 2016. № 2. С. 43–50.
30. Вишне夫斯基 В.П., Шелудько Н.М. Глобальная финансовая нестабильность как «новая нормальность»: истоки, вызовы, перспективы. *Тerra Economicus*. 2017. № 15(3). С. 32–55.
31. Кораблін С. Макроекономічна динаміка України: пастка сировинних ринків. Інститут економіки та прогнозування НАН України. Київ, 2017. 308 с.
32. Раджан Р. Наростаючий прилив. *Фінанси і розвиток*. 2019. Іюнь. С. 15–19.
33. Сніжко О.В. Фінансовий розвиток трансформаційних економік: структурно-функціональний аналіз: монографія. Київ: Київський університет, 2009.
34. Туган-Барановський М.И. Промышленные кризисы: очерк из социальной истории Англии. Киев: Наукова думка, 2004. 368 с.
35. Хекшер Э. Влияние внешней торговли на распределение дохода. *Вехи экономической мысли*. 2006. № 6. С. 154–173.
36. Шаповал Ю.І. Контроль за рухом капіталу: особливості сучасних підходів і висновки для України. *Український соціум*. 2018. № 2. С. 106–129. doi: <https://doi.org/10.15407/socium2018.02.106>.

References

1. Agénor, P.R. (2001). Benefits and costs of international financial integration: theory and facts. The World Bank. doi: <https://doi.org/10.1596/1813-9450-2699>.
2. Bird, M. (2016). The Hottest Idea in Finance: Capital Controls Are Good. The Wall Street Journal. Feb. 4. Retrieved from <https://www.wsj.com/articles/the-hottest-idea-in-finance-capital-controls-are-good-1454581800>.
3. Blanchard, O., Hagan, S., Towari, S., Vinals, J. (2012). The liberalization and management of capital flows: an institutional view. International Monetary Fund, D.C. doi: <https://doi.org/10.5089/9781498339612.007>.
4. Brems, H. (1986). Bertil Ohlin's Contributions to Economic theory. BEBR Faculty working paper. November. № 1305.

5. Brockmeijer, J., Marston, D., Ostry, J. D. (2012). Liberalizing capital flows and managing outflows. IMF Board Paper. Retrieved from <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/031312.pdf>. doi: <https://doi.org/10.5089/9781498340847.007>.
6. Fischer, S. (1997). Capital account liberalization and the role of the IMF. Seminar Asia and the IMF. Sept. 19. Retrieved from <https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/53/sp091997>.
7. Garita, G. (2008). Financial market liberalization and economic growth. Rotterdam: Tinbergen Institute, Erasmus University.
8. Gourinchas, P.O., Jeanne, O. (2006). The elusive gains from international financial integration. *The Review of Economic Studies*, 73(3), 715-741. doi: <https://doi.org/10.1111/j.1467-937X.2006.00393.x>.
9. IMF's Lagarde urges countries to control 'inevitable' capital outflows amid trade, rate risks. (2018). Business News. October 11. Retrieved from <https://www.reuters.com/article/us-imf-worldbank-lagarde-capital-outflow/imfs-lagarde-urges-countries-to-control-inevitable-capital-outflows-amid-trade-rate-risks-idUSKCN1ML0HG>.
10. Kawai, M., Lamberte, M., Takagi, S. (2012). Managing capital flows: lessons from the recent experiences of emerging Asian economies. In: *Regulating global capital flows for long-run development*.
11. Keynes, J.M. (1930). *A treatise on money* (London). The collected writings of John Maynard Keynes. Vol. 6. London: Macmillan.
12. Klein, W. (2012). Capital Controls: Gates versus Walls. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2012(1), 317-367. doi: <https://doi.org/10.1353/eca.2012.0015>.
13. Kose, M., Prasad, E., Rogoff, K., Wei, S. (2009). Financial globalization: a reappraisal. IMF Working papers. WP/06/189(1). doi: <https://doi.org/10.1596/1813-9450-5149>.
14. Krugman, P. (1998). An open letter to Prime Minister Mahathir. Retrieved from <http://web.mit.edu/krugman/www/mahathir.html>.
15. Levine, R. (1997). Financial development and economic growth. *Journal of Economic Literature*. Jun. Vol. 35. No. 2, 688-726.
16. Lucas, R. (1990). Why doesn't capital flow from rich to poor countries? *The American Economic Review*, 80(2), 92-96.
17. McKinnon, R. (1973). *Money and Finance in Economic Development*. Washington: Brookings Institution Press.
18. Mill, J. (1920). *Principles of political economy: with some of their applications to social philosophy* / Ashley ed. Vol. 2. Retrieved from <https://oll.libertyfund.org/titles/mill-principles-of-political-economy-ashley-ed>.
19. Moghadam, R. (2011). Recent Experiences in Managing Capital Inflows - Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework. *International Monetary Fund*. Retrieved from <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/021411a.pdf>. doi: <https://doi.org/10.5089/9781498339346.007>.
20. Obstfeld, M. (1998). The Global Capital Market: Benefactor or Menace? *Journal of Economic Perspectives*, 12(4), 9-30. doi: <https://doi.org/10.1257/jep.12.4.9>.
21. Reinhart, C., Reinhart, V. (2008). From capital flow bonanza to financial crash. Retrieved from <https://voxeu.org/article/capital-inflow-bonanza-financial-crash-danger-ahead-emerging-markets>.
22. Robinson, J. (1952). *The generalization of the general theory*. In: *The rate of interest and other essays*. London: Macmillan.
23. Rodrik, D. (1998). Who needs capital-account convertibility? In: *Essays in international finance* (pp. 55-65). Princeton: Princeton University Press.
24. Shaw, E. (1973). *Financial Deepening in Economic Development*. New York: Oxford University Press.
25. Solow, R. (1957). Technical change and the aggregate production function. *Review of Economics and Statistics*, 39(3), 312-320. doi: <https://doi.org/10.2307/1926047>.
26. Stiglitz, J. (1998). More Instruments and Broader Goals: Moving Toward the Post-Washington Consensus. The 1998 WIDER Annual Lecture. Retrieved from <https://www.globalpolicy.org/component/content/article/209/43245.html>.
27. Stiglitz, J., Rashid, H. (2016). Closing Developing Countries' Capital Drain. Project Syndicate. 2016. Retrieved from <https://www.project-syndicate.org/commentary/developing-countries-capital-outflows-by-joseph-e-stiglitz-and-hamid-rashid-2016-02?barrier=accesspaylog>.
28. Williamson, J. (2003). *Our Agenda and the Washington Consensus*. Washington: Institute for International Economics.
29. Bereslavska, O. (2016). The Liberalization of the Currency Regulation in Ukraine. *Naukovi zapysky Natsional'noho universytetu Ostroz'ka akademiya. Seriya: Ekonomika - Scientific Notes of Ostroh Academy National University, Series: Economics*, 2, 43-50 [in Ukrainian].
30. Vishnevskiy, V., Sheludko, N. (2017). Global Financial Instability as a "New Normality": Origins, Challenges, Prospects. *Terra Economicus*, 15, 32-55 [in Russian].
31. Korablin, S. (2017). Macroeconomic dynamics of Ukraine: the trap of commodity markets. Kyiv: Institute for economics and forecasting, NAS of Ukraine [in Ukrainian].
32. Rajan, R. (2019). Rising Tide. *Finansy i razvitiye - Finance and Development*, June, 15-19 [in Russian].
33. Snizhko, O. (2009). *Financial development of transformational economies: structural and functional analysis: monograph*. Kyiv: Kyiv University [in Ukrainian].
34. Tugan-Baranovsky, M. (2004). *Industrial crises: an essay from the social history of England*. Kyiv: Naukova dumka [in Russian].
35. Heckscher, E. (2006). The effects of foreign trade on the distribution of income. *Vekhi ekonomicheskoy mysli - Milestones of an economic thought*, 6, 154-173 [in Russian].
36. Shapoval, Yu. (2018). Capital flows control: features of innovative approaches and insights for Ukraine. *Ukr. socium - Ukrainian society*, 2(65), 106-129. doi: <https://doi.org/10.15407/socium2018.02.106> [in Ukrainian].

Стаття надійшла до редакції 29 квітня 2020 р.