



# ЗНЯТТЯ ВАЛЮТНИХ ОБМЕЖЕНЬ ТА ЛІБЕРАЛІЗАЦІЯ РУХУ КАПІТАЛУ

Як і коли?

Керівник проекту: Марія Репко, заступник виконавчого директора ЦЕС

Співавтори: Галина Антоненко, економіст ЦЕС  
Олександр Кашко, економіст ЦЕС  
Ірина Піонтківська, старший економіст ЦЕС  
[office@ces.org.ua](mailto:office@ces.org.ua)

Дата: 13 жовтня 2015 р.

## Зміст

<b>1</b>	<b>Головне .....</b>	<b>3</b>
<b>2</b>	<b>Мета.....</b>	<b>5</b>
<b>3</b>	<b>Ситуація .....</b>	<b>5</b>
3.1	Обмеження, що стосуються зовнішньоторгівельних операцій підприємств	8
3.2	Обмеження транскордонного руху капіталу	9
3.3	Обмеження на міжбанківському валютному ринку	10
3.4	Обмеження на готівковому ринку та по операціях населення	10
<b>4</b>	<b>Міжнародний досвід .....</b>	<b>12</b>
4.1	Ринково-орієнтовані чи прямі адміністративні обмеження?	13
4.2	Передумови для повного зняття обмежень на рух капіталу	15
4.3	Послідовність кроків з лібералізації рахунку капіталу	15
4.4	Вибір темпів лібералізації руху капіталу	16
<b>5</b>	<b>Альтернативи.....</b>	<b>18</b>
5.1	Короткостроковий горизонт (3-6 місяців)	18
5.1.1	Збереження статус-кво	18
5.1.2	Часткова лібералізація	21
5.2	Стратегічний горизонт (3-7 років) – повна лібералізація	22
5.2.1	Переваги та ризики лібералізованого руху капіталу	22
5.2.2	Темпи лібералізації	24
5.2.3	Можливі конфігурації управління потоками капіталу	24
<b>6</b>	<b>Рекомендації.....</b>	<b>29</b>
<b>7</b>	<b>План дій.....</b>	<b>30</b>
	<b>Додатки.....</b>	<b>33</b>



# 1 Головне

Скорочення промислового виробництва та відтік капіталу внаслідок розгортання воєнних дій на Сході країни призвели до кризи платіжного балансу. Політична та економічна кризи спровокували зростання девальваційних очікувань та кризи довіри до банківської системи. В результаті гривня стрімко девальвувала, а банківська система втратила понад 32% вкладів у гривні та понад 55% валютних депозитів станом на кінець серпня 2015 року. Політико-економічна криза у 2014-15 роках змусила НБУ вдаватися до жорстких заходів валютного регулювання, щоб заспокоїти валютний ринок та зменшити тиск на платіжний баланс. Впроваджені НБУ заходи адміністративного валютного регулювання допомогли стабілізувати валютний ринок та покращити стан платіжного балансу, проте ці заходи укупі із застарілою конфігурацією валютного регулювання стримують процес відновлення економічного зростання.

З огляду на глобалізацію економічних процесів, у світі в цілому зберігається тенденція до поступової лібералізації фінансових потоків<sup>1</sup> серед країн, що розвиваються, та країн з перехідною економікою. Лібералізація транскордонного руху капіталу сприяє прискоренню економічного розвитку, оскільки притік іноземного капіталу дозволяє фінансувати структурні дефіцити поточних рахунків, які утворюються в результаті швидкого зростання інвестиційної та споживчої активності. В довгостроковій перспективі притік капіталу сприяє розвитку фінансового сектору у країнах-реципієнтах і розширює можливості для інвестицій всередині країни шляхом полегшення доступу економічних агентів до фінансових ресурсів, таким чином стимулюючи економічний розвиток.

Зменшення бар'єрів на міжнародний рух капіталу у країнах, що розвиваються, несе економічні ризики для країн-реципієнтів. Висока проциклічність глобального руху капіталу зумовлює сильну волатильність потоків капіталу у країнах, що розвиваються, і це призводить до більш вираженої циклічності економічних процесів – виражених періодів зростання та спаду.

В процесі фінансової лібералізації багато країн, що розвиваються, практикували та практикують використання інструментів контролю за рухом капіталу для зменшення негативних наслідків різкого притоку чи відтоку капіталу для своїх економік. Використання інструментів впливу на рух капіталу залежить від причин та масштабів проблем, які виникли в економіці.

Зокрема, міжнародний досвід щодо використання обмежень на рух капіталу свідчить, що:

- використання адміністративних обмежень має бути тимчасовим антикризовим заходом;
- притік капіталу легше контролювати, ніж відтік;
- введення обмежень має бути одномоментним і широкомасштабним;
- ефективність обмежень на рух капіталу є вищою, якщо фінансова система країни має високі стандарти регулювання та нагляду;
- введення нових обмежень тягне за собою великі адміністративні витрати.

Згідно з рекомендаціями МВФ, зняття обмежень на рух капіталу, введених для боротьби з кризовими явищами, має бути поступовим і виваженим кроком. Виходячи з поточної ситуації в Україні та міжнародного досвіду, варто розглядати альтернативні варіанти політики щодо руху капіталу та валютного регулювання окремо на короткострокову і довгострокову перспективи.

**У короткостроковій перспективі (3-6 місяців)** часткове зняття обмежень на рух капіталу є кращою альтернативою наявному режиму регулювань, проте вимагає виконання передумов щодо фінансової стабільності та підвищення довіри інвесторів та населення до фінансової системи України. Навіть часткове зняття обмежень дасть позитивний сигнал інвесторам і сприятиме покращенню економічних очікувань.

---

<sup>1</sup> Термін «фінансова лібералізація» вживається в даній записці як синонім процесу зняття обмежень на рух капіталу. Тобто заходи, спрямовані на усунення обмежень на рух капіталу, означають поглиблення фінансової лібералізації.



З-посеред заходів, що можуть бути застосовані негайно, ми бачимо такі:

- модифікація існуючих обмежувальних норм з метою спрощення їх адміністрування для бізнесу;
- заміна адміністративних заборон та найбільш дискримінаційних обмежень на більш ринково-орієнтовані заходи контролю за рухом капіталу, особливо в частині дозволу виводу дивідендів;
- розробка та тестування інформаційної системи щодо руху капіталу, яка дозволяє регулятору протягом проміжних етапів лібералізації оцінювати обсяги руху капіталу за кожним каналом та своєчасно коригувати політику (за прикладом Ізраїлю);
- розробка та затвердження нормативної бази, яка необхідна для лібералізації та інтеграції в європейський фінансовий ринок (зокрема це стосується базового законодавства з питань валютного ринку та торгівлі цінними паперами);
- повна лібералізація притоку прямих іноземних інвестицій та портфельних інвестицій в акції одразу після розробки та прийняття відповідних нормативних актів.

**У довгостроковій перспективі (3-7 років)** повна фінансова лібералізація є кращою альтернативою для України, з огляду на поточний рівень інтегрованості України у глобальну економічну систему та необхідність залучення великих обсягів інвестиційних ресурсів для структурної модернізації. Проте економіка країни потребує тривалої і комплексної підготовки до такого кроку, щоб повною мірою скористатися перевагами вільного руху капіталу та мінімізувати ризики, пов'язані з волатильністю потоків капіталу.

З огляду на міжнародний досвід, Україні слід керуватися принципами інтегрованого підходу до лібералізації руху капіталу. Це передбачає створення передумов для покращення інституційної спроможності країни протистояти волатильності потоків капіталу і трансформувати їх у продуктивні інвестиції. При проходженні проміжних етапів фінансової лібералізації необхідно створити гнучку систему управління рухом капіталу, яка дасть можливість регулятору реагувати на виклики, пов'язані з можливими різкими коливаннями потоків капіталу. Необхідними передумовами для повного зняття обмежень на рух капіталу є тривала макроекономічна та фінансова стабільність, сприятливий бізнес-клімат, добре розвинений внутрішній ринок цінних паперів та наявність гарної системи пруденційного нагляду.

Інтегрований підхід до лібералізації руху капіталу передбачає поступове зняття обмежень на різні види потоків капіталу у залежності від проведення необхідних заходів реформування та виконання необхідних передумов. На початковому етапі лібералізації знімаються обмеження та створюється сприятливе середовище для притоку прямих іноземних інвестицій та здійснення зовнішньоторгівельних операцій; на другому етапі дозволяється вільний притік портфельних інвестицій в акціонерний капітал та лібералізація відтоку ПІІ; на третьому – проводиться лібералізація короткострокових потоків капіталу, і в останню чергу – знімаються обмеження на закордонне інвестування резидентами. Необхідними передумовами для повного зняття обмежень на рух капіталу є тривала макроекономічна та фінансова стабільність, сприятливий бізнес-клімат, добре розвинений внутрішній ринок цінних паперів та наявність дієвої системи захисту від недобросовісних операцій та маніпулювання ринком.

Реалізація всіх етапів лібералізації вимагає проведення цілої низки реформ задля створення сприятливого інституційного середовища (зокрема передбачаються заходи щодо посилення ролі фінансових ринків, покращення пруденційного регулювання та нагляду для запровадження відповідного рівня управління ризиками серед учасників ринку тощо). Якщо лібералізувати рух капіталу за відсутності інституційного середовища, то вітчизняна економіка не зможе абсорбувати додаткову ліквідність, що призведе до утворення «бульбашок» на ринку нерухомості, землі, споживчих кредитів і спровокуватиме кризові явища.



## 2 Мета

Вирізняють три основних блоки політичних інструментів впливу на транскордонний рух капіталу:

- узгодженість макроекономічної політики (контрциклічна фіскальна та монетарна політика);
- валютні інтервенції та стерилізаційні операції;
- обмеження руху капіталу та валютне регулювання (віднедавня МВФ ввів термін «політика управління потоками капіталу»).

У даній записці ми зосереджуємось на останньому блоці - обмеженнях на рух капіталу та валютному регулюванні. Ми з'ясовуємо, чи є доцільним пом'якшення режиму валютного регулювання, та визначаємо передумови для заходів лібералізації руху капіталу, спираючись на міжнародний досвід. Також ми розглядаємо можливі альтернативні варіанти політики щодо управління рухом капіталу та валютного регулювання у довгостроковому періоді.

З огляду на глобалізацію економічних процесів та інтеграцію України у світовому фінансову систему, стратегічною метою є поступова фінансова лібералізація, що передбачає в довгостроковій перспективі зняття обмежень на рух капіталу. Для того щоб повною мірою скористатися перевагами вільного руху капіталу та мінімізувати ризики, пов'язані з волатильністю потоків капіталу, необхідно впровадити низку заходів, спрямованих на покращення інституційної спроможності країни управляти як притоком, так і відтоком капіталу на проміжних етапах лібералізації. За допомогою цієї записки ми окреслюємо комплекс заходів, які необхідно здійснити на шляху до стратегічної мети – повної фінансової лібералізації.

Ми зосередилися у цій записці на традиційному підході до валютного режиму, не торкаючись альтернативних сценаріїв, як-от *currency peg/currency board* або дозволу на розрахунки іноземною валютою. Цей підхід загалом відповідає комплексній програмі розвитку фінансового сектору України до 2020 року, Меморандуму МВФ та підписаним Україною євроінтеграційним документам (Угода про Асоціацію).

## 3 Ситуація

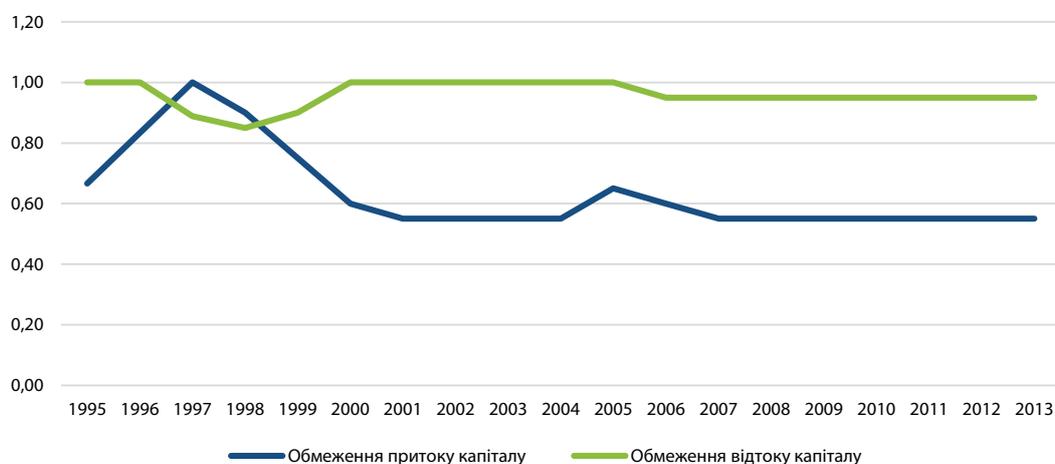
Жорсткі обмеження на рух капіталу існують в Україні з моменту здобуття незалежності й, попри певні пом'якшення регулювань щодо притоку капіталу (зокрема, прямих іноземних інвестицій (ПІІ)) у період 1999-2001 років, країна залишається де-юре закритою економікою для потоків капіталу, причому підтримується асиметрично вищий рівень закритості щодо відтоку капіталу (див. Рисунок 1). При цьому країна є доволі відкритою в зовнішньоторговельних стосунках – співвідношення суми її експорту та імпорту до ВВП стабільно перевищує 100%, існує чітко виражена експортна орієнтація на товари з низькою доданою вартістю.

Слід зазначити, що у структурі притоку ПІІ переважали інвестиції у наявні виробничі потужності (*brownfield projects*), що частково пов'язано з процесом приватизації та підтверджується високою часткою ПІІ з офшорних юрисдикцій (частка Кіпру та Британських Віргінських Островів у кумулятивному обсязі ПІІ склала 34% на кінець 2014 року).

За останні 8 років економіка України вдруге переживає важкі кризові явища. Обидва рази макроекономічні дисбаланси накопичувалися задовго до кризових 2008 та 2014 років. Окрім низки інших факторів, що були передумовами обох кризових епізодів, режим де-факто фіксованого валютного курсу зумовлював зростання зовнішньоторгівельного дефіциту, який у передкризові роки фінансувався, головним чином, надходженнями ПІІ та зовнішніми запозиченнями. Однак, у кризові роки, коли доступ до міжнародних ринків капіталу погіршувався та негативні очікування посилювалися, притік капіталу змінювався на відтік, у результаті чого формувалася потужний девальваційний тиск. Для поточної кризи (2014 р.) визначальними факторами, що спровокували розгортання кризових явищ (зокрема, кризу платіжного балансу), були також збройний конфлікт у східних областях та закриття для українських виробників російського ринку.



Рисунок 1. Україна: еволюція обмежень руху капіталу\*

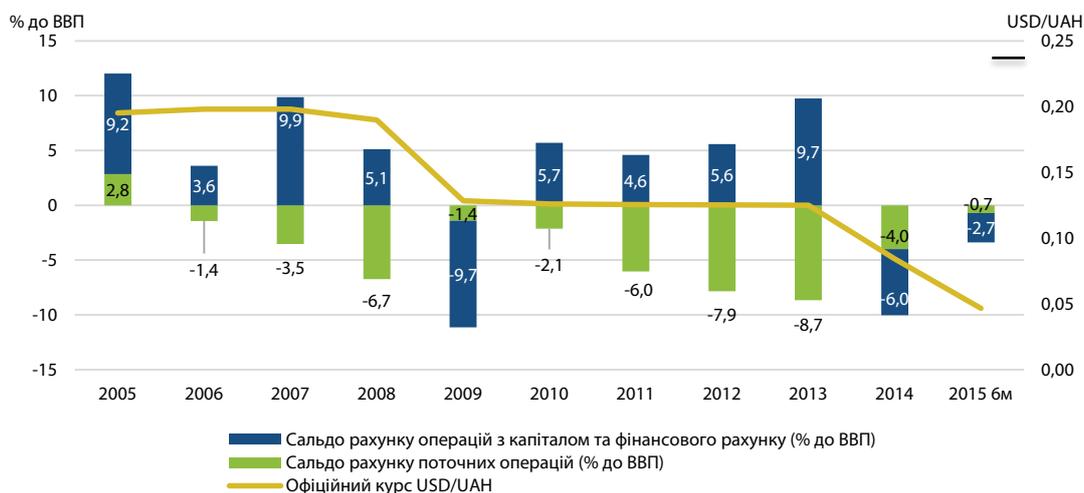


\* Обмеження щодо відтоку та притоку капіталу представлені у формі індексу, значення якого варіюється від 0 (вільний рух капіталу) до 1 (максимально обмежений рух капіталу).

Джерело: Fernandez et al. (2015) Capital Control Measures: A New Dataset.  
[http://fletcher.tufts.edu/~media/Fletcher/Research/docs/FKRSU\\_Jan\\_30\\_2015.pdf](http://fletcher.tufts.edu/~media/Fletcher/Research/docs/FKRSU_Jan_30_2015.pdf)

Іншою спільною рисою обох криз було те, що НБУ застосовував політику інтервенцій для підтримки нерівноважного курсу гривні. Це виснажувало резерви та обидва рази не змогло запобігти різкій девальвації гривні. В рамках антикризових заходів НБУ підвищував ставки рефінансування та вводив обмеження на рух капіталу і валютнообмінні операції.

Рисунок 2. Платіжний баланс та офіційний курс USD/UAN



Джерело: Статистичні дані Національного банку України

Антикризова політика НБУ 2014-2015 років передбачала комбінацію ринкових і адміністративних заходів:

- гнучке курсоутворення та задекларований перехід до інфляційного таргетування;
- валютні інтервенції на міжбанківському ринку;
- підвищення облікової ставки на 10,5 п.п. до 30% та активна стерилізація гривні;
- прямі адміністративні обмеження на операції з валютою та на рух капіталу.



Політика валютних інтервенцій на якийсь час послабила тиск на гривню, але не виправдала себе. Так, протягом 2014 року НБУ витратив майже 10 млрд дол. США на підтримку гривні і залишився із резервами у розмірі 5,6 млрд дол. США станом на початок березня 2015 року (перед схваленням нової угоди з МВФ). Підвищення процентних ставок за умов дуже високих операційних ризиків, пов'язаних із війною на Сході, теж не дало необхідного позитивного ефекту. З іншого боку, корекція курсу до більш рівноважного значення справила позитивний вплив на баланс зовнішньої торгівлі – вперше з 2010 року сальдо рахунку поточних операцій було позитивним або незначно від'ємним впродовж кількох місяців поспіль за березень-серпень 2015 року (Рисунок 2), у підсумку за 8 місяців 2015 року дефіцит поточного рахунку склав лише 133 млн дол. США (дефіцит за 2014 рік, для порівняння становив 4,6 млрд дол. США).

Адміністративні обмеження виявилися досить ефективним механізмом і дозволили зменшити відтік капіталу. Проте основними недоліками, що знижували ефективність введених обмежень, були:

- низький вплив на тіньовий сектор, який становить близько половини офіційної економіки (за оцінками Міністерства економічного розвитку і торгівлі);
- запровадження у розпал кризи, із запізненням після початку виведення коштів.

Найбільші проблеми (Рисунок 3) становлять: складне та витратне адміністрування (по суті, своєрідний «податок» на економічну активність), фактичне обмеження оборотних коштів через їх резервування на спеціальному рахунку, обов'язковий продаж 75% валютної виручки, що створює особливі проблеми для експортерів, які одночасно є імпортерами.

Рисунок 3. Критичні для бізнесу регуляції\*

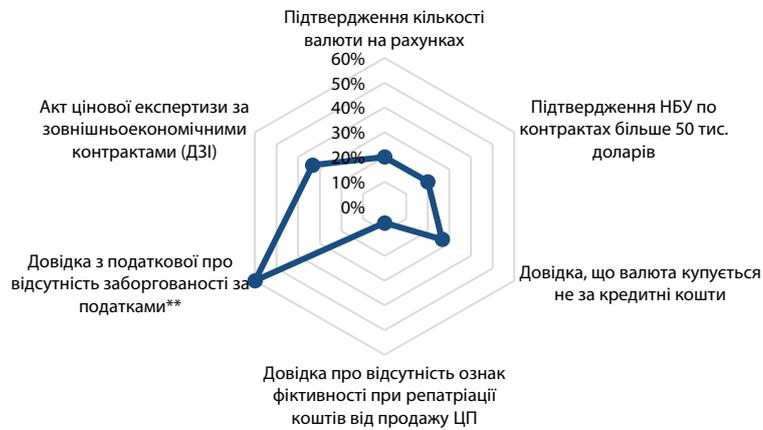


\* На графіку відображено варіанти відповідей респондентів (керівники 15 підприємств, що здійснюють валютні операції) на запитання «Які поточні валютні регуляції створюють головні обмеження для здійснення бізнесу?» та % респондентів, які зазначили регуляцію як значущу.

Джерело: Опитування ЦЕС, власні розрахунки, серпень 2015 р..

Одним з найбільш суттєвих факторів ускладнення діяльності є адміністрування, яке спричинює значні додаткові витрати для підприємств. Респонденти зазначають, що лише надання довідок потребує як мінімум одного працівника, зайнятого на повний робочий день, не беручи до уваги вартість цих довідок та витрати на штрафи або роботу за індивідуальними ліцензіями у випадку застосування санкцій до підприємства. Опитування підприємств (Рисунок 4) показало, що найбільше відволікають час та адміністративні ресурси підприємств такі вимоги:

Рисунок 4. Витрати на адміністрування\*



\* На графіку відображено варіанти відповідей респондентів (керівники 15 підприємств, що здійснюють валютні операції) на запитання «Які поточні валютні регуляції не створюють значних обмежень, але вимагають адміністрування?» та % респондентів, які зазначили регуляцію як значущу.

\*\* Довідку ДФС було скасовано постановою НБУ №581 від 03.09.2015

Джерело: Опитування ЦЕС, власні розрахунки, 2015 р.

За стабілізації макроекономічної ситуації, існування обмежень стає менш виправданим з точки зору ризиків виводу капіталу, але продовжує створювати перешкоди для економічної активності:

- витіснення законслухняних компаній з конкурентного поля через низький вплив обмежень на «тіньовий сектор»;
- спотворення економічних стимулів та ускладнення господарської діяльності;
- прямі й великі адміністративні витрати для бізнесу.

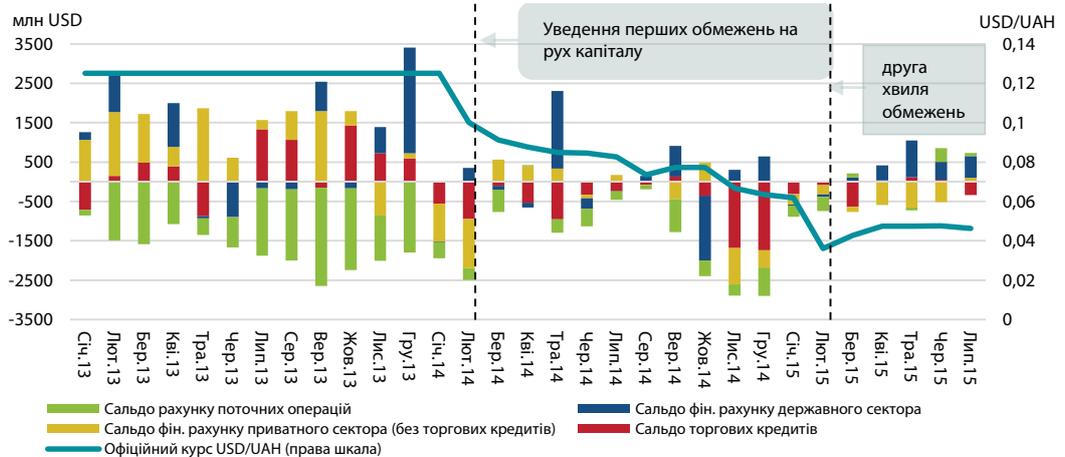
### 3.1 Обмеження, що стосуються зовнішньоторгівельних операцій підприємств

НБУ запровадив регулювання експортно-імпортних операцій, аби стимулювати повернення в країну валютної виручки експортерів та зменшити виведення валюти імпортерами (вибірковий перелік обмежень наведено у Додатку 1). Ці обмеження не задовольняють класичним постулатам теорії: вони суттєво ускладнюють щоденну господарську діяльність підприємств; період їх застосування є досить тривалим, вони ризикують перетворитися на перманентну систему; за час їх застосування не відбулося суттєвого реформування, покликаного сприяти економічному зростанню.

З погіршенням політичної та економічної ситуації у 2014 році посилювався відтік капіталу (Рисунок 5). Дефіцит фінансового рахунку приватного сектора за 2014 рік сягнув 8,4 млрд дол. США (близько 6,5% ВВП), тимчасом як у попередні роки мав місце профіцит. Найбільший відтік капіталу було зафіксовано у IV кварталі 2014 року (6,8 млрд дол. США). На таку динаміку, ймовірно, вплинули купівля валюти «Нафтогазом» для виплати боргів перед «Газпромом» та традиційні очікування економічних агентів, що Нацбанк «відпустить» курс гривні. У відповідь на це регулятор запровадив більш жорстке регулювання операцій імпорту, зокрема вимогу підтверджувати в НБУ авансові платежі за контрактами понад 50 тис. дол. США. Для підтвердження платежів банки зобов'язані подавати в НБУ документи, які є підставою для здійснення операцій, а також низку додаткових документів, зокрема про відсутність податкової заборгованості. В результаті, відтік хоча й продовжувався, але його обсяги значно скоротилися.



Рисунок 5. Поточний та фінансовий рахунки платіжного балансу



Джерело: Статистичні дані Національного банку України

### 3.2 Обмеження транскордонного руху капіталу

Україна перебуває в ситуації, коли жорстка економічна криза змусила регулятора вдаватися до майже повного перекриття транскордонних грошових потоків задля зменшення девальваційного тиску на курс національної валюти.

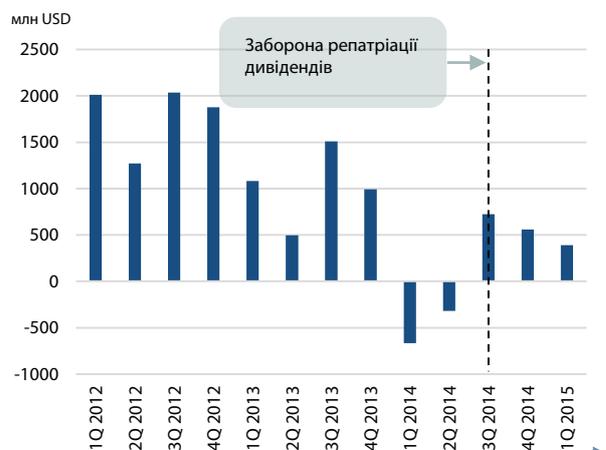
Обмеження перекрили частину каналів, які економічні агенти використовували для виведення капіталу за межі країни. Зокрема, це стосується операцій з цінними паперами (інвестиційні сертифікати, векселі тощо), дострокового погашення кредитів нерезидентам та заборони виплачувати дивіденди на користь нерезидентів (див. Рисунок 6). Ця заборона має значний негативний вплив на інвестиційний клімат та є одним з визначальних факторів при прийнятті іноземними інвесторами рішень щодо інвестування в Україну (Рисунок 7).

Рисунок 6. Дивіденди на користь нерезидентів



Джерело: Статистичні дані Національного банку України та Державного комітету статистики

Рисунок 7. Притік прямих іноземних інвестицій в Україну



Джерело: Статистичні дані Національного банку України

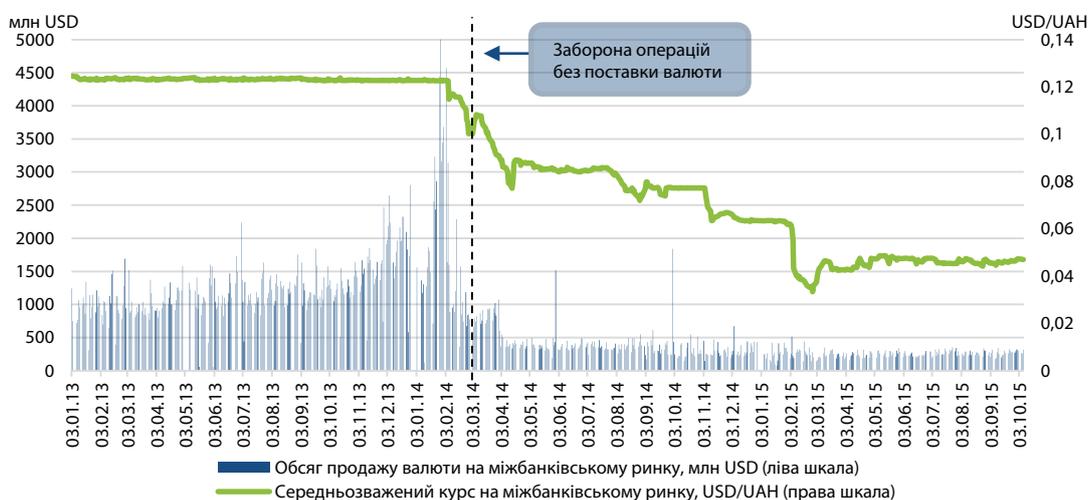


### 3.3 Обмеження на міжбанківському валютному ринку

Обмеження на міжбанківському валютному ринку були націлені передусім на заборону спекулятивних операцій та короткої позиції в гривні. Крім того, у першій половині 2014 року діяла норма, згідно з якою регулятор мав право відімкнути банк від системи підтвердження угод у разі виявлення в його діяльності операцій, що призводять до нестабільності. Цю норму було скасовано в червні 2014 р. У пік девальваційного тиску в лютому 2015 року була здійснена спроба фактично повної заборони купівлі іноземної валюти на міжбанківському ринку (Постанова № 130), яку було скасовано наступного дня (Постанова № 131).

Обсяги продажу валюти на міжбанківському ринку (Рисунок 8) різко скоротилися. Проте частина угод перемістилася на позабанківський «чорний» ринок, курс на якому в січні-лютому 2015 року відрізнявся від офіційного на 25-30%. Повномасштабного існування множинності валютних курсів (як було в інших країнах) завдяки досить швидкій стабілізації вдалося уникнути.

Рисунок 8. Міжбанківський валютний ринок



Джерело: Статистичні дані Національного банку України

### 3.4 Обмеження на готівковому ринку та по операціях населення

Зі зростанням девальваційних очікувань, традиційно для часів невпевненості та криз, населення різко збільшило купівлю валюти – єдиного доступного безризикового інструменту збереження заощаджень в умовах заборони на інвестування за кордон, банківської кризи та нерозвинутого локального фінансового ринку. Панічні настрої завдали додаткового удару по банківській системі, яка зіштовхнулася з відтоком депозитів на додачу до стрімкого погіршення якості активів. НБУ встановив щоденний ліміт на купівлю готівкової валюти населенням, на зняття коштів з поточних та депозитних рахунків (зокрема, 15 тис. грн на добу – у іноземній валюті), а також на перекази за кордон. Кошти, що переказували на користь фізичних осіб з-за кордону, підлягали обов'язковому продажу (Рисунок 9). Через це обсяги переказів з-за кордону знизилися і тільки зараз починають відновлюватися.

Протягом 2014 року населення забрало з українських банків близько 20% вкладів у національній валюті та 40% вкладів у доларах США (Рисунок 10). Існує ймовірність, що значну частину гривневих депозитів населення спрямувало на купівлю валюти.



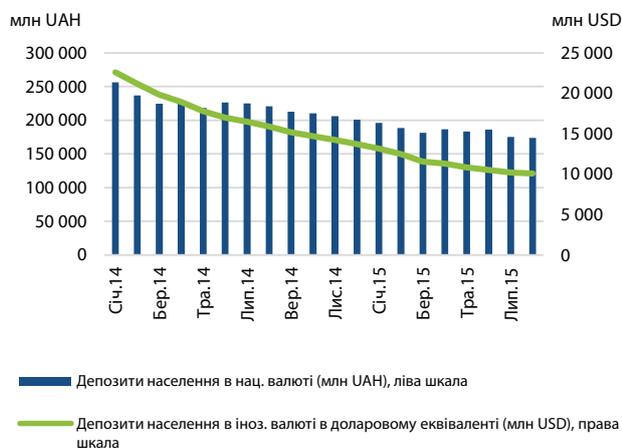
Рисунок 9. Сальдо поточних трансфертів



Джерело: Статистичні дані Національного банку України

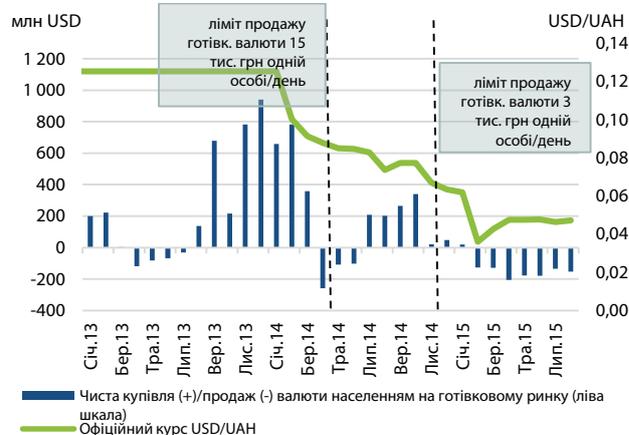
Більший відтік валютних депозитів, який триває й зараз, засвідчив, що ціна обмеження на зняття валютних депозитів для фінансової системи стала вкрай високою. При цьому валютні обмеження значно звузили готівковий валютний ринок (Рисунок 11). Населення ніколи не мало змоги офіційно інвестувати за кордон (лише за індивідуальною валютною ліцензією), тому за цим каналом суттєвий відтік був можливим (і відбувався) лише у «тіньовій», нерегульованій сфері. Частина операцій з купівлі-продажу готівкової іноземної валюти населення також перевело на тіньовий ринок.

Рисунок 10. Депозити населення



Джерело: Статистичні дані Національного банку України

Рисунок 11. Готівковий валютний ринок



Джерело: Статистичні дані Національного банку України

До зростання «чорного» ринку, крім обмежень, призвело також запровадження з вересня 2014 року індикативного курсу НБУ, який слугував орієнтиром для котирувань на міжбанківському ринку. Цей курс був нижчим за ринковий та стимулював економічних агентів продавати валюту на «чорному» ринку за кращим курсом. Після ліквідації такої практики у 2015 році, ситуація стабілізувалася, але надалі може слугувати індикатором небезпеки множинності курсів в умовах доларизації економіки.

За оцінками НБУ, обсяг відкладеного попиту на іноземну валюту з боку фізичних осіб може становити 1-1,5 млрд дол. США, якщо припустити, що більшу частину відшкодування за депозитами у ліквідованих та неплатоспроможних банках населення спрямує на купівлю валюти. Крім того, є ймовірним відтік коштів з валютних депозитів, що були відкриті до січня 2014 року.



Великі обсяги валютної готівки – це той внутрішній інвестиційний ресурс, який в умовах оздоровленого банківського сектору зміг би допомогти відновленню економічного зростання.

## 4 Міжнародний досвід

З огляду на загальну глобалізацію, у світі загалом зберігається тенденція до лібералізації фінансових потоків серед країн, що розвиваються, та країн з перехідною економікою. Зміни у індексі обмежень на рух капіталу (розраховується на основі щорічного звіту МВФ щодо валютнообмінних режимів та обмежень на рух капіталу)<sup>2</sup> свідчать, що кількість економік світу, що класифікуються як здебільшого фінансово відкриті, з середини 1990-х до 2010 року зростає з 78 до 93 з-поміж 185 країн. Втім, кількість здебільшого фінансово закритих економік лише незначно зменшилась за той самий період (з 65 до 62).

Лібералізація транскордонного руху капіталу сприяє прискоренню економічного розвитку, оскільки притік іноземного капіталу дозволяє фінансувати структурні дефіцити поточних рахунків, які утворюються в результаті швидкого зростання інвестиційної та споживчої активності. Також вільний міжнародний рух капіталу дозволяє диверсифікувати інвестиції. Емпіричні дослідження впливу потоків капіталу на економічний розвиток вказують на позитивний ефект від притоку прямих іноземних інвестицій та інших неборгових потоків, особливо для країн, що розвиваються, та країн з перехідною економікою, у тому числі через позитивний вплив імпорту сучасних технологій. У довгостроковій перспективі притік капіталу сприяє розвитку фінансового сектору у країнах-реципієнтах і розширює можливості для інвестицій всередині країни, полегшуючи доступ економічних агентів до фінансових ресурсів та стимулюючи економічний розвиток. У країнах, що лібералізували рух капіталу, спостерігалася тенденція до стійкого економічного зростання (Рисунок 12 демонструє позитивну залежність між притоком іноземних інвестицій та середніми темпами економічного зростання протягом 10 років після фінансової лібералізації).

Зменшення бар'єрів для міжнародного руху капіталу у країнах, що розвиваються, несе економічні ризики для країн-реципієнтів. Висока проциклічність глобального руху капіталу зумовлює волатильність потоків капіталу і це призводить до більш вираженої циклічності економічних процесів – періодів зростання та спаду.

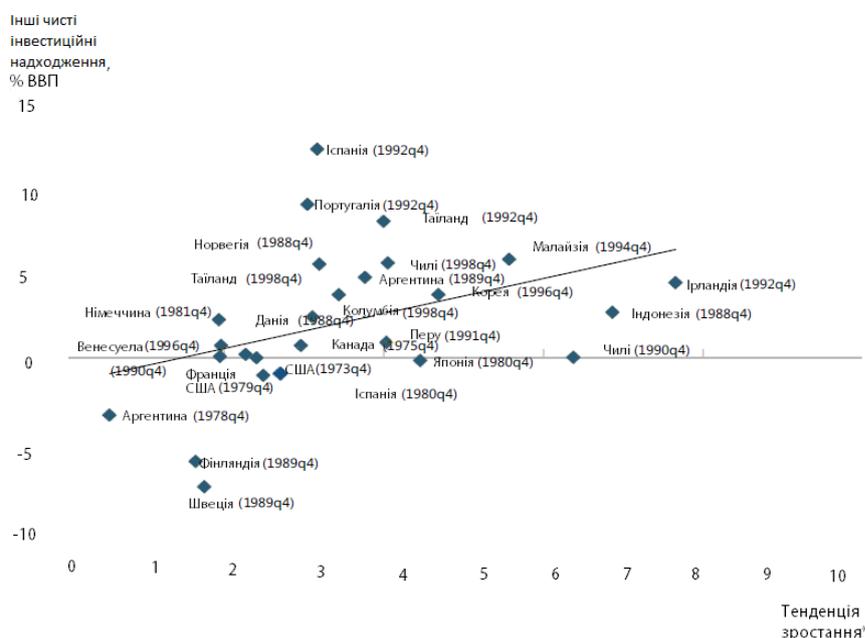
Досвід країн, що лібералізували рух капіталу, показав, що у перші роки після відкриття рахунку капіталу відбувався масовий притік капіталу в країну. Це спричиняло девальваційний тиск на валюту країни-реципієнта, протистояти якому за допомогою стерилізаційних операцій центрального банку часто не вдавалося. В результаті конкурентоспроможність експортних товарів знижувалася з подальшим погіршенням торговельного балансу, ціни у неторговельних секторах зростали невиправдано швидко (бум на ринках нерухомості), як і внутрішнє кредитування, споживання та інвестиції за рахунок притоку фінансових ресурсів з-за кордону, в тому числі короткострокового боргу. Все це зрештою призводило до погіршення макроекономічних показників – розширення дефіциту поточного рахунку, підвищення інфляційного тиску, сповільнення росту ВВП – і згодом до зменшення притоку чи навіть до відтоку іноземного капіталу навіть за відсутності інших негативних факторів.

Різка зміна притоку капіталу на відтік призводила до того, що девальваційний тиск зростав, ціни на ринках нерухомості падали, а рівень проблемних активів на балансах банківських установ збільшувався високими темпами. Залежно від масштабу цих процесів, у країн або виникали тимчасові фінансові труднощі, або розгорталися системні кризи платіжного балансу, банківські та/або валютні кризи. Все це потребувало коригування монетарної та фіскальної політики і часто вимагало повернення до використання обмежень на рух капіталу.

<sup>2</sup> De jure index of capital flows restrictions – [http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito\\_website.htm](http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm)



Рисунок 12. Залежність між довгостроковим економічним зростанням та зміною обсягів притоку інвестицій з-за кордону у період: рік до лібералізації – рік після



\* Тенденція зростання визначається як середній ріст реального ВВП протягом десяти років після повної лібералізації.

Джерело: МВФ; оцінки співробітників МВФ

Від 1970-х років, коли почалася перша хвиля лібералізації транскордонного руху капіталу у країнах, що розвиваються, і дотепер – відбулося чотири цикли масштабного притоку-відтоку приватного капіталу до економік країн, що розвиваються. Кожний з цих циклів характеризувався низкою кризових епізодів різного ступеня важкості у країнах-реципієнтах. Накопичений досвід подолання наслідків та застосування різних антикризових інструментів дають можливість зробити висновки щодо ефективності використання різних заходів політики контролю за рухом капіталу, які дозволяють уникнути або зменшити негативні наслідки волатильності потоків капіталу для країн, що розвиваються.

#### 4.1 Ринково-орієнтовані чи прямі адміністративні обмеження?

У процесі фінансової лібералізації багато країн, що розвиваються, практикували та практикують використання інструментів контролю за рухом капіталу та задля зменшення негативних наслідків різкого притоку чи відтоку капіталу для своїх економік.

Використання інструментів впливу на рух капіталу залежить від причин та масштабів проблем, які виникли в економіці. Розрізняють дві широкі категорії обмежень на рух капіталу:

- 1) адміністративні обмеження (отримання дозволів, заборони на окремі транзакції);
- 2) ринково-орієнтовані, або цінові заходи контролю (як-от оподаткування, резервні вимоги тощо).

Адміністративні обмеження, як правило, є менш прозорими та більше викривлюють діяльність економічних агентів, тимчасом як ринково-орієнтовані покликані дестимулювати певні транзакції, збільшуючи їх вартість, а не повністю їх заборонити. Окремі випадки застосування різних видів обмежень на рух капіталу наведено в таблиці 1.



Таблиця 1. Приклади обмежень руху капіталу та окремі випадки їх застосування

Обмеження відтоку капіталу		Обмеження притоку капіталу	
<b>Адміністративні</b>			
Заборона репатріації дивідендів	Україна (2014-15), Малайзія (1998)	Ліміти на залучення короткострокового капіталу резидентами	Індонезія (2011)
Обмеження (мораторій) на зняття депозитів та купівлю готівкової іноземної валюти	Україна (2014-15), Аргентина (1994, 2001)	Мінімальний період утримання внутрішніх активів на балансі до перепродажу	Індія, Індонезія (2011)
Обов'язковий продаж експортної виручки	Україна (1998, 2014), Таїланд (1997)	Отримання дозволу або вимога реєстрації міжнародних запозичень	Корея (2010), Кіпр, Україна
Період затримки трансфертів нерезидентам виручки від продажу внутрішніх активів	Ісландія (2008)	Обмеження строковості боргових запозичень	Індія, Україна (2008)
Мінімальний період перебування іноземного капіталу в країні	Чилі (1990-ті), Індія		
Затримка конвертації доходів нерезидентів від продажу внутрішніх активів (від 5 днів до 12 місяців)	Україна (2008), Малайзія (1998)		
Заборона конвертації активів, деномінованих у внутрішній валюті	Ісландія (2008)		
<b>Ринково-орієнтовані (цінові обмеження)</b>			
Оподаткування виручки нерезидентів від продажу цінних паперів	Малайзія (1998)	Оподаткування процентного доходу та доходів від продажу внутрішніх цінних паперів нерезидентами	Корея (2011), Таїланд (2010)
Множинність обмінних курсів	Аргентина (2002- 2013), Венесуела (2003-2015)	Резервування частини притоку короткострокового капіталу на окремих рахунках в центробанку	Чилі (1990-ті), Словенія (1995-99)
		Оподаткування портфельних інвестицій та притоку боргового капіталу	Бразилія (2009)

Джерело: Дані Центру економічної стратегії; дані Міжнародного валютного фонду.

Міжнародний досвід використання обмежень на рух капіталу свідчить, що:

- використання адміністративних обмежень має бути тимчасовим антикризовим заходом;
- притік капіталу легше контролювати, ніж відтік;
- введення обмежень має бути одномоментним і широкомасштабним (перекривати одразу якомога більшу кількість каналів відтоку/притоку капіталу);
- ефективність обмежень на рух капіталу є вищою, якщо фінансова система країни має високі стандарти регулювання та нагляду;
- введення нових обмежень тягне за собою великі адміністративні витрати.



Тривале застосування політики контролю за рухом капіталу має негативні наслідки для економіки. Зокрема, воно знижує дисципліну учасників фінансових ринків (фінансові інститути можуть знизити стандарти управління ризиками у своїй поточній діяльності) та контроль за державними фінансами, звужує простір для фінансування інвестиційних проектів та зменшує можливості резидентів для диверсифікації своїх активів. Також існують витрати держави, пов'язані з моніторингом і контролем дотримання валютних регулювань та інших обмежень. Існування обмежень непрямо заохочує економічних агентів до пошуку ренти та корупційних дій задля отримання можливості їх обійти. Таким чином, тривале використання обмежень на рух капіталу є контрпродуктивним, оскільки змушує регулятора постійно видозмінювати регулювання, щоб вони поширювалися на більше коло транскордонних операцій, що невпинно збільшує витрати для держави та економічних агентів.

## 4.2 Передумови для повного зняття обмежень на рух капіталу

З огляду на уроки глобальної фінансової кризи, МВФ наразі не рекомендує впроваджувати заходи щодо повного відкриття рахунків капіталу країнам, які не досягли певного рівня розвитку внутрішнього фінансового сектору та інституційної спроможності. Міжнародний досвід свідчить, що лібералізація руху капіталу має більше шансів бути успішною у випадку проведення виваженої фіскальної, монетарної та валютної політики. Гнучкість обмінного курсу може допомогти згладжувати шоки від волатильності потоків капіталу для реальної економіки.

Згідно з рекомендаціями МВФ, виробленими з огляду на досвід країн-учасниць Фонду<sup>3</sup>, які впроваджували заходи лібералізації рахунків капіталу, передумовами для зняття обмежень на рух капіталу є:

- стійке економічне зростання,
- низька інфляція та висока гнучкість обмінного курсу,
- високий рівень міжнародних резервів,
- висока частка ПІІ та акціонерного капіталу у складі притоку капіталу,
- достатній рівень розвитку фінансового сектору,
- високі стандарти пруденційного нагляду та регулювання,
- позитивне сприйняття інвесторами якості державного управління та інституцій у країні,
- відкритість економіки у зовнішньоторгівельних відносинах.

## 4.3 Послідовність кроків з лібералізації рахунку капіталу

Економічна думка однозначна з приводу хибності ідеї одномоментної лібералізації потоків капіталу. Агрегувавши досвід різних країн, МВФ рекомендує дотримуватися певної послідовності у знятті обмежень на рух капіталу задля зменшення негативних наслідків високої волатильності міжнародного капіталу. (Рисунок 13)

Рекомендована послідовність лібералізації рахунку капіталу передбачає такі етапи:

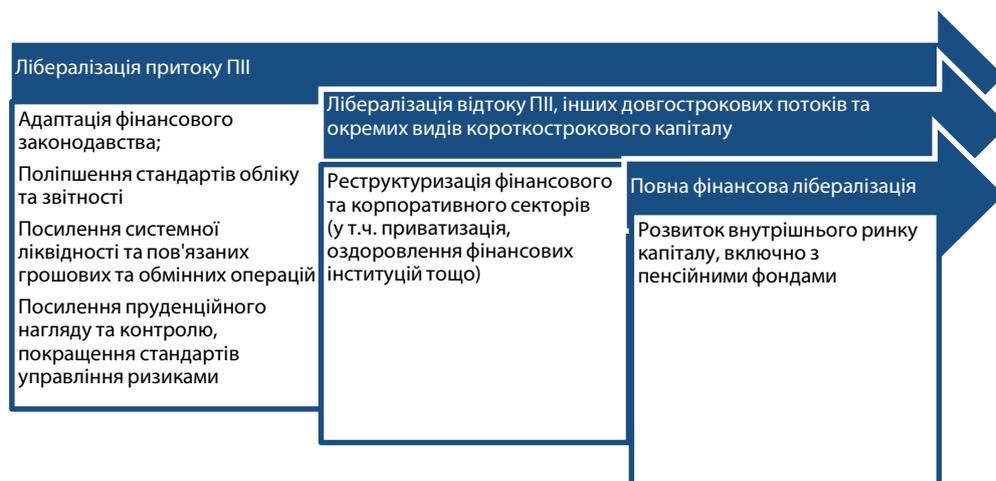
- лібералізація притоку ПІІ, які є найменш волатильними і сприяють економічному зростанню;
- лібералізація відтоку ПІІ та довгострокових портфельних інвестицій;
- лібералізація короткострокових портфельних інвестицій та боргових потоків;
- лібералізація інвестицій резидентів за кордон (спершу корпоративний сегмент, а згодом – сектор домогосподарств).

---

<sup>3</sup> IMF, 2012, The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View. IMF Staff Policy Paper. <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/111412.pdf>



Рисунок 13. Узагальнена схема послідовності заходів лібералізації руху капіталу



Джерело: Рекомендації Міжнародного валютного фонду (2015)

#### 4.4 Вибір темпів лібералізації руху капіталу

Темпи лібералізації потоків капіталу уповільнилися за останні десятиліття через повторюване розгортання кризових явищ у різних країнах. Багато країн вводили нові чи поверталися до попередньо уживаних заходів, які обмежували транскордонний рух капіталу під час кризових епізодів, щоб зменшити негативні наслідки високої волатильності капітальних потоків на свої економіки (Ізраїль, Латинська Америка, Ісландія). Зараз економісти сходяться на тому, що лібералізація має проводитись із прив'язкою не до дат та строків, а до настання певних подій чи етапу економіки.

Світовий досвід показує, що лібералізація руху капіталу є тривалим процесом, оскільки вимагає комплексу реформ і розбудови ринкової інфраструктури. Час, потрібний для всіх необхідних перетворень всередині країни, щоб створити передумови для безпечного відкриття рахунку капіталу, залежить від специфіки кожної країни, але навіть у індустріально розвинутих країнах цей процес був досить тривалим (у Японії лібералізація руху капіталу тривала 16 років).

Країни Латинської Америки ще у 1970-х роках розпочали процес фінансової лібералізації, який супроводжувався низкою кризових епізодів у різних країнах регіону. Боргові кризи, макроекономічна та політична нестабільність у деяких країнах (зокрема, в Аргентині та Чилі) призводили до повторного впровадження обмежень на рух капіталу та валютних регулювань з подальшим поверненням на шлях лібералізації після стабілізації ситуації. Процес фінансової лібералізації у Аргентині супроводжувався серією кризових епізодів, у ході яких виявлялися різні проблеми у її банківському та державному секторах. Під час подолання наслідків криз аргентинська влада вдавалася до дуже жорстких обмежень та регулювань руху капіталу і валютообмінних операцій (антикризова програма, впроваджена в 2001 році, обмежувала видачу готівки з банків, зупинила всі зовнішні виплати, запровадила режим подвійного валютного курсу та примусову конвертацію валютних депозитів у національну валюту за заниженим курсом, а валютних боргів – за ринковим курсом). У деяких країнах Азії лібералізація руху капіталу почалася на початку 1990-х, і її перебіг супроводжувався масштабною кризою 1997 року.

Втім, існують країни, які демонструють високі темпи зростання та притоку іноземних інвестицій за умови досить закритих рахунків капіталу впродовж тривалого періоду, наприклад Китай та Індія. Проте, ці країни також поступово рухаються у напрямку подальшої лібералізації руху капіталу.

За останні десятиліття серед країн, що розвиваються, є небагато прикладів швидкої фінансової лібералізації, після якої не відбувалося б криз (Таблиця 2). Порівняно безболісно (в межах 7-10 років) процес лібералізації руху капіталу відбувався в країнах Центральної та Східної Європи, що ймовірно



пов'язано з їх успіхами у євроінтеграційних процесах та з підтримкою з боку Європейського Союзу. На момент відкриття рахунку капіталу такі країни, як Польща, Угорщина, Чехія та Словенія, вже мали досить розвинені фінансові сектори та інституції, а також були реципієнтами великих обсягів ПІІ. Серед країн Центральної та Східної Європи порівняно швидко відбувалися лібералізаційні процеси у Чехії: основні заходи було здійснено протягом 1993-1995 рр., а остаточне відкриття рахунку капіталу завершилося до 2001 року. Протягом цього періоду у Чехії мав місце один кризовий епізод – валютна криза 1997 року, що спровокувала відхід від політики фіксованого обмінного курсу. Перебіг фінансової лібералізації у Польщі був більш тривалим і поступовим, ніж у країнах-сусідах (тривав 16 років), проте країні вдалося уникнути кризових епізодів і не довелося повторно вводити обмеження, які вже були зняті.

Таблиця 2. Досвід лібералізації руху капіталу у деяких країнах світу

Країна	Період проведення лібералізації	Кризові епізоди	Швидкість проведення лібералізації
Польща	1991-2007	Відсутні	Поступово
Угорщина	1991-2001	Відсутні	Поступово
Естонія	1990-1994	Криза (2008)	Швидко
Чехія	1994-2001	Валютна криза (1997)	Швидко
Словаччина	1990-2004	Відсутні	Поступово
Словенія	1995-2002	Обмеження на притік капіталу (1995-1999)	Поступово
Туреччина	1980, 1988-96	Кризи (1982, 1991, 2001)	Поступово
Ісландія	1990-2001	Криза (2008)	Швидко
Індонезія	1983-1996	Криза (1997)	Швидко
Корея	1990-2012	Криза (1997)	Поступово
Малайзія	1980-1996	Кризи (1985-88, 1997-98)	Поступово
Таїланд	1984-1996	Кризи (1983-87, 1997-98)	Швидко
Аргентина	1977-82, 1987-1996	Кризи (1980-82, 1989-90, 1995-97, 2000-01)	Швидко, друга хвиля – повільніше
Чилі	1974-1996	Криза (1981-87)	Поступово
Перу		Банківські труднощі (1981-83, погані кредити)	Швидко
Мексика	1989-1996	Кризи (1982, 1994-97)	Швидко
Індія	1992 -	Банківські труднощі (погані кредити)	Поступово
Бразилія	1989 -	Криза (1994)	Поступово

Джерело: Princeton Essays on International Finance (1998) – Financial Liberalization Survey, IMF, World Bank.



В Ісландії (Додаток 1) лібералізація руху капіталу за умов відсутності належного пруденційного регулювання та обмежень на притік капіталу перевищила можливості економіки, і це призвело до глибокої кризи. Повернення до практики обмежень на рух капіталу в Ісландії було необхідним кроком з боку влади, щоб отримати змогу керувати процесом макрофінансової стабілізації.

Прикладами успішного та неуспішного процесу лібералізації потоків капіталу та використання обмежень на рух капіталу під час Азійської кризи є Малайзія та Таїланд відповідно. Комплексний підхід допоміг Малайзії протистояти глобальній фінансовій кризі з меншими втратами (Додаток 2).

Процес лібералізації рахунку капіталу в Кореї впродовж останнього десятиліття загалом узгоджувався із загальноновизнаним інтегрованим підходом, коли зняття обмежень відбувалося на тлі виваженої макроекономічної політики.

## 5 Альтернативи

Виходячи з поточної ситуації в Україні та міжнародного досвіду, варто розглядати альтернативні варіанти політики щодо руху капіталу та валютного регулювання окремо на коротко- (середньо)строкову і довгострокову (стратегічну) перспективи.

**У короткостроковій перспективі (3-6 місяців)** існує дві альтернативи:

1. Збереження статус-кво – продовжувати політику жорстких обмежень на рух капіталу та валютного регулювання.
2. Часткове зняття обмежень – пом'якшення наявних обмежень та регулювань.

**У довгостроковій перспективі (3-7 років)** Україна, економіка якої потребує великих інвестиційних ресурсів для розвитку, має всі шанси виграти від повної фінансової лібералізації. З огляду на поточний рівень інтегрованості України у глобальну економічну систему та необхідність залучення великих обсягів інвестицій для структурної модернізації, повна лібералізація потоків капіталу є бажаним результатом ринкових перетворень країни, оскільки сприятиме більш повній реалізації її економічного потенціалу. До того ж, лібералізація руху капіталу узгоджується із стратегічною метою України щодо інтеграції в ЄС.

Притік довгострокового капіталу у реальний сектор дасть можливість використати наявні фактори інвестиційної привабливості країни – дешеvu та високоосвічену робочу силу, вдале географічне розташування та багаті природні ресурси. Перехід до повної лібералізації може відбуватися різними темпами в залежності від досягнення необхідних для цього передумов. Можна розглядати такі альтернативні шляхи переходу до повної лібералізації у довгостроковій перспективі:

- швидка лібералізація руху капіталу;
- поступова фінансова лібералізація.

### 5.1 Короткостроковий горизонт (3-6 місяців)

#### 5.1.1 Збереження статус-кво

Такий сценарій є найгіршим з точки зору економічного розвитку, деформації продуктивних сил та привабливості країни для інвесторів. Чим довше зберігатиметься поточний рівень обмежень, тим більше посилюватимуться наступні негативні тенденції на макроекономічному рівні:

- зниження темпів економічного розвитку країни через скорочення ділової активності та збільшення витрат бізнесу (зсув кривої пропозиції);
- створення хибних стимулів для суб'єктів економіки та накопичення структурних перекосів у економіці у бік сировинних виробництв;
- збільшення тіньового сектору економіки та неофіційного валютного ринку (аж до подвійного курсу), що знизить контрольованість та прогнозованість грошових ринків;
- розростання корупції через високі дискреційні повноваження;



- збереження низької довіри населення до банківської системи та національної валюти (оскільки наявність обмежень сигналізує про існування ризиків) та можливе продовження відтоку депозитів та/або скорочення строковості вкладів.

**Для компаній, що займаються експортно-імпортною діяльністю**, поточна ситуація може вилитися у подальше зниження ділової активності через високі витрати, фокусування на сировинних виробництвах, що не потребують імпортних складових, тінізацію потоків та мінімізацію переводу доходів з офшорних компаній в Україну для великих груп підприємств.

**Для прямих іноземних інвесторів** збереження поточних обмежень означатиме неможливість отримання прибутку або виходу з інвестиції. До того ж, складне адміністрування та численні обмеження на експортно-імпортну діяльність призводять до зростання операційних витрат і роблять офіційний бізнес (що зазвичай справедливо для іноземних інвесторів) менш конкурентним, ніж тіньовий. У підсумку наявні іноземні інвестори, ймовірно, продовжуватимуть роботу на мінімальних потужностях, очікуючи на зміни, або навіть згорнуть бізнес, якщо він не є стратегічним активом та/або приносить збитки акціонерам. Водночас нові інвестори, не маючи зрозумілої стратегії виходу, виведення у прибутку та хеджування, не поспішатимуть вкладати кошти в Україну.

**Для портфельних іноземних інвестицій** перешкоди становлять не лише останні нормативні акти та норми НБУ, спрямовані на зупинку втечі капіталу, а й фундаментальне законодавство, що визначає принципи функціонування фінансових ринків, а також слабкий захист прав інвесторів, зокрема навіть базового права власності. Так, значно обмежено можливості вітчизняних підприємств щодо розміщення цінних паперів за кордоном, відсутня ліквідність на внутрішньому фондовому ринку, доступ до якого для іноземних гравців можливий лише через українських посередників та зберігачів. За таких умов та на фоні економічної кризи, масивний притік портфельних інвестицій є малоімовірним. Відсутність іноземних гравців робить фондовий ринок практично неліквідним. За 24 роки незалежності за умови відсутності, з одного боку, прямого доступу іноземних гравців до фондового ринку України, а з іншого – конкуренції за українського інвестора з боку іноземних емітентів (заборона інвестувати в іноземні інструменти), фондовий ринок не отримав ані інститутів належної якості, ані інструментів, ані ліквідності, і зараз перебуває в майже замороженому стані. Кілька циклів його поживлення виявили, що дієвого захисту прав кредиторів (власників облігацій) та міноритарних акціонерів, а також захисту від маніпулювання ринком в Україні майже не існує. Зважаючи на те, що у стратегічній перспективі саме ліквідність фондового ринку є одним з пом'якшуючих факторів для стресів від лібералізації потоків капіталу, збереження статус-кво в цьому сегменті серйозно ускладнить лібералізацію в майбутньому.

**Для населення** найбільш помітним ефектом валютних обмежень є ускладнення доступу до валютної готівки та валютних депозитів з метою перешкодження паніці та швидкій втечі ліквідності з банківської системи. Ефективність таких обмежень є частковою: їхнє введення викликало появу чорного ринку обміну валюти, але відтік коштів з депозитів розтягнувся у часі.

Гіпотеза про те, що зі зняттям обмежень населення поверне кошти на депозити в банк або переведе в національну валюту, не підтвердилася. Через девальвацію та банкрутство низки банків, у тому числі з категорії найбільших, населення втратило довіру до банківської системи, і, за результатами соціологічного опитування, проведеного компанією GfK Ukraine на замовлення Центру економічної стратегії, його економічна поведінка на фінансовому ринку на даний момент майже не залежить від наявних валютних обмежень. (Таблиця 3 та рисунки 14 і 15) Так, незалежно від того, будуть зняті обмеження чи ні, найбільш привабливим способом використання тимчасово вільних коштів у гривні серед респондентів став би обмін вільних коштів на валюту і подальше зберігання в готівці або на поточному картковому рахунку. Відсоток опитаних, які поклали б кошти на валютний депозит за зміни умов (без зняття обмежень чи за зняття обмежень), змінився у межах статистичної похибки 4%, а відсоток опитаних, які поклали б кошти на гривневий депозит, майже не змінився.



Таблиця 3. Якщо б у Вас після щомісячних витрат залишалися вільні кошти, як би Ви їх використали?\*

Варіант відповіді	Розглядаю варіант на даний момент	Розглядав би, якби зняли обмеження
	%	%
Зберігав би в гривні готівкою або на картці	5	5
Обміняв на валюту і зберігав би готівкою або на картці	84	84
Поклав би на банківський депозит у гривні	68	69
Обміняв би на валюту і поклав би на банківський депозит у валюті	64	68
Вклав би в бізнес	61	61
Вклав би в нерухомість	67	66
Витратив би	57	57
Інше	1	1
Всього	---	---

\* Онлайн-опитування вкладників банків (які мають вклади на момент опитування або мали в попередні три роки), кількість респондентів 400 чол.

Джерело: GfK Ukraine для ЦЕС

У підсумку для всіх категорій економічних агентів, збереження статус-кво у короткостроковій перспективі означатиме для країни як позитив – частковий контроль над грошовими потоками (які іще не перетекли на «чорний» ринок), так і негатив – відсутність передумов до зростання завдяки пошавленню ділової активності та притоку прямих або портфельних іноземних інвестицій, і подальший перехід операцій економічних агентів у тінь.

Рисунок 14. Розглядали б на даний момент\*

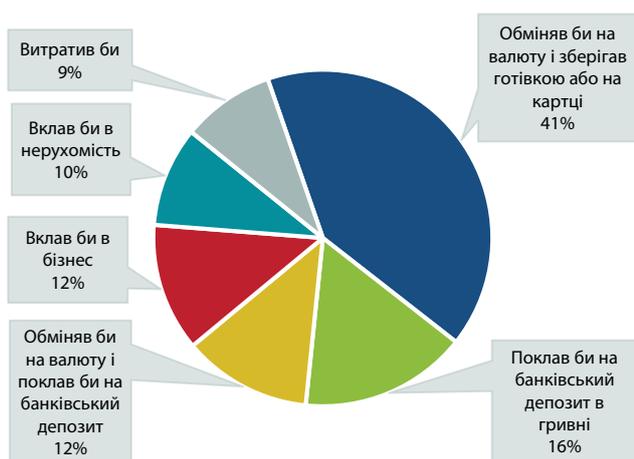


Рисунок 15. Розглядали б, якби були зняті обмеження\*



\* Онлайн-опитування вкладників банків (які мають вклади на момент опитування або мали в попередні три роки), кількість респондентів 400 чол. Розподіл серед відповідей щодо першого пріоритету.

Джерело: GfK Ukraine для ЦЕС

Якщо розглядати поточну ситуацію з точки зору стратегічних перспектив, повне збереження статус-кво зараз не надасть можливості регулятору та економічним агентам створити необхідне підґрунтя для переходу до лібералізованого рахунку капіталу у стратегічній перспективі (ліквідний фондовий ринок, наявність інструментів хеджування, збільшення локальних компетенцій, пристосування бізнесу до роботи в умовах гнучкого валютного курсу тощо).



При цьому, навіть за умов тимчасового збереження обмежень (у короткостроковому чи в більш тривалому періоді) регулятор може хоча б частково модифікувати їх таким чином, щоб знизити витрати на адміністрування для офіційного бізнесу та створити позитивний ефект дерегуляції (Додаток 3). В іншому разі, ми спостерігатимемо закручування адміністративної «спіралі»: резиденти постійно знаходять способи обійти обмеження, а регулятор буде змушений постійно їх переглядати. Поступово це витіснить офіційний бізнес в неправове поле, а така система не зможе тривати довго через об'єктивну неможливість «закручувати гайки» безкінечно, і ситуація зайде у глухий кут.

### 5.1.2 Часткова лібералізація

Як сформулював Пол Кругман<sup>4</sup>, для того щоб контроль за рухом капіталу став ефективним інструментом у подоланні кризи і не перетворився на причину економічної стагнації, структурних деформацій, відсутності іноземних інвестицій та подальшого перетоку коштів у тіньовий сектор, ці обмеження мають:

- якомога менше втручатися у зовнішньоекономічну діяльність бізнесу;
- не застосовуватися на тривалий час, щоб не допускати структурних спотворень в економіці;
- не вживатися для захисту переоціненої валюти та не трансформуватися з тимчасової боротьби зі спекулянтами на перманентну систему протекціонізму;
- сприяти реальним реформам, а не бути альтернативою їм.

Отже, другий альтернативний варіант дій для поточної ситуації – часткова лібералізація, яка вирішувала б чотири завдання:

- збереження макроекономічної стабільності та недопущення суттєвих відтоків капіталу;
- полегшення операційної діяльності для бізнесу, усунення (чи зниження) «адміністративного податку»;
- позитивний сигнал для іноземних інвесторів щодо перспектив подальшої лібералізації рахунку капіталу;
- створення підґрунтя для стратегічної лібералізації за сприятливих умов у майбутньому.

З міжнародного досвіду ми бачимо, що країни, які намагалися знімати антикризові адміністративні обмеження або проводити фундаментальну лібералізацію зарано, зіштовхувалися із макроекономічною нестабільністю і навіть були змушені повертати скасовані обмеження (Ізраїль, Туреччина, розглядала – Ісландія). Отже, зняття обмежень має бути обережним та виваженим, щоб не завдати шкоди макростабільності.

Виходячи з міжнародного досвіду<sup>5</sup>, часткове зняття обмежень, окрім збереження гнучкості валютного курсу, має здійснюватися за дотримання таких загальних принципів:

- Насамперед лібералізація має стосуватись полегшення діяльності бізнесу (лібералізація поточного рахунку) та притоку довгострокового іноземного капіталу (ПІІ та інвестиції в акції), згодом – послаблення обмежень на відтік довгострокового капіталу. Обмеження на притік/відтік короткострокового капіталу і обмеження для населення та інституційних інвесторів знімаються в останню чергу.
- Дозвільні норми в рамках кроків до стратегічної лібералізації доцільно не скасовувати, а поступово замінювати на повідомлювальні. Це дасть регулятору можливість створити широку систему збору та обробки даних щодо потоків капіталу та управляти ними в майбутньому (досвід Ізраїлю).

---

<sup>4</sup> <http://www.pkarchive.org/crises/mahathir.html>

<sup>5</sup> Capital Flows Management: Lessons from International Experience. IMF and People's Bank of China Joint Conference, March 20, 2013. Summaries and Presentations. Edited by Rodlaen M. and N'Diaye P.



- У загальному випадку, за відсутності нагальної потреби краще використовувати цінові (ринково-орієнтовані) норми регулювання, як-от резервування, податки та збори, аніж прямі адміністративні заборони.
- До моменту очищення банківської системи та досягнення нею задовільного (а краще – високого) рівня капіталізації, доцільно зберігати жорсткі обмеження на спекулятивні операції банків та постійно поліпшувати макропруденційний нагляд, адже саме фінансовий сектор зазвичай найбільше страждає від неконтрольованих та волатильних потоків ліквідності (досвід Таїланду, Ісландії, Туреччини та інших країн).
- Доцільно, навіть на цьому етапі, розглянути стратегічні обмеження на притік капіталу у сектори, де легко можуть виникнути «фінансові бульбашки» (короткострокові валютні кредити, ринок нерухомості).

## 5.2 Стратегічний горизонт (3-7 років) – повна лібералізація

### 5.2.1 Переваги та ризики лібералізованого руху капіталу

З огляду на глобалізацію та розвиток фінансових інструментів і послуг, фінансова лібералізація є невідворотним процесом, що прискорить економічний розвиток, сприятиме більш ефективному використанню ресурсів (як фінансових, так і матеріальних), допоможе поширенню сучасних технологій та покращить можливості диверсифікації ризиків. Це у підсумку створює підґрунтя для стійкого та збалансованого економічного розвитку і зростання добробуту населення.

Повна лібералізація руху капіталу стимулюватиме притік довгострокового капіталу у реальний сектор економіки та реалізацію економічного потенціалу України з точки зору дешевої та високоосвіченої робочої сили, вдалого географічного розташування та багатих природних ресурсів. Наявність можливості вільного виходу з інвестицій в українські активи є фактором притоку нових інвестицій та розвитку внутрішнього ринку цінних паперів та похідних інструментів. Такий розвиток сприятиме у свою чергу розвитку інструментів хеджування валютного ризику. Як наслідок, підприємства реального сектору матимуть кращі умови фінансування – як за рахунок розширення кількості інструментів, так і за рахунок нижчої вартості капіталу. Вкладники отримують кращі умови розміщення своїх заощаджень, у тому числі пенсійних. Утім, для держави вартість запозичень на внутрішньому ринку в умовах вільного руху капіталу може зрости. Підвищення ліквідності грошового ринку збільшить попит на гривню за рахунок додаткових іноземних гравців, що зменшуватиме навантаження на резерви НБУ у періоди спекулятивних коливань.

Для українських компаній та населення лібералізація відтоку капіталу розширить можливості для диверсифікації активів. Полегшення доступу економічних агентів до закордонних фінансових ресурсів сприятиме згладжуванню коливань у обсягах споживання та інвестицій у випадку зовнішніх шоків на основних експортних ринках.

Фінансова лібералізація сприятиме глибшій інтеграції України у глобальні економічні процеси, що може спричинити більшу волатильність валютного курсу та вимагатиме кращих стандартів управління ризиками як на рівні регулятора, так і інших учасників ринку.

Переваги та ризики, пов'язані з вільним транскордонним рухом потоків капіталу та валютною лібералізацією, викладені у таблиці 4.

Ризики лібералізації руху капіталу багатократно зростають, якщо лібералізацію проводить країна, яка не досягла достатнього рівня фінансового та інституційного розвитку (як приклад – перші спроби лібералізації в Туреччині та Ізраїлі). За відсутності відповідного рівня пруденційного регулювання та нагляду (що має постійно удосконалюватися з огляду на розвиток фінансових інновацій), фінансова відкритість економіки може створити стимули для фінансових інституцій брати на себе занадто високі ризики, що зрештою призводить до притоку більш короткострокових і волатильних інвестицій, особливо у невиробничі сектори (наприклад, у ринок нерухомості). Це може мати наслідком утворення «цінових бульбашок» на таких ринках. Раптовий відтік таких



інвестицій може спричинити кризу ліквідності й банківські труднощі. Проте, нещодавні дослідження<sup>6</sup> показали, що ймовірність розгортання кризових явищ зменшується з поглибленням процесу фінансової лібералізації за умови проведення виваженої макроекономічної політики та гнучкості обмінного курсу.

Таблиця 4. Переваги та недоліки вільного руху капіталу для економік, що розвиваються

	<b>Повна фінансова лібералізація</b>	<b>Наявність обмежень на рух капіталу та валютного регулювання</b>	
<b>Переваги</b>	Кращий доступ до міжнародного інвестиційного капіталу	Можливість фінансування дефіцитів за неринковими ставками	
	Нижча/ринкова вартість фінансових ресурсів для реального сектору	Більша автономність монетарної політики	
	Наявність широкого спектру фінансових інструментів для внутрішнього інвестора (в т.ч. для хеджування ризиків)	Можливість надання урядом преференцій окремим учасникам ринку (державні банки)	
	Добре розвинений фінансовий сектор	Нижча волатильність обмінного курсу/можливість утримання фіксованого курсу	
	Розвиток пенсійних фондів		
	Вища бюджетна дисципліна		
	Вища продуктивність використання інвестиційних ресурсів		
	Більш конкурентне середовище		
	<b>Недоліки/ризик</b>	Висока волатильність потоків капіталу	Обмежений доступ реального сектору до фінансових ресурсів
		Фінансування бюджетного дефіциту на ринкових засадах	Менш конкурентне середовище у фінансовому секторі
Більша волатильність обмінного курсу		Вища вартість фінансових ресурсів	
Необхідність впровадження високих стандартів пруденційного нагляду		Вища ймовірність непродуктивних інвестицій	
Менша автономність (необхідність більш активної) монетарної політики		Вища вартість ведення бізнесу	
Вразливість до різких відтоків та притоків капіталу		Низький ступінь розвитку фінансового сектору	
Вища ймовірність розгортання кризових явищ		Обмежений спектр фінансових інструментів для внутрішнього інвестора	
		Низький рівень ризику менеджменту у фінансовому секторі	
		Менша гнучкість системи державного управління	
		Більша ймовірність ринкових викривлень (пошук ренти, корупція)	
	Високі витрати на адміністрування обмежень		
	Більш високі витрати держави на подолання криз (фінансове оздоровлення банків)		

Джерело: ЦЕС

<sup>6</sup> Hartwell C., 2014, If You're Going through Hell, Keep Going: Non-linear Effects of Financial Liberalization in Transition Economies. Institute for Emerging Markets Studies (IEMS).

[http://www.cass.city.ac.uk/\\_data/assets/pdf\\_file/0011/219980/77.-Hartwell-v2.pdf](http://www.cass.city.ac.uk/_data/assets/pdf_file/0011/219980/77.-Hartwell-v2.pdf)



## 5.2.2 Темпи лібералізації

Щодо темпів проведення фінансової лібералізації, досвід одномоментної, миттєвої лібералізації в Ізраїлі у 1977 році демонструє, що шоківі рецепти за відсутності належної макростабільності та розвинених фінансових ринків можуть сильно поглибити кризу.

---

### Ізраїль: подвійна спроба фінансової лібералізації

Перша лібералізація, 1977 р., т. зв. «Великий вибух»

- Раптовий початок та швидкий перебіг
- Нестабільність політики, що погіршувало макроекономічні умови
- Фінансові ринки перебували під контролем регулятора, не було розвинених ринків капіталу і грошових ринків
- Спричинила ріст інфляції та відтік капіталу разом із стрімкою девальвацією
- Визнана провальною і згорнута в 1979 р.

Друга лібералізація, 1987 р.

- Поступова, впроваджувалася повільно
- Порівняно стабільна, покращувала макроекономічні умови
- Впроваджувалася разом з макроекономічними реформами, зниженням інфляції, поступовою лібералізацією обмінного курсу і дерегуляцією на ринках капіталу

Завершена в 2005 р.

---

Таким чином, фінансову лібералізацію можна проводити порівняно швидко (за 5-7 років), як це відбувалося в деяких країнах Центральної та Східної Європи (що збіглося у часі з активним перебігом їх євроінтеграції), або поступово (понад 10 років).

**Швидкий перебіг лібералізації руху капіталу** вимагає високої готовності інституцій та стійкого економічного розвитку і фінансової стабільності, а також сприятливої зовнішньої кон'юнктури, щоб уникнути ризиків, пов'язаних з вільним рухом капіталу. Потенційно він приносить швидші результати, але й несе більше ризиків.

**Більш повільний і поступовий процес** дає більше простору для маневру, оскільки регулятор може скористатися наявними інструментами контролю за рухом капіталу задля стримування небажаних і занадто волатильних потоків, і, таким чином, згладжувати ринкові коливання та зменшувати негативні наслідки для реального сектору. Але результат такої лібералізації з'явиться не одразу.

## 5.2.3 Можливі конфігурації управління потоками капіталу

На шляху до повної лібералізації доцільно розробити систему управління рухом капіталу. Існує варіант повної лібералізації, коли жодних обмежень не існує, а також варіант, коли задля макроекономічної стабільності та уникнення ризиків відбувається управління рухом капіталу за допомогою інструментів.

Якщо інструменти управління притоком коштів з-за кордону проранжувати за ступенем небезпеки таких потоків для економічної стабільності від найбільш волатильних до найбільш бажаних, можна отримати наступну картину (Таблиця 5).



Таким чином, за сценарієм управління потоками капіталу, обмеження притоку капіталу мають бути сфокусовані у сегменті короткострокових та довгострокових валютних кредитів, більшою мірою стосуватися банків та фінансових установ і бути відсутніми в сегменті акціонерного капіталу. Регулювання бажано здійснювати не адміністративними, а ринково-орієнтованими методами і вдаватися до адміністративних обмежень лише у виключних випадках, розуміючи при цьому, якими мають бути обставини для зняття таких обмежень. Для того щоб згладжувати пікові періоди спекуляцій, спричинені «гарячими» грошима, НБУ повинен мати достатній обсяг міжнародних резервів, на збільшенні яких доцільно сконцентруватись.

Таблиця 5. Обмеження на притік капіталу

Інструмент	Ризики та переваги (trade-off)
Короткострокові валютні кредити	Найбільш волатильний сегмент, здатний спричиняти економічні шоки. Це «гарячі» гроші, які можуть швидко прийти, створити «бульбашку» на ринку та спричинити ревальвацію валюти – і так само швидко залишити економіку. Може регулюватися непрямим шляхом через встановлення нормативів резервування, податку на залучення короткострокового боргу, податку на процентні доходи по короткострокових боргових інструментах (Корея), встановлення прямих обмежень на інвестування у житлову нерухомість.
Довгострокові валютні кредити	Стабільніше джерело притоку коштів, доцільно скасувати адміністративні обмеження на залучення коштів для українських компаній за кордоном через розміщення цінних паперів (Euroclear/Clearstream або ін.). Однак, дострокове погашення таких кредитів та ризик потенційного стрімкого зростання боргового навантаження через девальвацію національної валюти теж можуть спричинити економічні шоки (див. досвід Ісландії). Крім того, кредитні кошти, що спрямовуються в банківську систему, стимулюють створення кредитних «бульбашок» на локальних ринках (як приклад – іпотечне кредитування населення до 2008 року). Може регулюватися встановленням нормативу резервування за валютними кредитами.
Гривневі кредити	Найбільш бажаний з боргових інструментів, який не створює валютного ризику для українських контрагентів та дозволяє отримати відносно недорогий ресурс для розвитку. Не повинно бути жодних нормативних обмежень на залучення коштів за кордоном через розміщення цінних паперів (Euroclear/Clearstream або ін.) чи залучення довгострокових кредитів.
Портфельні інвестиції в акції	Одна з найбільш бажаних форм інвестування, яка водночас зараз сильно обмежена. Компанії не можуть вільно розміщувати акції серед іноземних інвесторів на іноземних біржах, іноземні інвестори можуть інвестувати в акції лише через українського торговця і тримати їх на рахунку лише в українського зберігача. До того ж обмеження на виведення дивідендів та коштів від продажу цінних паперів прямо негативно впливають на притік капіталу за цим інструментом. Для іноземних інвесторів має бути забезпечена можливість вільно ставати учасниками біржі або торгувати через іноземного брокера та тримати українські цінні папери на рахунку у закордонного зберігача (Euroclear/Clearstream або ін.). Обмеження на притік мають бути відсутні. Разом із тим, стимулювання інвестицій у цей сектор прямо залежить від рівня захисту інвестицій, верховенства права, корпоративного управління, які не є предметами валютного регулювання.
Прямі іноземні інвестиції	Найбільш бажаний формат притоку іноземного капіталу, який забезпечує привнесення технологій та інновацій, створення робочих місць, збільшення доходів бюджету та покращення інвестиційного клімату загалом. При цьому зараз обмеження на виведення дивідендів та коштів від продажу власності вкрай негативно впливають на притік капіталу за цим каналом. Обмеження на здійснення експортно-імпоротної діяльності для українських компаній побічно та негативно впливають на притік капіталу, адже більшість прямих іноземних інвестицій зазвичай спрямовується в експортно-імпортні галузі. Одночасно потребує не лише зняття всіх обмежень, а й створення умов для інвестування (див. врізку нижче).



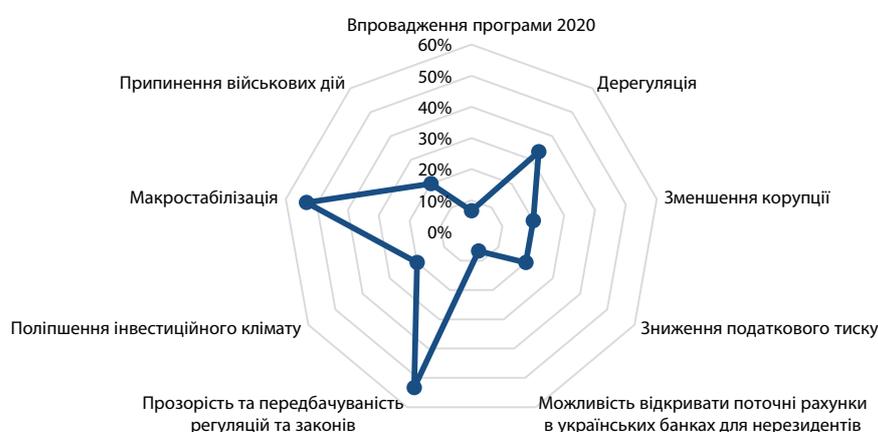
Один з основних важелів регулювання ризиків – належний пруденційний нагляд за фінансовою системою (див. сумнозвісні приклади Ісландії та Таїланду у додатках 2 і 3) та професійний незалежний регулятор з інституційною спроможністю протистояти спекуляціям.

При цьому, однак, треба розуміти, що іноземні інвестиції стримуються не лише наявністю обмежень на притік та відтік іноземного капіталу, а й іншими факторами.

### Створення сприятливих умов для притоку прямих іноземних інвестицій

За результатами опитування, проведеного Центром економічної стратегії серед представників вітчизняного та іноземного бізнесу, щоб залучити в країну вітчизняний капітал з офшорів та кошти прямих іноземних інвесторів, потрібні наступні основні зміни (Рисунок 16).

Рисунок 16. Зміни, необхідні для притоку інвестицій



Джерело: Опитування ЦЕС, власні розрахунки

Навіть війна на Сході та корупція поступаються у списку найбільш суттєвих негативних факторів наступним:

- Непрозорість та непередбачуваність законодавчого поля створює як високу дискреційність (наприклад, залежність отримання дозволів від персонального рішення чиновника), так і довгострокові ризики для бізнесу, що змушують вимагати більш високої доходності на інвестицію.
- Економічна криза прямо впливає на рівень ризикованості інвестицій через волатильний курс валюти, слабкі показники зростання, низьку прибутковість тощо. За умов скорочення внутрішнього попиту та закриття російського ринку, інвестиції у сектори товарів побутового вжитку обмежені. Водночас існують суттєві нормативні або створені монополістами бар'єри для входу у потенційно цікаві іноземцям індустрії (енергетика, залізниця, авіаперевезення, хімічна промисловість тощо). Частковими компенсаторами тут виступають розширення можливостей експорту до ЄС та імпортозаміщення.
- Загальна зарегульованість у веденні бізнесу, у тому числі існування валютних обмежень, створює своєрідний «податок» на економічну діяльність у вигляді величезних витрат на адміністрування.

## Управління відтоком капіталу

Основні вимоги до обмежень на відтік капіталу є такими:

- їх дієвість;
- найменший можливий рівень втручання у звичайну економічну діяльність.

В ідеальному випадку, базуючись на результатах експертного опитування, ми бачимо наступні конфігурації регулювання відтоку капіталу для кожної групи економічних агентів (Таблиця 6):

Таблиця 6. Конфігурації регулювання відтоку капіталу

Населення	Бізнес	Іноземне інвестування
Вільна купівля безготівкової валюти, обмеження на разове зняття та купівлю готівкової валюти сумою, дозволеною для вивезення за кордон, вільний переказ валюти за кордон, вільне використання міжнародних платіжних систем.	Нульовий коефіцієнт обов'язкового продажу валютної виручки та подовження строків розрахунку за експортно-імпортними операціями з 90 до 180 днів, або відміна таких строків.	Адміністративне регулювання та обмеження мають залишатися у сегменті коротких продажів (Short Selling) та спекулятивних операцій (Market Abuse). Також адміністративно повинні встановлюватися норми розкриття інформації, невиконання яких тягне за собою суворі санкції.
Можливість переказу валютних коштів між власними рахунками в різних банках.	Скасування дозволів на купівлю іноземної валюти – перехід на повідомлювальну систему та жорсткий нагляд із застосуванням суворих санкцій у випадках фіктивних угод.	Вільне гарантоване виведення дивідендів та коштів від продажу активів. Держава має можливість встановити податок на виведення коштів за настання певних кризових обставин.
Можливість інвестувати в іноземні фінансові інструменти та відкривати рахунки в іноземних банках	Можливість вільного строкового або дострокового погашення іноземних кредитів, регресних платежів за договорами поруки тощо.	Вільний режим інвестування за кордон для українських компаній.

Пріоритетність щодо різних груп економічних агентів у знятті обмежень традиційна економічна думка визначає наступним чином:

- Бізнес – мінімум обмежень, що стосуються експортно-імпортової діяльності із збереженням суворого нагляду за фіктивними операціями;
- Іноземні інвестори (ПІІ та портфельні інвестиції в акції) – мінімум обмежень, максимально сприятливе середовище та умови для входу і виходу, можливість хеджування валютних ризиків;
- Іноземні кредитори – радше макропруденційне регулювання фінансового сектору, ніж прямі адміністративні обмеження, наприклад, податки на процентні доходи, резервування, обмеження строків кредитів (більше одного року) тощо;
- Населення – обмеження небажані, але можуть існувати до настання сприятливої макроекономічної ситуації.

Населення зараз – найбільш дискримінований економічний агент з точки зору контролю за рухом капіталу. Окрім поточних антикризових обмежень, на ситуацію впливає базове жорстке регулювання в сегменті, яке вимагає індивідуальної валютної ліцензії на закордонні інвестиції. При цьому позитивний ефект від зняття суто банківських обмежень (на зняття депозитів та купівлю іноземної валюти) на рух капіталу для населення матиме місце лише після завершення очистки банківського сектору та відновлення довіри. При цьому передчасне зняття обмежень може призвести до втечі ліквідності з банківської системи без компенсуючого ефекту.



Однак, ситуація з дозволом населенню інвестувати в іноземні фінансові інструменти є неоднозначною. Найбагатша частина населення виводить ресурси через офшори, іноземних посередників та онлайн-платіжні системи. Пересічні громадяни використовують в якості заощаджень готівкову іноземну валюту. Де-факто, таким чином, інвестування за кордон вже відбувається, – тільки поза українською фінансовою системою і неефективним шляхом (готівка, яка втрачає у вартості, замість того, щоб створювати багатство). Таким чином, за збереження статус-кво у довгостроковій перспективі Україна втрачає навіть ту частину коштів, яку могла б зберегти як частину інвестиційного портфелю, дозволивши населенню інвестувати за кордон. Також вона втрачає один з потенційних поштовхів для вітчизняного фондового ринку і розвитку фінансових компаній та цінний ресурс часу, який в іншому випадку було б витрачено на розвиток інститутів всередині країни та підвищення фінансової грамотності населення.

---

### Інвестування громадянами за кордон

На нашу думку, дозвіл фізичним особам інвестувати в іноземні фінансові інструменти може сприяти:

- зростанню добробуту населення, а через це – збільшенню споживання, що позитивно позначиться на економічному зростанні;
- розвитку внутрішнього фондового ринку, адже створить на ньому конкурентне середовище: вітчизняні компанії змагатимуться із зарубіжними у відкритості, прозорості, поведінці щодо міноритарних акціонерів та кредитної історії;
- збільшення вкладень в інструменти фондового ринку, якого зараз просто не існує. Заощадження частково через різницю процентних ставок будуть спрямовані на внутрішній ринок, тоді як зараз вони у більшості випадків перебувають у готівковій формі, спрямовуються на ринок нерухомості або інвестуються через офшорні схеми у виключно іноземні цінні папери.

Цільова група населення, яка зараз працює з іноземними ринками капіталу через офшорні рахунки, буде спроможна перевести обслуговування таких рахунків в Україну, що позитивно позначиться на банківській системі та розвитку фінансового посередництва, створюючи по-перше, додаткові робочі місця, по-друге, підвищуючи рівень фінансової грамотності, по-третє, створюючи локальний капітал для потенційної участі у приватизації державних підприємств (як це відбувалося в Польщі).

Створити іншу групу кваліфікованих інвесторів можливо через розвиток пенсійної системи другого рівня та надання дозволу недержавним пенсійним фондам вкладати кошти в іноземні інструменти за певними критеріями (наприклад, рейтинг, входження в індекс розвинених ринків тощо). По-перше, це сприятиме підвищенню надійності пенсійної системи та створить позитивне сприйняття її населенням. Також це може непрямо сприяти виведенню зарплат із тіні, тимчасом як зараз такі стимули для населення повністю відсутні. По-друге, частину коштів НПФ буде інвестувати у вітчизняні інструменти, які дозволяють отримати більшу дохідність, створюючи притік «довгих» грошей на локальний ринок. По-третє, такий дозвіл сприятиме імпорту технологій, підвищенню фінансової грамотності населення та професійному зростанню фахівців.

Рівень обмежень та механізм оподаткування таких операцій для фізичних осіб мають передбачати інструменти стимулювання для залучення довгострокового капіталу саме в українські інструменти, а також належний ступінь захисту таких інвестицій. Інструментом такого захисту має бути не фонд гарантування, а регуляторна політика, спрямована на захист від недобросовісних дій емітентів чи посередників шляхом створення інституту кваліфікованого інвестора, жорсткий незалежний пруденційний нагляд за банками, фондами та компаніями, яким дозволено працювати із коштами населення (на відміну від розповсюджених «МММ» та «Форекс») та ліцензування діяльності.

---



## 6 Рекомендації

### У короткостроковому періоді

Тривале застосування політики жорсткого валютного регулювання та обмежень на рух капіталу є контрпродуктивним і стримує відновлення економічної активності. У короткостроковій перспективі ми вважаємо за доцільне перегляд і модифікацію наявних регуляцій та обмежень у бік зменшення кількості адміністративних процедур та заборон.

Часткове зняття обмежень на рух капіталу є кращою альтернативою існуючому режиму регулювань, проте вимагає виконання передумов щодо фінансової стабільності та підвищення довіри інвесторів та населення до фінансової системи України. Такими передумовами, згідно із Меморандумом МВФ, є зокрема:

- успішна реструктуризація державного боргу України;
- завершення програми капіталізації банків згідно з діагностикою за 2014 рік;
- досягнення цільового рівня валютних резервів НБУ;
- покращення стану платіжного балансу;
- задоволення валютних потреб НАК «Нафтогаз України».

На нашу думку, частину обмежень можна як мінімум модифікувати у бік полегшення адміністрування, не очікуючи настання таких передумов (Додаток 3). Решту, особливо дозвіл на поступове виведення дивідендів та заміну обмежуючих нормативів по поточному рахунку цінними заходами контролю, доцільно розробити та підготувати, щоб застосувати одразу після настання зазначених вище передумов.

### У довгостроковому періоді

Якщо виходити з міжнародних зобов'язань, які взяла на себе Україна, підписавши Угоду про Асоціацію з ЄС, кінцевою метою реформування фінансового сектору має стати повна лібералізація валютного ринку та транскордонних потоків капіталу. У довгостроковому періоді вона має створити підґрунтя для стабільного економічного розвитку за умов підтримання виваженої макроекономічної політики та сприятливого інвестиційного клімату. Ця лібералізація має відбуватися за обов'язкових умов гнучкості валютного курсу та відходу НБУ від фінансування фіскального та квазіфіскального дефіциту.

Проте економіка країни потребує тривалої і комплексної підготовки до такого кроку, щоб повною мірою скористатися перевагами вільного руху капіталу та мінімізувати ризики, пов'язані з волатильністю потоків капіталу. З огляду на міжнародний досвід, Україні слід дотримуватися інтегрованого підходу до лібералізації руху капіталу, тобто покращувати спроможність щоб протистояти волатильності потоків капіталу і трансформувати їх у продуктивні інвестиції. При проходженні проміжних етапів фінансової лібералізації необхідно сконструювати гнучку систему управління рухом капіталу, яка дасть можливість регулятору відповідати на виклики, пов'язані з можливими різкими коливаннями потоків капіталу.

Для повного зняття обмежень на рух капіталу державна політика має орієнтуватися на створення наступних передумов:

#### 1. Макроекономічна стабілізація

- Фіскальна консолідація та дотримання безпечного рівня державного дефіциту протягом трьох років (в середньому дефіцит бюджету не повинен перевищувати 3% ВВП).
- Зниження рівня державного боргу до межі безпечності (менше 60% ВВП).
- Відновлення економічного зростання.
- Зниження інфляції до рівня нижче 10%.



## 2. Фінансова стабільність

- Накопичення міжнародних резервів до оптимального рівня за комбінованим критерієм адекватності капіталу, рекомендованим МВФ<sup>7</sup>.
- Оздоровлення фінансового сектору (вирішення проблеми поганих кредитів та рекапіталізація банківської системи).
- Висока конкуренція на ринку банківських послуг.
- Підвищення стандартів пруденційного регулювання та нагляду (має постійно вдосконалюватись з огляду на появу нових фінансових інструментів).
- Покращення корпоративного управління в державних банках (можлива їх часткова приватизація).
- Поглиблення внутрішнього ринку цінних паперів.
- Повноцінний гнучкий режим обмінного курсу.

## 3. Сприятливий бізнес-клімат

- Відсутність значних змін у економічній політиці протягом 4 років перед повним зняттям обмежень на рух капіталу (важливо для останнього етапу – лібералізації відтоку капіталу для резидентів).
- Впровадження сприятливого податкового режиму, щоб обмежити звуження податкової бази при відкритті можливостей для виведення коштів для резидентів.

4. **Наявність добре розвинутої системи соціального захисту населення** (вільний рух капіталу може спричинити підвищення рівня соціальної нерівності та розшарування суспільства).

## 7 План дій

У короткостроковій перспективі важливо працювати над створенням передумов для пом'якшення наявного режиму валютного регулювання та обмежень на рух капіталу, що передбачає координацію дій різних органів державної влади. Навіть часткове зняття обмежень дасть позитивний сигнал інвесторам і сприятиме покращенню економічних очікувань.

### 3-посеред заходів, що можуть бути застосовані негайно, ми бачимо такі:

- модифікація наявних обмежувальних норм таким чином, щоб спростити їх адміністрування для бізнесу (Додаток 3);
- заміна адміністративних заборон та найбільш дискримінаційних обмежень на ринково-орієнтовані заходи контролю за рухом капіталу;
- розробка та тестування інформаційної системи по руху капіталу за прикладом Ізраїлю, де регулятор протягом критичного періоду лібералізації мав змогу оцінювати рух капіталу за кожним каналом та своєчасно коригувати політику;
- розробка і затвердження нормативних актів, необхідних для лібералізації та інтеграції в європейський фінансовий ринок (зокрема це стосується базового законодавства з питань валютного ринку та торгівлі цінними паперами);
- повна лібералізація притоку прямих іноземних інвестицій та портфельних інвестицій в акції одразу після розробки та прийняття відповідних нормативних актів;
- інформування економічних агентів про план зняття обмежень та передумови такого зняття (дорожня карта).

---

<sup>7</sup> Комбінований критерій адекватності міжнародних резервів являє собою суму 100% від короткострокового зовнішнього боргу, дефіциту поточного рахунку та 5% грошової маси (M2). Для України він еквівалентний 60 млрд дол. США за поточних умов. IMF, 2015, Assessing Reserve Adequacy: Specific Proposals. IMF Staff Report. <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2014/121914.pdf>



**З-посеред заходів, що можуть бути вжиті найближчим часом** за умов: (а) збалансованого поточного рахунку платіжного балансу, (б) досягнення необхідного рівня стабільності банківської системи та (в) успішної реструктуризації зовнішнього боргу, – ми бачимо наступні:

- пом'якшення регулювання обов'язкового продажу валютних надходжень та строків розрахунків за зовнішньоторгівельними контрактами; або (більш бажано) – повна заміна адміністративних обмежень ціновими заходами контролю, які б могли діяти як компенсатори для підтримки макроекономічної стабільності (повна лібералізація поточного рахунку);
- дозвіл на поступове виведення дивідендів іноземними інвесторами.

**У більш довгостроковій перспективі** при прийнятті рішень щодо усунення обмежень на рух капіталу необхідно враховувати зовнішньоекономічну кон'юнктуру: сприятливий зовнішній фон та низькі процентні ставки у країнах-донорах капіталу сприяють посиленню притоку капіталу. Пакет реформ, передбачений чинною програмою МВФ (Додаток 4), фактично відтворює набір заходів, необхідних для підготовки країни до безпечного усунення обмежень транскордонного руху капіталу<sup>8</sup>. Заходи із лібералізації рахунку капіталу доцільно проводити одночасно з іншими реформами, покликаними сприяти притоку іноземного капіталу.

**Лібералізація притоку і відтоку ПІІ та акціонерного капіталу (перший крок) може супроводжуватися такими діями:**

- підготовка та проведення приватизаційних конкурсів з продажу тих державних підприємств, які можуть бути продані у найкоротші терміни;
- приведення законодавства із захисту прав акціонерів (насамперед із захисту права власності) та норм корпоративного управління до світових практик з метою сприяння притоку капіталу та більш успішного проведення приватизаційних конкурсів;
- проведення часткової судової реформи – надання дозволу на вирішення спорів щодо ПІІ та акціонерного капіталу в судах іншої юрисдикції та/або впровадження інституту інвестиційного омбудсмена;
- створення і вдосконалення нормативної бази для розвитку інституцій фінансового ринку (депозитарна система, валютна та фондова біржі тощо) та приведення її у відповідність із світовими стандартами;
- надання регулятора (НБУ та ДКЦПФР) широких повноважень, необхідних для нагляду та запобігання маніпулюванню та фіктивним угодам на ринку цінних паперів із забезпеченням незалежності регулятора та дієвого внутрішнього антикорупційного механізму.

**Лібералізація короткострокових потоків (другий крок)** має в першу чергу сприяти розвитку внутрішнього фінансового ринку, який необхідно пришвидшити за допомогою відкриття його для іноземних гравців. Під час такої лібералізації необхідним є жорстке пруденційне регулювання та, навіть, прямі адміністративні обмеження на приток капіталу в певні сектори (наприклад, у сектор нерухомості) для запобігання своренню «фінансових пузирів» та надмірних короткострокових зобов'язань в іноземній валюті в банківській системі. Супровідними діями можуть бути:

- розробка системи управління потоками капіталів, яка б убезпечила фінансовий сектор від ризиків волатильності короткострокових валютних кредитів (нормативи резервування, податки тощо);
- створення нормативної рамки для біржового ринку валюти, у тому числі прийняття закону про деривативи;

---

<sup>8</sup> IMF Memorandum and Letter of Intent as of July 21, 2015 <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=20163929>



- відкриття локального валютного ринку для трейдерів з інших країн. На цьому етапі доцільно розробити та впровадити у співпраці з найбільшими іноземними банками-валютними трейдерами, а також європейськими наглядовими органами програму розвитку біржового валютного ринку та наглядових органів, включно із комплексом заходів, спрямованих на залучення іноземного капіталу на ринок;
- вдосконалення законодавства про банкрутство юридичних осіб, а також практик аудиту, оцінки майна та звітності;
- розробка та впровадження стратегії повної інтеграції українського фінансового ринку до європейської системи (клірингові системи, депозитарна система), що б надало змогу іноземному капіталу вільно та без адміністративних перепон торгувати українськими паперами.

**Лібералізація інвестування громадянами за кордон (третій крок)** – в українських умовах цей крок може бути застосований одночасно із другим кроком, оскільки населення де-факто вже і так масово інвестує у закордонні інструменти у вигляді готівкової валюти, а відкриття можливостей інвестування у фінансові інструменти сприяло б розвитку ринку фінансових послуг та фінансової грамотності населення краще за будь-яке регулювання та освітні програми в цій галузі. Крім того, накопичений ресурс коштів населення за цих умов міг би бути витрачений під час нової хвилі приватизації великих українських державних компаній (за досвідом Польщі, де населення брало активну участь у приватизації). Населення інвестувало б разом із великим іноземним акціонером, відчуваючи захищеність власних заощаджень (наприклад, купівля акцій державного банку разом з ЄБРР або «Укрзалізниця» – разом із Deutsche Bahn тощо).

Лібералізацію інвестицій резидентів за кордон (за виконання зазначених вище супровідних кроків) доцільно супроводжувати:

- удосконаленням нормативної бази та захисту прав споживачів фінансових послуг;
- введенням в дію другого та третього рівнів накопичувальної пенсійної системи.

До того ж, на довгострокову перспективу доцільно здійснити такі заходи:

1. Розробка довгострокової стратегії НБУ у співпраці та, за можливості, за технічної допомоги МВФ, яка передбачатиме поступову повну лібералізацію руху капіталу та валютообмінних операцій. Етапи фінансової лібералізації та її остаточна глибина мають бути визначені в залежності від особливостей економіки країни та її стратегічних цілей розвитку.
2. Розробка плану впровадження більш гнучкої системи управління потоками капіталу з боку регулятора. Така система має містити чіткі маяки щодо часу та тривалості впровадження того чи іншого заходу впливу на потоки капіталу. Доцільно більш детально вивчити досвід використання різних інструментів впливу на рух капіталу в інших країнах, які вважаються успішними прикладами реалізації таких заходів (наприклад, Корея).
3. Постійне покращення інституційної спроможності регуляторів фінансового сектору (НБУ та ДКЦПФР) обмежувати спекуляції та здійснення пруденційного контролю (адаптація нормативної бази в залежності від етапу фінансової лібералізації).



## Додаток 1

### Використання обмежень на рух капіталу в Ісландії

#### Передумови

**Державна політика:** З 80-х років уряд Ісландії взяв курс на лібералізацію, дерегуляцію та зменшення втручання держави в економіку. Протягом 90-х років центральний банк перейшов до режиму інфляційного таргетування, повноцінно запровадженого в 2001 р., та плаваючого обмінного курсу. В цей же час Ісландія, приєднавшись до Європейського Економічного простору, законодавчо задекларувала вільний рух капіталу.

**Фінансовий сектор:** У 2003 році було завершено приватизацію 3 найбільших банків країни, а уряд розпочав надання державних гарантій по іпотечних кредитах. Це спричинило кредитний бум, а вища за середньоєвропейську відсоткова ставка зробила дуже вигідними вкладення в ісландську валюту та похідні інструменти для нерезидентів. За умов повністю лібералізованого руху капіталу, банки отримали фактично безконтрольний доступ до закордонних запозичень і спрямували їх на внутрішній ринок та у іноземні активи з високою дохідністю. Кредитний ринок країни розвивався темпами, невідповідними розвитку економіки: ісландські банки, користуючись кредитним плечем, збільшили сумарні активи до 1000% від ВВП станом на 2007 рік.

**Економічне зростання:** Ісландська економіка зростала (+25% протягом 2003-2007 рр. кумулятивно) за рахунок валютних спекуляцій за схемою керрі-трейд, високої процентної ставки Центрального банку і зміцнення національної валюти за рахунок переважаючого притоку капіталу. Це створило надмірну заборгованість приватного сектору (борг компаній станом на 2008 рік склав 308% ВВП), а також значну залежність країни від закордонного фінансування.

#### Криза

**1-а стадія. Розвиток кризи.** З банкрутством Lehman Brothers та обвалом світових фондових ринків почався стрімкий відтік капіталу з країни. Ціна на фінансові активи і нерухомість всередині країни обвалилася, зникла можливість рефінансувати борги. Як наслідок, ісландські банки втратили ліквідність, і банківський сектор згорнувся. Це спричинило паніку на фінансових ринках і значний відтік капіталу, що вилилося в дефіцит платіжного балансу та девальвацію ісландської крони.

**2-а стадія. М'яке регулювання.** Рятуючи ситуацію, уряд був змушений націоналізувати три найбільші банки. Але оскільки Ісландія, законодавчо задекларувала вільний рух капіталу, центробанк не мав достатніх повноважень для врегулювання ситуації. Центробанк підняв відсоткову ставку до 18%, але це не допомогло, і втеча капіталу тривала. Уряд уклав угоду з МВФ на період 2008-2011 рр.

**3-я стадія. Адміністративні обмеження.** Для уведення додаткових обмежень на рух капіталу, котрих вимагала, зокрема, угода stand by з МВФ, Ісландії довелося законодавчо розширити можливості Центрального банку щодо впливу на рух капіталу. Перші обмеження на рух капіталу, накладені Центральним банком у листопаді 2008 року, забороняли або суттєво обмежували будь-який транскордонний рух капіталу, не пов'язаний з міжнародною торгівлею. Введення обмежень мало миттєвий ефект: у цьому ж кварталі (у IV кв. 2008 р.) практично повністю припинився відтік капіталів та стабілізувався обмінний курс (Рисунок 17).

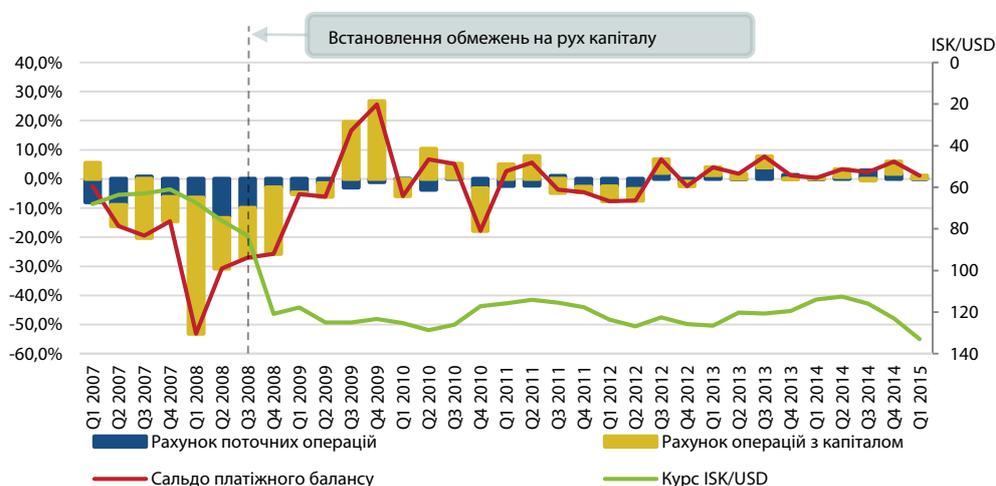
**4-а стадія. «Закручування гайок».** Оскільки з часом економічні суб'єкти знаходили можливість обходити обмеження, регулятор був змушений переглянути їх в 2009 та 2011 рр., переважно у бік посилення регулювання. Часткові винятки були зроблені для державних компаній та інституцій або тих компаній, де держава мала значну частку. Незважаючи на це, за час дії обмежень за кордон було виведено різними методами до третини активів збанкрутілих банків.

**5-а стадія. Стагнація.** Вищезгадані обмеження на рух капіталу, встановлені в листопаді-грудні 2008 р., продовжують діяти донині. За оцінкою Міністерства фінансів Ісландії, утримання обмежень



на рух капіталу коштує ісландській економіці 2-3% щорічного зростання ВВП. У вересні 2009 р. була представлена перша програма фінансової лібералізації, яка не отримала належної підтримки і не була втілена, так само зрештою, як і друга програма, представлена в березні 2011 р.

Рисунок 17. Динаміка платіжного балансу та обмеження на рух капіталу в Ісландії



Джерело: Дані Центрального банку Ісландії

**6-а стадія. Лібералізація.** Таким чином, обмеження проіснували до 2015 р. За цей час вирівнявся платіжний баланс, і вже третій рік поспіль спостерігається його позитивне сальдо (за 2014 р. профіцит склав 1,45 млрд дол. США), а ВВП почав зростати з 2011 р. У 2015 році було прийнято програму лібералізації. Сукупний обсяг коштів, що будуть виведені у випадку одночасного скасування обмежень, за оцінкою Міністерства фінансів Ісландії, складає понад 1700 млрд крон (~12 млрд дол. США, 70% ВВП). Маса активів у розмірі 9 млрд дол. США (52% ВВП) у разі повної лібералізації руху капіталу може бути виведена з країни в найкоротші строки і тим самим порушити макроекономічну стабільність, спровокувавши валютну паніку. Тому серед цієї маси коштів Міністерство фінансів виділило такі групи активів:

- номіновані у кроні кошти вкладників збанкрутих банків – (~3,5 млрд дол. США, 20% ВВП);
- номіновані в іноземних валютах вимоги збанкрутих банків до резидентів – (~2,8 млрд дол. США, 16,5% ВВП);
- номіновані у кроні фінансові інструменти у власності нерезидентів – (~2,1 млрд дол. США, 12,4% ВВП).

Для кожної з цих груп була розроблена власна стратегія лібералізації, покликана максимально згладити вплив на макроекономічну ситуацію. Звісно, потенційні фінансові потоки не обмежуються вищезначеними групами, і тому зі збільшенням фінансової свободи в Ісландії запроваджується пруденційний нагляд Центральним банком та обов'язкова авторизація для здійснення інвестицій, з метою неповторення негативної практики передкризових років.

## Висновки

Таким чином, на фоні лібералізації руху капіталу за неналежного рівня пруденційного нагляду та інституційних обмежень регулятора (накладених підписаними міжнародними договорами), Ісландія зіштовхнулася зі значними економічними труднощами, наслідки яких країна не пододала донині. Впродовж 7 років в країні діють суворі обмеження на рух капіталу, котрі стосуються майже всіх аспектів міжнародного руху капіталу. На даний момент уряд Ісландії створив дорожню карту для поступового зняття обмежень на рух капіталу, чітко визначивши ключові групи активів та окрему політику для кожної з них. Особливе місце у планах уряду та центробанку посідає посилення пруденційного нагляду задля недопущення подібної ситуації у майбутньому.



## Додаток 2

### Використання обмежень на рух капіталу під час азійської кризи 1997 року

#### Досвід Таїланду

##### Передумови

**Економічне зростання:** Економіка Таїланду стрімко розвивалася протягом 1980-90 рр. із середнім темпом зростання в 7,6% на рік. Сумарно з 1980 до 1996 р. ВВП Таїланду зріс в 3,9 разів. Завдяки низькій вартості робочої сили, експорт країни мав значні конкурентні переваги і швидко зростав. Основними факторами, що визначили притік зовнішніх інвестицій, стала рецесія в США та низькі відсоткові ставки ФРС, які зумовили потік інвестицій з США за кордон. Таїланд в цей час був привабливою країною для інвестицій через високу відсоткову ставку центрального банку (13% в 1995 р.), валюту, прив'язану до долара США, та лібералізований рух капіталу.

**Державна політика:** З 1993 р. Центральний банк Таїланду вирішив розвивати тайську фінансову систему як регіональний фінансовий центр. Ключову роль у цьому процесі мало відіграти створення системи офшорних банкових інституцій (Bangkok International Banking Facilities, або BIBFs). У 1994 р. був послаблений валютний контроль та підвищено зручність здійснення трансферів за кордон (інвестицій та кредитів). Відсоткові ставки залишалися високими, валюта була прив'язана до долара.

**Фінансовий сектор:** Основною схемою роботи ліцензованих BIBF було залучення іноземних коштів для видачі позик як резидентам (out-in операції), так і нерезидентам (out-out операції). При цьому недостатня прозорість ведення бізнесу, слабкий банківський нагляд, занижені вимоги до капіталу та неадекватні процедури банкрутства заохочували недобросовісні практики банків. У поєднанні з низькою вартістю кредитів це призвело до скуповування низькоякісних активів та спекуляцій, особливо в сфері нерухомості, де інвестиції були захищені урядом.

##### Криза

**1-а стадія. Розвиток кризи.** З початком зростання відсоткових ставок ФРС США та пов'язаного із ним зміцнення долара почався зворотній рух інвестицій (з країн Південно-Східної Азії до США). Для азійських валют, прив'язаних до долара, вища вартість долара означала зниження конкурентоздатності експорту на глобальних ринках та проблеми з платіжним балансом.

**2-а стадія. М'яке регулювання, ринкові методи.** З грудня 1996 р. посилення тиску на національну валюту змусило Центральний Банк збільшити відсоткові ставки з 5% до 9%, щоб запобігти втечі капіталу та почати валютні інтервенції, аби утримати все ще фіксований курс бата.

**3-я стадія. Адміністративні обмеження.** Але вже у травні 1997 р., зіштовхнувшись із спекулятивними атаками на курс національної валюти, Таїланд ввів прямі обмеження на більшість транскордонних валютних операцій, окрім міжнародної торгівлі та інвестицій. Був створений дворівневий валютний ринок, де фіксований курс використовувався для торгових операцій, а решта транзакцій проводилися за ринковим курсом. Це не зупинило відтік капіталу, але різко звузило ліквідність фінансової системи. Тиск на національну валюту не зменшувався, Центральний Банк продовжував інтервенції, і за період 1996-1997 років міжнародні резерви Таїланду скоротилися від 38,6 млрд USD до 26,8 млрд USD, або від 34% до 25% зовнішнього боргу країни.

**4-а стадія. Лібералізація обмінного курсу.** Зрештою 2 червня 1997 р. центробанк Таїланду ввів режим плаваючого обмінного курсу тайського бата, що призвело до значної девальвації, подальшого збільшення боргового тиску і посилення кризи. Низька довіра, непевність обмінного курсу та паніка через наявність обмежень на рух капіталу тільки посилили відтік, незважаючи на те, що короткострокові відсоткові ставки піднялися до понад 20%. Колапс однієї з найбільших фінансових корпорацій країни Finance One викликав додаткову паніку серед інвесторів. Банківський сектор, особливо BIBFs, підсилили амплітуду фінансової кризи. Комерційні банки



зафіксували чистий відтік капіталу розміром 4,7 млрд дол. США в 1997 р. та 4,3 млрд дол. США в 1998 р. В той же час через систему банків BIFBs було виведено 1,7 млрд дол. США в 1997 р. та 9,6 млрд дол. США в 1998 р. (Рисунок.18).

Рисунок18. Динаміка платіжного балансу та обмеження на рух капіталу в Таїланді



Джерело: дані Центрального банку Таїланду

**5-а стадія. Скасування обмежень.** Національний банк Таїланду, виконуючи програму stand by МВФ на суму 3,9 млрд дол. США, укладену 20 серпня 1997 р., скасував на початку 1998 року практику подвійного режиму обмінного курсу та решту обмежень. Згодом Центральный банк посилив вимоги щодо резервування і класифікації активів, а банки зобов'язав резервувати мінімум 20% від суми позики протягом кожного звітного періоду і повністю зберігати такий рівень резервів до 2000 р. Це створило сприятливий фундамент для подальшого зростання, підсиленого вирівнюванням конкурентоспроможності експорту внаслідок девальвації.

## Висновки

На відміну від інших країн регіону, Таїланд не зумів запобігти кризі. За твердженнями деяких тайських посадовців, уведені обмеження на рух капіталу тільки поглибили проблеми. Науковці погоджуються, що обмеження на рух капіталу запровадили надто пізно, вони не були достатньо комплексними, і тому не лише не дали бажаного ефекту, а й спричинили паніку та пришвидшили виведення капіталу.

При цьому, широко визнано, що саме слабкий нагляд за банками та фінансовими корпораціями з боку Центрального банку Таїланду та надмірний леверидж були ключовими причинами швидкого колапсу економіки після введення плаваючого режиму обмінного курсу.

## Досвід Малайзії

Досвід Таїланду часто протиставляють практиці Малайзії, оскільки ці країни, схожі за рівнем економічного розвитку, структурою економіки та фінансового сектора, зіштовхнулися з однаковими проблемами, породженими як несприятливою економічною кон'юнктурою, так і внутрішніми проблемами. Але на відміну від Таїланду, антикризова політика Малайзії виявилася набагато ефективнішою і змогла запобігти відтоку капіталів та значному економічному спаду. Малайзійська система обмежень на рух капіталу нівелювала будь-які потенційні вигоди від спекуляції національною валютою та повернула контроль над відтоком капіталу за допомогою раннього реагування на потенційні загрози та плаваючого курсу національної валюти ринггіта, що не давав значної вигоди від спекуляції валютою, як це було у Таїланді, де центральний банк намагався втримати курс. Малайзії більше пощастило із моментом кризи: вона почалася пізніше, ніж у Таїланді, а рік виходу з кризи збігся із економічним відновленням в інших країнах регіону.



**Головними завданнями** системи контролю за рухом капіталу, впровадженої урядом Малайзії, були:

- нівелювати будь-які потенційні вигоди від спекуляції національною валютою,
- усунути офшорний ринок ринггіта та подвійний курс,
- збільшити автономію грошово-кредитної політики,
- ізолювати економіку від впливу подальшого погіршення світової фінансової кон'юнктури.

Для досягнення цих цілей повністю перекривалися всі транскордонні фінансові транзакції, крім торгівлі, та впроваджувалася вимога обов'язкового продажу валюти. Валютні операції могли відбуватися виключно за санкцією влади, для отримання якої необхідно було довести торговий характер угоди або те, що кошти є прямими інвестиціями.

**Основна різниця** між результатами політики контролю за рухом капіталу у Таїланді та Малайзії полягала у наступному:

- Таїланд переживав спекулятивні атаки і увів обмеження на рух капіталу як захисний механізм для підтримки курсу валюти. Натомість Малайзія не потерпала від надзвичайного спекулятивного тиску під час запровадження таких обмежень, оскільки на той час курс не був фіксованим;
- обмеження на рух капіталу в Малайзії були дуже широкими і прагнули знищити всі наявні лазівки для виведення валюти. Натомість обмеження, запроваджені Таїландом, принаймні ретроспективно, були недостатньо комплексними. Зокрема, залишалися значні можливості виведення валюти через систему BIBFs, не було налагоджено належного контролю за фіктивністю зовнішньоторгівельних угод, не була перекрита можливість виведення капіталів через цінні папери та фондовий ринок;
- Таїланд застосував обмеження в розпал кризи, натомість уряд Малайзії запровадив обмеження, коли на фінансових ринках спад тільки почався.

Важливим моментом тут є останній факт. Ця різниця в моменті уведення може бути ключовим фактором, що пояснює негативний результат тайської політики контролю над рухом капіталу.



## Додаток 3

### Пропоновані миттєві зміни до наявних обмежень у валютному регулюванні у короткостроковому періоді

#### Обмеження по поточному рахунку:

- Надати можливість імпортерам перекривати свої імпортні платежі власною виручкою за експортними контрактами в обсязі, який треба додатково визначити на обговоренні з регулятором та бізнесом. Це знизить витрати компаній на адміністрування отримання дозволу на купівлю іноземної валюти, витрати на комісійні платежі за валютні операції та, у деяких випадках, втрати на різниці курсу при операціях зворотного викупу.
- Надати експортерам можливість вільного вибору банку, через який вони здійснюють обов'язковий продаж валютної виручки;
- Скасувати спеціальні санкції за порушення терміну розрахунків за зовнішньоторгівельними операціями. Зараз майже половина кількості всіх порушень цього обмеження стосується угод розміром до 10 тис. доларів та у грошовому виразі становить лише 1,3% сукупного обсягу порушень (середнє значення з січня 2014 року за помісячними даними НБУ). Це знизить як витрати бізнесу, так і витрати держави на адміністрування наслідків таких порушень. Натомість у якості мотивуючого чиннику залишиться пеня за кожен день прострочки понад встановлену НБУ кількість днів.
- Скорочення чинних 4-денних термінів резервування банками гривневих коштів на рахунках для купівлі іноземної валюти. Окрім цієї норми, зараз існує досить багато інших обмежень, здатних стримати спекулятивний попит у разі пікових навантажень, а ця норма створює суттєве обмеження для бізнесу. Зниження такої норми на один день збільшить гривневу грошову масу в обігу приблизно на 0,3%, що є співставним з 28% щоденного обсягу залучення НБУ коштів банків по сертифікатах овернайт (за тим же принципом, за яким працює механізм обов'язкових резервів НБУ). Для компаній-імпортерів це означатиме відчутне збільшення обігового капіталу та покращення умов ведення бізнесу, для держави – миттєвий експансивний монетарний ефект, вплив якого одразу на 100% транслюється у реальний сектор економіки, оминаючи стадію руху коштів у фінансовому секторі та недоліки передавального механізму.
- Обов'язок отримання акту державної цінової експертизи від «Держзовнішінформу» варто: (а) скасувати за контрактами, що проводяться з іноземними компаніями з кредитним рейтингом не нижче BBB від Fitch та S&P, або Baa2 від агентства Moody's; (б) запровадити на строк від 12 місяців для платежів, що мають регулярний характер у вигляді роялті чи оплати ліцензійних послуг.
- Скасувати необхідність довідки про те, що компанія купує валюту не за рахунок кредитних коштів. Перейти на повідомлювальний характер по цих пунктах у заявці на купівлю валюти, і, якщо за результатами вибіркової перевірки виявиться, що компанія надала невірну інформацію, – застосувати до неї санкції.

#### Обмеження по рахунку капіталу:

- Дозволити виведення дивідендів із складанням поквартального графіку – прибуток, розподілений за результатами IV кв. 2013 р., I кв. 2014 р. і так далі. Це дасть сильний позитивний сигнал інвесторам та міжнародній спільноті, а також дозволить регулятору планувати обсяги руху капіталу за цим каналом. Водночас, відтік капіталу залишатиметься прогнозованим, адже дані про такий розподілений прибуток є в розпорядженні Державної фіскальної служби.



## Додаток 4

Витяг з «Меморандуму про економічну і фінансову політику»  
від 21 липня, 2015 р. в рамках програми МВФ EFF<sup>9</sup>

### Фінансові ринки

1. Спрямованість на посилення гнучкості обмінного курсу гривні. Поступовий перехід до управління грошово-кредитним ринком через регулювання відсоткових ставок.
2. Валютні потреби імпортерів енергоресурсів повинні задовольнятися виключно на валютному ринку.
3. Подальше послаблення тимчасових адміністративних обмежень на валютному ринку можливе лише після досягнення таких передумов:
  - a) успішне проведення державою операції з реструктуризації боргу;
  - b) завершення програми капіталізації банків згідно з діагностикою за 2014 рік;
  - c) досягнення встановлених в спеціально розробленій дорожній карті більш жорстких (порівняно із критеріями програми EFF) цільових показників міжнародних резервів;
  - d) повне задоволення валютних потреб НАК «Нафтогаз України» на ринкових засадах.
4. Згортання монетарної підтримки квазіфіскальних видатків. Тільки підтримка у визначених лімітах Фонду гарантування вкладів фізичних осіб, виключно в обсягах, необхідних для забезпечення законодавчо встановлених виплат вкладникам збанкрутілих банків.

### Монетарна політика та макроекономіка

1. Головні цілі в монетарній політиці:
  - a) зниження темпів інфляції;
  - b) дотримання гнучкого обмінного курсу;
  - c) поступове відновлення міжнародних резервів (до 18,3 млрд дол. США у 2015 році та 22 млрд дол. США у 2016 році).
2. Покращення фінансової ситуації дозволить НБУ відповідно до розробленого спільно з МВФ плану поступово скасовувати існуючі адміністративні обмеження.
3. Монетарна політика буде націлена на досягнення однознакового рівня інфляції. Тому пом'якшення грошово-кредитної політики буде можливим за наступних умов:
  - a) формування стійкого тренду на зниження інфляції;
  - b) стабільна ситуація на валютному ринку;
  - c) відсутність реалізації негативних шоків, що матимуть суттєвий вплив на інфляційні очікування тощо.
4. Кількісні критерії ефективності щодо грошової пропозиції визначені в програмі EFF. НБУ продовжуватиме абсорбувати надлишкову ліквідність з метою запобігання нестабільності на грошово-кредитному та валютному ринках.
5. Продовження підготовки переходу до інфляційного таргетування.
6. Макроекономічні параметри:
  - a) Зміна ВВП: -9% у 2015 р., +2% у 2016 р.
  - b) Зміна індексу споживчих цін (рік до року): 45,8% у 2015 р., 12% у 2016 р., 8% у 2017 р.
  - c) Сальдо рахунку поточних операцій: -1,7% ВВП у 2015 р., -1,6% ВВП у 2016 р.

---

<sup>9</sup> <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=20163929>

