

УДК 339. 9: 339. 7. 01

КОРИСНІСТЬ ФІНАНСОВОЇ ЛІБЕРАЛІЗАЦІЇ

Ю. Кирилич

*Львівський національний університет імені Івана Франка,
79008 м. Львів, Україна, просп. Свободи 18*

Проаналізовано корисність фінансової лібералізації та її вплив на економіку з метою запобігання кризових явищ.

Ключові слова: фінансова лібералізація, внутрішня та зовнішня фінансова лібералізація, фінансові обмеження, регулювання та дерегулювання економіки, фінансова відкритість.

Формулювання проблеми. Економічна ситуація в світі й фінансові кризи змушують переглядати такі категорії, як фінансова інтеграція, фінансова лібералізація і фінансові обмеження, з метою кращого розуміння причин виникнення кризових явищ та їхніх макроекономічних наслідків.

Особливу роль в економічному зростанні відводять фінансовій лібералізації, при якій потрібно застосовувати й фінансові обмеження та розглядати їх частиною фінансової лібералізації.

Економічні наукові школи пропонують різні підходи та пояснення щодо доцільності фінансової лібералізації на противагу фінансовим обмеженням.

Аналіз досліджень і публікацій. Проблемі фінансової лібералізації в економічній літературі присвячено чимало праць відомих науковців та практиків [6, 8, 13, 20, 25, 27, 28]. Проте, зазвичай, виділяють дві наукові школи, які формують погляди на фінансову лібералізацію:

- структуралісти (Р. Голдсміт [16], Р. Маккінон [21], Е. Шоу [25]);
- неоструктуралісти (Дж. Тоббін [27]).

У вітчизняній літературі мало досліджень українських учених, які б безпосередньо торкалися питань фінансової лібералізації [1, 3].

Метою нашого дослідження є розглянути і проаналізувати вплив фінансової лібералізації на економічне зростання та роль фінансових обмежень, що ставлять під сумнів ефекти фінансової відкритості, тобто довести корисність фінансової лібералізації для світових економік.

Виклад основного матеріалу. Міжнародна фінансова інтеграція, фінансова глобалізація, регулювання фінансових ринків капіталу, фінансові кризи і міжнародні фінансові потрясіння, а також питання фінансової лібералізації або фінансових репресій (обмежень) є важливими сучасними поняттями у сфері міжнародних фінансів та розвитку економіки. Найбільш дотичними до фінансової лібералізації є фінансові обмеження, контроль за рухом капіталу, управління ризиками, моральні ризики, асиметрія інформації, фінансова нестабільність, системний ризик і дисфункції в фінансовій системі [4].

Остання фінансова криза 2008 року, а також економічна ситуація в світі змушують знову ретельно переглянути вищезгадані питання і фінансову

лібералізацію, зокрема, з метою кращого розуміння причин та запобігти кризовим ситуаціям у майбутньому, а також надати нові оцінки дерегуляції економіки, фінансовій відкритості та макроекономічним наслідкам, які можуть виникати.

Фінансові обмеження варто вважати оберненим процесом до фінансової лібералізації, тому вони є точкою відліку процесів дерегуляції й доцільно їх розглядати як частину процесу фінансової лібералізації. До фінансових обмежень відносять субсидювання кредитів для певних секторів економіки, контроль за рівнем відсоткових ставок та регулювання банківського сектора. Зокрема, Дж. Берцелемі та А. Вароудакіс [7] визначають фінансові обмеження як усі засоби й заходи, які унеможливають або заважають фінансовим посередникам працювати відповідно до їхнього повного технологічного потенціалу. Також багато економістів розглядають фінансові обмеження на відсоткові ставки, що призводить до їх нерівномірного встановлення і порушує ринкові засади й механізми ціноутворення тощо.

Розглядаючи погляди Р. Маккіннона про фінансові репресії (обмеження) та вигоди від фінансової лібералізації, яким уже понад 30 років, М. Фрай [15] чітко описав механізм і принципи фінансових обмежень, які вводить держава. Доречно зазначити, що М. Фрай розрізняє поняття фінансова репресія (придушення) та фінансові обмеження, де останнє охарактеризовано не такими жорсткими та численними втручаннями держави як попереднє. Він пояснив, чим та чи інша країна керується і з якою метою вона встановлює ці фінансові обмеження. Наприклад, уряди з метою фінансування витрат, які перевищують податкові надходження змушують представників приватного сектора через різноманітні фінансові обмеження купувати державні цінні папери за ціною нижчою, ніж ринкова.

З такого погляду, на нашу думку, починається розвиток доктрини фінансової лібералізації та її впровадження у низці країн світу. Це довготривалий та багатоетапний процес, якому передують економічна, торговельна лібералізація, що в загальному виявляються у процесах фінансової глобалізації. Насамперед, не вдаючись у деталі перебігу подій фінансової лібералізації та зосереджуючи свою увагу на сьогоdnшній ситуації, яка склалася, наприклад, у ЄС через надто великі державні борги деяких країн, й аналізуючи причини можна сказати, що уряди з метою фінансування витрат, які перевищують податкові надходження, користуючись ефектами фінансової лібералізації, продавали державні цінні папери, які не відповідали своєму рівню ризику. Тобто, якщо у початковій «точці відліку» [21] держава (уряд) зловживала фінансовими обмеженнями з метою збільшення надходжень до бюджету, то й у другому випадку сучасної ситуації, мотив залишається той самий, хоча механізм докорінно змінився, так само як і засади функціонування державних фінансів. Це нашоухує на роздуми про те, що для уникнення подібних ситуацій у майбутньому треба створити належний механізм контролю за державними запозиченнями та діями урядів. Такий механізм на сучасному етапі полягає у створенні наднаціональних органів управління та контролю в ЄС.

З іншого боку, доречно зауважити, що сьогодні створилася певна патова ситуація для країн, які не можуть зібрати належний об'єм податків для забезпечення державних витрат. Те, що більшість країн не можуть знайти належного рівня запозичень, частково пояснюється недосконалим рейтинговим механізмом. Проте у докризовий період спостерігався значний надлишок інвестиційного капіталу, і в умовах активного розвитку та зростання світових економік необхідність синхронного

росту була очевидною, адже ніхто не хотів відставати від конкуренції та втрачати можливість збільшити свої доходи і багатство (ВНП).

Свого часу М. Фрай [14, 15] виділив економістів, які відстоювали позицію державного втручання у систему фінансових обмежень: К. Маркс, В. Ленін, чії позиції та аргументація фінансових обмежень були спрямовані на унеможливлення розвитку капіталізму, а також Дж. Кейнса, який пропагував урядовий контроль за кредитами та валютою у капіталістичній системі. Звісно, називати цих економістів послідовниками чи науковцями однієї школи не варто, адже їхні роботи стали підґрунтям для функціонування різних економічних систем. Кейнсіанську школу економіки активно та ефективно використовували у США в середині XX ст. Експлуатували також роботи Дж. Тобіна [27], який, використовуючи моделі економічного зростання Р. Солоу, розробив моделі взаємозв'язку між фінансовими умовами та економічного зростання. Отже, цих економістів М. Фрай виділив як основних ідейників фінансових обмежень, хоча не варто забувати про величезну кількість їхніх послідовників.

У 1973 році опубліковано роботи Р. Маккінона [21] та Е. Шоу [25], які проводять економічний аналіз у країнах з фінансовими обмеженнями та висувають свої погляди щодо їхньої державної політики. Основними елементами у моделі Р. Маккінона та Е. Шоу є фінансові інституції як посередники між заощаджувачами та інвесторами. Вони аналізують фінансові обмеження з погляду рівня адміністративно зафіксованих номінальних відсоткових ставок.

Отже, Р. Маккінон та Е. Шоу гіпотетично припускали, що фінансова лібералізація пришвидшує економічне зростання, хоча сьогодні дедалі частіше ставлять під сумнів деякі її ефекти. На наш погляд, сама гіпотеза доволі правильна, але ті обмеження, які лібералізація встановлює, та реалії, з якими вона зіткнулася в процесі глобалізації світу, теж дещо ставлять її під сумнів. Виникає низка питань та розбіжностей щодо ефектів фінансової лібералізації. Світ перебуває на шляху незавершеного процесу глобалізації, тому в різних його частинах існують різні культурні, економічні, політичні засади та принципи її функціонування. Гіпотеза фінансової лібералізації не може бути для всіх країн уніфікованою чи єдиноправильною стратегією. Як приклад, пострадянські країни та країни колишніх планових економік, які перебували десятки років в умовах жорсткого цінового контролю та інформаційного вакууму хоча і задекларували свій ринковий курс після розвалу ССРСР, не змогли швидко пристосуватися та змінити свої фінансові системи. Також біржовий механізм залучення коштів та ціноутворення і надалі залишається чужим та незрозумілим для більшості цих країн. Потрібно звернути увагу, що лібералізацію, де використовують принцип найефективнішого розміщення капіталу та його диверсифікації, проводять, зазвичай, на наддержавному рівні, передусім за рахунок прямих іноземних інвестицій, портфельних інвестицій транснаціональних компаній, банків тощо. У деяких країнах частка «місцевих гравців» дуже мала, бо ж не може протистояти сильнішим представникам з-за кордону, що диктують умови для цілої економіки.

Тому головною передумовою проведення фінансової лібералізації має бути створення належного середовища: банківського, економічного, політичного, правового. Такі рекомендації, напевно, вперше було задекларовано на «Вашингтонському консенсусі».

«Вашингтонський консенсус» (1989 р.) охоплював десять рекомендацій [28]:
- підтримка фіскальної дисципліни (мінімальний дефіцит бюджету);

- пріоритетність охорони здоров'я, освіти та інфраструктури серед державних витрат;
- зниження граничних ставок податків;
- лібералізація фінансових ринків для підтримки реальної ставки за кредитами на невисокому, але все ж позитивному рівні;
- вільний обмінний курс національної валюти;
- лібералізація зовнішньої торгівлі (переважно за рахунок зниження ставок імпорتنних мит);
- зниження обмежень для прямих іноземних інвестицій;
- приватизація;
- дерегулювання економіки;
- захист прав власності.

Термін «Вашингтонський консенсус» використовують для характеристики низки заходів, спрямованих на посилення ролі ринкових сил і зниження ролі державного сектора. Тобто «Вашингтонський консенсус» був рекомендаційним документом для проведення фінансової, економічної й торговельної лібералізації. Політики багатьох держав взяли його принципи за основу економічних перетворень у своїх країнах.

Акцент було зроблено на стабілізації, лібералізації та дерегулюванні. Перехід до більш децентралізованої економіки, здавалося, повинен був привести до прискорення економічного зростання. Проте соціальна політика та захист прав власності в багатьох випадках залишалися на другому плані.

Багато вчених наголошує і на недоліках «Вашингтонського консенсусу», зокрема, [2]:

- універсальність, хоча країни, які ним користувалися були дуже різними;
- відсутність вказівок щодо зв'язку між утвореними інституціями на час реформ та держаною макроекономічною політикою;
- відсутність рекомендацій щодо реалізації деяких ринкових процесів (приватизації, дерегуляції);
- непрогнозованість та дороговизна постреформаторського періоду;
- відсутність рекомендацій щодо швидкості та часу проведення реформ;
- необґрунтованість ролі держави в процесі реформ.

Звернемо увагу на низку сучасних статей та думок, де жорстко критикують погляди та політику «Вашингтонського консенсусу». Зокрема, в квітні 2011 р. Домінік Стросс-Кан [26], тодішній голова МВФ, виступив із заявою, про те, що «Вашингтонський консенсус» з його спрощеними економічними поглядами й рецептами, звалився під час кризи світової економіки і залишився позаду.

Учені А. Д. Ахмед і С. Н. Іслам зазначають, що існують дві течії та школи, які формують погляди на фінансову лібералізацію [4]:

- 1) Голдсмита та Маккінона–Шоу;
- 2) Кейнса–Тобіна–Штігліца, яких називають, відповідно, структуралістами та неструктуралістами.

Кожна з цих наукових шкіл використовує різноманітні моделі й пояснення на захист і обґрунтування фінансової лібералізації на противагу фінансовим обмеженням і пропонує свої монетарні та фінансові засоби регуляції з метою швидшого й ефективнішого економічного зростання.

У роботах Р. Голдсмита [16], Р. Маккінона [21] та Е. Шоу [25] пояснення й обґрунтування фінансової лібералізації побудовані на найефективнішому розміщенні

капіталу і заощаджень на мікрорівні, що має спричинити економічне зростання у довготривалій перспективі. І хоча ці моделі та моделі їхніх послідовників виглядають логічними й обґрунтованими з'явилося багато емпіричних та теоретичних робіт [8], які ставлять під сумнів ефекти фінансової лібералізації, враховуючи невдалий досвід багатьох країн Латинської Америки, Африки та Азії.

Подібні аргументи наводить З. Луцишин [3], підкреслюючи, що фінансова глобалізація виявляє себе постфактом, не будучи при цьому інтегрованою в конвергенційність і вона передуює процесу фінансової інтеграції за змістом, широкомасштабністю охоплення та площинністю дії, але за формою і за глибинністю фінансових механізмів процеси міняються місцями. На думку З. Луцишина, фінансова глобалізація впливає на зростання двома способами [3]:

- за рахунок підвищення глобальної пропозиції капіталу;
- через стимулювання розвитку національної фінансової системи, що підвищує ефективність розподілу ресурсів, створює нові фінансові інструменти та покращує якість банківських послуг.

Однак П. Сауве [24] навів й інші аргументи на користь фінансової лібералізації, які економічно не так чітко виражені, а саме:

- більше можливостей для вкладень іноземних інвесторів, що збільшує загальну кількість заощаджень та інвестицій у країні;
- переваги у надходженні нових технологій в економічну та фінансову сфери, підвищення якості послуг, а, відповідно, продуктивності та ефективності;
- стимулює впровадження інновацій та модернізацію фінансового сектора держави-реципієнта.

Такої думці протистоїть позиція та вчення школи Кейнса–Тобіна–Штігліца [15], які навели декілька причин, доказів та моделей щодо корисності фінансових обмежень і зазначили, що держава повинна все ж таки втручатися у певних випадках, з метою підтримання низького рівня інфляції, відсоткових ставок тощо, адже ринкова економіка схильна до криз та крахів.

Існують два підходи для реалізації процесів фінансової лібералізації:

- внутрішня фінансова лібералізація;
- зовнішня фінансова лібералізація.

Їх також можна було б назвати етапами фінансової лібералізації, хоча не існує чіткої послідовності чи закономірності, який з цих підходів передуює іншому. Проте більшість науковців рекомендує все ж проводити спочатку внутрішню фінансову лібералізацію. Також очевидно, що зовнішня фінансова лібералізація не може обійтися без внутрішньої, але існує чимало випадків, коли внутрішня та зовнішня фінансова лібералізація проводяться паралельно або ж внутрішня відбувається під тиском зовнішньої.

Тому в процесі фінансової лібералізації важливим є порядок проведення реформ та початкові умови, в яких перебуває економіка, фінансова система країни, правосуддя тощо.

Лібералізації операцій рахунку з капіталом у платіжному балансі повинна передувати лібералізація внутрішньої фінансової системи за рахунок вивільнення відсоткових ставок, більш широкого використання непрямих інструментів валютного контролю та зміцнення вітчизняних фінансових інститутів і ринків. Інакше неузгодженість відсоткових ставок може спричинити відплив капіталу, або надто різкий приплив може мати негативні наслідки для економіки. Порядок лібералізації

рахунку операцій з капіталом та рахунку поточних операцій теж може мати негативні наслідки для торгівлі або ж прямих іноземних інвестицій.

Переліку питань про ефективність фінансової лібералізації, чи прискорює вона економічне зростання, її вплив на фінансову стабільність і фінансові ризики, має передувати питання та обґрунтована відповідь про значення початкових умов проведення процесу фінансової лібералізації, її послідовність та швидкість (рис. 1).



Рис. 1. Корисність фінансової лібералізації

Отже, розглядаючи вищезгадані питання, варто звернутися до емпіричних праць Г. Мілесі-Ферретті [22], А. Крау [20], Х. Едісон [10] та М. Фратшер [13], у яких автори не виявили сильного впливу фінансової відкритості на економічне зростання. Їм на противагу Д. Квінт [23], Г. Бекаерт [6], П. Генрі [17] з колегами знаходять залежність між відкритістю глобального ринку капіталу та економічним зростанням.

Не дали однозначної відповіді про вплив другорядних чинників таких, як якість інституційного середовища, рівень доходу населення тощо на економічне зростання,

викликаною фінансовою інтеграцією також науковці С. Едвардс [11], Х. Едісон [10], Л. Альфаро [5], М. Клейн [18].

Проблематику фінансової відкритості та економічного зростання розглядали, зокрема, Б. Ейхенгрін [12], Х. Едісон [9] та П. Генрі [17].

Проте, М. Шулярік та Т. Стегер, посиляючись на дослідний відділ МВФ, який був основним лобістом лібералізації рахунку операцій з капіталом цитують: «...загалом, переважна більшість емпіричної літератури дає мало надійних доказів причинно-наслідкового зв'язку між фінансовою інтеграцією та економічним зростанням» [19].

Висновки. Особливе значення для міжнародного та національного розвитку країни має фінансова лібералізація, яка підвищує рівень фінансових інновацій, збільшує ефективність фінансового посередництва, що веде до оптимального розміщення ресурсів, послуг, дифузії технологій. Однак лібералізація сама по собі не є достатньою для зовнішнього припливу капіталу. Необхідні внутрішні реформи, щоб мінімізувати ризики, з якими стикаються при лібералізації, перш за все фінансовий сектор економіки.

1. Белінська Я. Возможности і наслідки валютно-фінансової лібералізації в Україні/ Я. Белінська // Вісник Національного банку України. – 2006. – №1. – С. 28–34.
2. Виктор М. П. Некоторые выводы из теории экономических реформ/ М. П. Виктор // Экономическая наука современной России. – 2005. – № 1 (28). – С. 7–24.
3. Луцишин З. Асиметрія та парадокс фінансової глобалізації / З. Луцишин // Міжнародна економічна політика. – 2008. – № 8–9. – С. 78–103.
4. Ahmed A. D. I. Financial Liberalization in Developing Countries / A. D. I. Ahmed, S. M. N. Islam. – Berlin : Springer-Verlag Heidelberg, 2010. – 295 p.
5. Alfaro L. Why Doesn't Capital Flow From Rich To Poor Countries? An Empirical Investigation / L. Alfaro, S. Kalemli-Ozcan, V. Volosovych // Harvard Business School Working Paper 04-040, 2003.
6. Bekaert G. Does Financial Liberalization Spur Growth / G. Bekaert, R. H. Campbell, C. Lundblad // NBER Working Paper 8245, 2001.
7. Berthelemy J. C. Financial Development Policy and Growth. / J. C. Berthelemy, A. Varoudakis // Development Centre Studies, Long-term growth series OECD, 1996.
8. Broner F. Rethinking The Effects of Financial Liberalization / F. Broner J. Ventura // CREI and Universitat Pompeu Fabra Working Paper, 2010.
9. Edison H. Capital Account Liberalization and Economic Performance: Survey and Synthesis / H. Edison, R. Levine, L. A. Ricci, T. Slok // IMF Staff Papers. – 2004. – Vol. 51. – № 2. – P. 220–256.
10. Edison H. International Financial Integration and Economic Growth / H. Edison, R. Levine, L. A. Ricci, T. Slok // Journal of International Money and Finance. – 2002. – Vol. 21. – №6. – P. 749–776.
11. Edwards S. Capital Mobility and Economic Performance: Are Emerging Economies Different / S. Edwards // NBER Working Paper 8076, 2001.
12. Eichengreen B. International Financial Crises: Is the Problem Growing / B. Eichengreen // Jahrbuch für Wirtschaftsgeschichte. – 2002. – №1 P. 89–104.
13. Fratzscher M. Financial Openness and Growth: Short-Run Gain, Long-Run Pain / M. Fratzscher, M. Bussiere // European Central Bank Working Paper. – 2004. – № 348.
14. Fry M. J. Money, Interest, and Banking in Economic Development / M. J. Fry. – Baltimore: The Johns Hopkins University Press, 1995.
15. Fry M. J. Emancipating the Banking System and Developing Markets for Government Debt / M. J. Fry. – New York: Routledge, 1997. – 277 p.

16. Goldsmith R. W. *Financial Structure and Development* / R. W. Goldsmith. – New Haven : Yale University Press, 1969.
17. Henry P. B. *Capital Account Liberalization : Theory, Evidence, and Speculation* / P. B. Henry // *Journal of Economic Literature*. – 2007. – Vol 45. – № 4. – P. 887–935.
18. Klein M.W. *Capital Account Liberalization, Institutional Quality and Economic Growth : Theory and Evidence* / M. W. Klein // NBER Working Paper 11112, 2005.
19. Kose M. F. *Financial Globalization : A Reappraisal* / M. A. Kose, P. S. Eswar, R. Kenneth, Shang-Jin Wie // IMF Working Paper 06/189, 2006.
20. Kraay A. *In Search Of The Macroeconomic Effects Of Capital Account Liberalization* / A. Kraay // World Bank, Manuscript, 1998.
21. McKinnon R. *Money and Capital in Economic Development* / R. McKinnon. – Washington, DC : Brookings Institution, 1973.
22. Milesi-Ferretti G. M. *Economic Effects and Structural Determinants of Capital Controls* / G. M. Milesi-Ferretti, V. Grilli // *Staff Papers, International Monetary Fund Working Papers* 42. – 1995. – P. 517– 551.
23. Quinn D. *The Correlates Of Change In International Financial Regulation* / D. Quinn // *American Political Science Review*. – 1997. – Vol 91. – № 3. – P. 531–551.
24. Sauve P. *The Benefits of Trade and Investment Liberalisation: Financial Services* / P. Sauve. – Paris : OECD, 1990. – P. 173–188.
25. Shaw E. S. *Financial Deepening in Economic Development* / E. S. Shaw. – New York : Oxford University Press, 1973.
26. Strauss-Kahn D. *Global Challenges, Global Solutions* / D. Strauss-Kahn // *An Address at George Washington University*. – Washington, April 4, 2011. – Access mode: <http://www.imf.org/external/np/speeches/2011/040411.htm>
27. Tobin J. *Money and Economic Growth* / J. Tobin // *Econometrica*. – 1965. – Vol. 33(4). – №10. – P. 671–684.
28. Williamson J. *A Short History of the Washington Consensus* / J. Williamson // *Institute for International Economics*. – Barcelona, 2004. – P. 1–14.

USEFULNESS OF FINANCIAL LIBERALIZATION

Yu. Kyrlych

*Ivan Franko National University of Lviv,
Prosp. Svobody, 18, 79008, Lviv, Ukraine*

The article analyzes the benefits of financial liberalization and its impact on the economy in order to prevent the crisis.

Keywords: financial liberalization, internal and external financial liberalization, financial constraints, regulation and deregulation, financial openness.