

УДК 339.543 (477)

Мудрак Н.О.

аспірантка кафедри міжнародного бізнесу,
Інститут міжнародних відносин
Київського національного університету імені Тараса Шевченка

Mudrak Nataliia

Institute of International Relations of Taras Shevchenko National University of Kyiv

ЕФЕКТИВНІСТЬ МАКРОПРУДЕНЦІАЛЬНОЇ ПОЛІТИКИ У СФЕРІ РЕГУЛЮВАННЯ МІЖНАРОДНОГО ОФШОРИНГУ

У статті проаналізована сучасна практика макропруденційної політики, спрямованої на виявлення та оцінку системних ризиків для фінансової стабільності, заходи щодо їх мінімізації в умовах використання суб'єктами світової економіки офшорних юрисдикцій. Розглянуті особливості макропруденційного нагляду з точки зору як аналітичної складової (виявлення системних ризиків) і компоненту національної політики (пом'якшення системного ризику), так і діяльності центральних банків країн, які надають періодичну звітність щодо внутрішньої фінансової стабільності. На основі дослідження сучасного міжнародного офшорингу як специфічного типу аутсорсингу, що передбачає використання офшорних операцій у межах стратегічних бізнес-функцій, визначені мотиваційні складові перегляду міжнародних угод про запобігання подвійного оподаткування (УЗПО) та впровадження міжнародних стандартів макропруденційної політики у національні законодавства. Ефективність макропруденційної політики досліджується у контексті взаємозв'язку між вигодами від використання офшорних юрисдикцій та недоброчесною податковою конкуренцією, які є визначальними чинниками у розробці механізму боротьби міжнародних регуляторів з офшоризацією національних економік.

Ключові слова: офшор, офшоризація економіки, міжнародний офшоринг, макропруденційна політика, макрофінансова стабільність, фінансові інструменти, центральний банк.

Постановка проблеми. Сучасний міжнародний офшоринг – це специфічний тип аутсорсингу, що передбачає використання офшорних операцій у межах стратегічних бізнес-функцій: вихід на нові ринки, використання ресурсів, які наразі недоступні на внутрішньому ринку, подолання національних державних регуляторних перепон, які перешкоджають бізнес-діяльності на національному рівні. Офшорні фінансові центри (ОФЦ) – це певні територіальні анклавні країн, де на державному рівні для певного типу компаній, власниками яких є іноземці, встановлені значні привілеї в оподаткуванні, частково зменшені або скасовані вимоги до бухгалтерського обліку та аудиту, частково або повністю зняті митні і торговельні обмеження. Вони здійснюють значні обсяги кредитування та фінансування у валютах інших країн на основі ліберального валютно-кредитного законодавства, що захищає інтереси іноземних інвесторів. Хоча офшорні юрисдикції, перетворившись у невід'ємну частину світової економіки, надають можливість вільного доступу на міжнародні ринки та оптимізувати оподаткування, їх використання пов'язано також з кримінальною діяльністю, яка є загрозою для нової постіндустріальної економіки. Офшорні компанії використовуються як основний інструмент (зовнішня бізнес-функція офшорингу як аутсорсингу) тіньового взаємозв'язку державного,

великого приватного (особливо фінансово-промислових груп) та іноземного капіталу для розподілу активів за кордоном. Сучасна макропруденційна політика спрямована на виявлення та оцінку системних ризиків для фінансової стабільності і вжиття заходів щодо їх мінімізації, включаючи використання офшорних юрисдикцій. Вона визначає, що системні ризики можуть виникати завдяки різним чинникам (екзогенним і ендеогенним), проте часто вони виникають внаслідок колективних дій окремих фінансових інститутів, причому виконання ними базових нормативів щодо капіталу та ліквідності не є безумовною гарантією того, що системні ризики для фінансового сектору мінімізовано. Світові практики макропруденційного регулювання ґрунтуються на рекомендаціях Базельського комітету з банківського нагляду та інструментах, які мають на меті, по-перше, прогноз та передбачення ризиків (або принаймні зменшення їх впливу), по-друге, врахування інтересів учасників фінансового ринку та взаємозв'язок між ними (фінансові інститути, ринки, інфраструктура) і економікою. Тому наразі важливим є аналіз макропруденційного нагляду з точки зору як аналітичної складової (виявлення системних ризиків) і компоненту національної політики (пом'якшення системного ризику), так і діяльності центральних банків країн, які надають періодичну звітність щодо внутрішньої фінансової стабільності.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Серед досліджень у сфері організації офшорного бізнесу, особливостей нормативного регулювання діяльності офшорних компаній та податкової оптимізації, протидії зловживанням, що здійснюються з використанням офшорних компаній необхідно відзначити роботи Т. Ніла [1], Х. Маккана [2] і А. Зороме [3], а також роботи Дж. Генрі [4], який досліджує роль офшорів у світовій фінансовій системі. Однак, незважаючи на існування значної кількості наукових праць, сьогодні немає однозначної думки щодо впливу офшорних юрисдикцій на макроекономічну стабільність, так і систематизації індикаторів, які характеризують прояви системного ризику. Більш того, у країнах, що розвиваються, та з перехідною економікою ці проблеми часто посилюються обмеженнями у технічних можливостях та прогалинами у статистичних даних.

Метою статті є аналіз ефективності імплементації стандартів макропруденціальної політики у національні законодавства у контексті макрофінансової стабільності та мінімізації офшоризації економіки.

Виклад основного матеріалу. В останні 10-15 років сфера послуг за темпами розвитку майже у два рази перевищує суто матеріальне виробництво як у національному, так і в міжнародному масштабі, тобто, формується так званий третинний сектор економіки, або сервісна економіка, на відміну від попередніх епох, коли провідними були первинний і вторинний сектори. Дослідження розвитку світової торгівлі послугами в умовах економічної глобалізації дало змогу виявити низку тенденцій: 1) посилення нерівномірності географічного розподілу міжнародної торгівлі послугами (близько 75% вартісного обсягу послуг експортується розвиненими країнами, а решта припадає на країни, що розвиваються, і країни з перехідною економікою); 2) спостерігається значне зростання світової торгівлі фінансовими, консалтинговими, телекомунікаційно-інформаційними послугами (на противагу традиційним галузям типу готельного і ресторанного бізнесу), що пов'язано з економічною глобалізацією; 3) у структурі інвестиційної діяльності ТНК через механізм транскордонних злиттів/поглинань відбувається переорієнтація на сектор послуг; 4) швидко зростає вплив іноземного капіталу у третинний сектор світової економіки (наразі майже 2/3 сукупного його обсягу припадає на цей сектор) [5]. Сьогодні 1/3 бізнес-послуг компаній у галузі телекомунікацій, банківської та страхової діяльності переміщена за кордон і внутрішньо-фірмовий офшоринг охоплює 22% усіх бізнес-послуг (офшорне програмування, кодування, бухгалтерський облік та фінанси, обробка вимог – платіжних та страхових і їх адміністрування, послуги кол-центрів, інформаційна та юридична підтримка «гарячих ліній», забезпечення функціонування веб-сайтів). При виведенні у офшорну юрисдикцію діяльності у сфері послуг свобода вибору місця може бути більшою, ніж при переміщенні виробничої діяльності, зважаючи на меншу капіталоємність і менші фіксовані витрати, особливо якщо

для надання послуг не потрібні працівники високої кваліфікації [6]. Більш того, деякі виробничі ресурси надзвичайно чутливі або залежать від часу, і якщо постачальник не надав їх вчасно, як очікувалося, це може стати катастрофічним для компанії, що здійснює аутсорсинг. За таких умов компанія обирає офшорну юрисдикцію, і в остаточному підсумку зберігає повний контроль та відповідальність.

Одноманітність (виробництво і споживання послуг одночасно) і вибухоподібне зростання сфери міжнародних послуг, завдяки глобальній системі передачі інформації, поширює фрагментацію виробничого ланцюга ТНК по окремих країнах. ТНК використовують офшоринг виробничих операцій для отримання переваг від інтерналізації своєї діяльності, особливо у сферах надання міжнародних бізнес- та ІТ-послуг через офшоринг та аутсорсинг за типом виробників-підрядників, створюючи власні мережі закордонних філій. Сьогодні основні бізнес-операції «офшорингу в сфері послуг» (повне або часткове переміщення окремих їх етапів у інші країни) стали невід'ємною складовою економічної глобалізації, одним із методів оптимізації глобальної бізнес-системи, новою формою конкуренції, яка призводить до підвищення, а для окремих країн навіть і формування національної конкурентоспроможності. Тобто, «революція зовнішньоторговельної мобільності» стала каталізатором розвитку глобального «інноваційного офшорингу» у сфері послуг. Це пов'язано не лише з бажання компаній мінімізувати свої витрати (податки, витрати на оплату праці, обробку даних, адміністративні витрати тощо), а й виокремленням та освоєнням нових ринків, пошуком кваліфікованої робочої сили, підвищенням рівня обслуговування клієнтів, модернізацією чи спрощенням системи управління, раціоналізацією обліку (розвиток конкурентних переваг) [7]. Як модель внутрішньокорпоративного або прямого офшорингу (часткове або повне перенесення виробництва товарів та послуг в іншу країну, створення нових філій – *Greenfield investments*, а також надання послуг через вже існуючі філії у приймаючій країні), так і модель офшорингового аутсорсингу (часткове або повне їх перенесення до неафілійованої компанії у іншій країні) впливають на фрагментацію виробництва послуг (особливо R&D, ІТ-послуг та інжинірингу) реструктуризують торговельні потоки, ціни на чинники виробництва. Крім того, при порівнянні витрат у різних країнах, безумовно, враховуються транспортні витрати, інститути оподаткування, захисту права власності, правовий режим, корупція, а також рівень ризику (політичний режим, націоналізація, девальвація тощо). За умови, що процеси виробництва рознесені у просторі, а організація виробництва кінцевого продукту змінюються у часі, стратегії ТНК визначаються ними таким чином, щоб гранична вартість виробництва у різних країнах урівнювалася.

З розвитком глобальної офшоризації світової економіки і паралельно з нею розвивається регулювання офшорного підприємництва на рівні як розвинених

держав, так і міжнародних організацій. Щодо системи багатостороннього регулювання міжнародного руху капіталу (МРК), то ще 15-20 років тому домінувала уява, згідно якої обмеження потоків капіталу стримує економічний розвиток, оскільки гальмує доступ до іноземного капіталу і, як наслідок, збільшує вартість запозичення для одних економік (позичальників) і звужує спектр інвестиційних можливостей для інших (кредиторів). Однак, з погляду нового інституційного підходу міжнародних фінансових організацій (особливо, МБРР і МВФ) небезпекою є не транскордонні потоки капіталу як такі, а їх висока волатильність (економіку можуть дестабілізувати як хвилі припливу капіталу, так і хвилі відтоку). У зв'язку з цим, обмежувальні заходи повинні бути принципово орієнтовані не на структурне стримування потоків капіталу, а на підтримку макроекономічної стабільності та стабілізацію фінансового сектору в умовах значних коливань фінансових потоків. Виходячи з того, що форми МРК безпосередньо впливають на можливості регулювання процесу міжнародного (і транскордонного) руху капіталу, зазначене регулювання є спрямованим впливом міжнародних регуляторів на обсяги, форми і види трансферу капіталу, а також на швидкість і напрями такого переміщення. У сучасних умовах на наднаціональному рівні міжнародні фінансово-кредитні інститути, такі як МВФ і МБРР безпосередньо або опосередковано здійснюють, по-перше, розробку методологічних і нормативних підходів до визначення необхідності і ступеня регулювання міграції капіталів. По-друге, пошук як балансу між лібералізацією національних ринків капіталу і регулюванням обігу капіталу, який зменшив би фінансові ризики, так і універсального показника для оцінки відкритості рахунків операцій з капіталом (або показника ступеня обмежень руху капіталу, або способу вирішення трилеми грошово-кредитної політики). По-третє, оптимізацією економічного інструментарію для тих країн, які у найближчому майбутньому можуть стати об'єктами інтересу з боку іноземних інвесторів та власників капіталу.

Аналіз сучасної системи міжнародного багатостороннього регулювання МРК свідчить, що саме зростання глобальної взаємозалежності і волатильності потоків капіталу є двома головними причинами зростаючої потреби у системі глобального регулювання фінансового капіталу. Сьогодні МВФ і МБРР не лише перетворилися у провідні міжнародні фінансові інститути, що регулюють міжнародні валютні відносини країн ОЕСР (у тому числі платіжні баланси, зовнішній борг, стандарти банківської роботи), а й у ініціатори одного із елементів нової фінансової архітектури – Базельських угод, які пов'язані із проблемами банківського нагляду (стандарти достатності капіталу стосовно можливих кредитних ризиків і рівня резервування капіталу, нормативи ліквідності і т.п.). Сучасна особливість регулювання МРК полягає у здійсненні структурованої системи заходів на основі обопільних умов або окремих домовленостей груп країн. Це пов'язано із тим, що до

цього часу універсальні принципи регулювання міжнародними організаціями не розроблені, як і не існує єдиного міжнародного регулятора цих процесів, хоча на цю роль претендує МВФ, який за останні вісім років здійснив значну аналітичну роботу з розробки рекомендацій, пов'язаних з регулюванням припливу і відтоку капіталу із країн з різними рівнями економічного розвитку. У 2009 р. у розпал фінансової кризи МВФ розширив свої повноваження по моніторингу проблем фінансового сектору для підтримки фінансової стабільності, а з 2010 р. був налагоджений багатосторонній діалог для розробки принципів управління міжнародними потоками капіталу. У результаті була опублікована офіційна точка зору про те, що лібералізація руху капіталу не завжди оптимальна стратегія, більше того, існують ситуації, коли контроль над капіталом («заходи щодо управління потоками капіталу» – *capital flow management measures*) прийнятний і допустимий. Були розроблені рекомендації із впровадження заходів по оптимальному підходу до управління потоками капіталу, які були розділені на дві групи [8]: а) заходи, що впливають на транскордонну фінансову активність за ознакою резидентства (контроль над рухом капіталу); б) заходи, які не впливають за ознакою резидентства, але впроваджуються з метою управління потоками капіталу (пруденціальні: обмеження обсягу іноземних запозичень або інвестування за кордон, встановлення вимог по резервах або вкладеннях, що стосується конкретних іноземних валют, введення мінімальних порогів оподатковування на певні інвестиції, обмеження періоду володіння та інші).

Наразі МВФ здійснює діяльність з підтримки фінансової стабільності у напрямках: по-перше, надання короткострокових і середньострокових кредитів країнам, що зазнають фінансової скрути, координація кредиторів при боргових кризах, забезпечення міжнародної ліквідності при фінансових кризах і створення системи попереджувальних сигналів (*early warning signals*). По-друге, виступає у ролі делегованого оглядача (*delegated monitor*), що дозволяє суверенним і приватним позичальникам одержати кредити на міжнародному фінансовому ринку, навіть за умови, якщо кредитоспроможність країни недооцінена, але вона в стані виконати всі свої зовнішні зобов'язання. По-третє, ініціює введення захисних заходів для одержання кредитування з метою стабілізації платіжного балансу для обмеження припливу капіталу або навіть відтоку капіталу (без права зажадати зняття обмежень на рух капіталу) [9]. По-четверте, заохочує країни-кредитори продовжити строки своїх кредитів для запобігання відтоку капіталу із країни, тобто виступає катализатором кредитування (*catalytic lending*) [10].

Консенсус серед провідних центральних банків та регуляторів світових фінансових ринків щодо необхідності запровадження нового напрямку їх роботи – макропруденційної політики, виник після глобальної кризи 2008-2009 рр. та боргової кризи у ЄС. Саме у цей період значна частина фінансового сектору стала

неплатоспроможною (неліквідною), у результаті чого учасники ринку були не в змозі діяти без підтримки органу грошово-кредитного регулювання або пруденційного нагляду. Досліджують генезу макропруденційної політики, інституційне забезпечення макрофінансової стабільності, узгодженість цілей макро- та мікропруденційної та грошово-кредитної політик як експерти МВФ, МБРР, ЄБРР, так і окремі банки країн ЄС [11; 12; 13]. Фактично, починаючи з 2009 р. МВФ рекомендує центральним банкам використовувати макропруденційні інструменти для зменшення макрофінансових ризиків та дисбалансів в структурі фінансової системи. Макропруденційний нагляд та застосування макропруденційних інструментів є пріоритетом в ЄС, як на національному, так і на рівні Євросоюзу (у 2011 р. була створена Європейська Рада з системних ризиків – *ESRB* з метою забезпечення попередження макропруденційних ризиків і сприяння застосуванню макропруденційних інструментів).

Оскільки сучасна глобальна фінансова нестабільність пов'язана із обмеженнями ринкової дисципліни при пом'якшенні системних ризиків, ефективно і своєчасне їх пом'якшення починається з ретельного аналізу та створення інформаційної системи за принципом «коли і як діяти» (базова концепція дизайну посткризового нормативної порядку). Крім цього, необхідно розрізняти макропруденційний аналіз (виявлення системних ризиків та зон ризику), політику (превентивні заходи з подолання загроз фінансовій стабільності) та нагляд (ідентифікація ризиків для збереження фінансової стабільності всієї фінансової системи, а не забезпечення стійкості окремих фінансових інститутів). Якщо метою макропруденційної політики є розробка набору принципів та правил, які можуть зменшити внесок кожного фінансового інституту у загальний системний ризик – згладити фінансовий цикл шляхом зменшення системних ризиків, накопичення яких може мати руйнівні наслідки, то метою макропруденційного регулювання є зменшення амплітуди фінансового циклу і поєднаного з ним системного ризику [14]. Хоча макропруденційна політика на рівні інструментів, що використовуються, заснована на мікропруденційному регулюванні, останнє взаємопов'язане із стійкістю фінансової системи та зменшенням ризиків у реальному секторі економіки (інтенсифікація макро-економічної стійкості на протигагу розповсюдженню ендогенних та екзогенних шоків).

У цілому, згідно із сучасним трактуванням МВФ, обмеження по операціях з капіталом розділяються на структурні і дискреційні (кон'юнктурні). Структурні обмеження, які носять адресний сфальцьований характер, спрямовані на системне підвищення адаптованості фінансового сектору до шоків потоків капіталу і є макропруденціальними заходами (*Macro-prudential Measures – MPM*). Загалом, макропруденціальна політика МВФ здійснюється сьогодні на основі використання регулярного моніторингу і комплексного аналізу тенденцій розвитку світових фінансових і товарних рин-

ків, взаємозв'язків усередині всієї фінансової системи, а також її взаємодії з реальним сектором і бюджетною сферою. Підтримка стабільності фінансової системи у межах макропруденційного регулювання полягає у виявленні і попередженні різних системних ризиків (обмеженні надлишкових фінансових ризиків) і згладжування фінансового циклу [15]. Основними інструментами макропруденційної політики є: цільове кредитування держави внутрішніми інвесторами (наприклад, такими, як пенсійні фонди або банки); встановлення кордонів для руху відсоткових ставок; регулювання транскордонного руху капіталу; управління державним боргом; встановлення податку на операції із цінними паперами [16]. Макропруденціальні заходи за умов високого ступеня волатильності потоків капіталу являють собою погоджене використання широкого кола інструментів прямого і непрямого державного (національного) регулювання, причому заходи щодо обмеження операцій з капіталом розглядаються у єдиному пакеті із заходами грошової та фіскальної політики [17; 18]. З одного боку, ці заходи орієнтовані не на зменшення загального обсягу транскордонних фінансових потоків капіталу, а, насамперед, на забезпечення бажаної якості цих потоків. З іншого боку, вони орієнтовані на забезпечення такої структури зобов'язань економічних суб'єктів, яка мінімізувала б ризик системної кризи у випадку «розвороту» потоків капіталу [19]. Дискреційні (кон'юнктурні) обмеження операцій з капіталом або політика «управління потоками капіталу» (*Capital Flow Management – CFM*) використовується лише у критичних ситуаціях (кризових або передкризових), а їх реалізація є тимчасовою та чітко акцентованою (за умови недостатньо ефективної відсоткової і валютної політики).

Зі свого боку макропруденційні правила, зменшуючи проциклічність ризику, гарантують, що фінансова система працює з меншою амплітудою системного ризику, що може підвищити стійкість системи на фазі спаду та пом'якшити дисбаланси на ринках фінансових активів. До інструментів макропруденційної політики належать: 1) *DTI (debt-to-incomelimit)* – ліміти на співвідношення суми боргу та доходу позичальника (використовуються як засіб контрциклічного регулювання для стримування міжчасового прояву системного ризику, відноситься до пруденційного регулювання якості банківських активів); 2) *LTI (loan-to-incomelimit)* – ліміти на доходи або темпи зростання (використовуються для пом'якшення циклу кредитування, для стримання інфляції, для регулювання міжсекторального прояву системного ризику); 3) *LTV (loan-to-valuelimit)* – ліміти на співвідношення суми кредиту та вартості його забезпечення (стримує здатність до займів домогосподарств, зменшує проциклічність забезпеченого кредитування і використовується як інструмент контрциклічної політики). Вони адаптовані до ризиків окремих секторів або кредитних портфелів, полягають у пошуку балансу між фінансовою стабільністю та постійною потребою у економічному

зростанні, зменшують загальну вартість втручання держави шляхом пруденційної політики. Одним із найвразливіших місць при проектуванні структури макропруденціальні політики є її взаємодія з грошово-кредитною політикою, оскільки за кінцевим рахунком обидві політики впливають на реальні економічні змінні. Саме роль фінансових дисбалансів у межах грошово-кредитної політики визначає особливості цієї взаємодії. Тому ефективне пом'якшення системного ризику вимагає від фінансової системи (зокрема від центральних банків), по-перше, добре розвинутої аналітичної методології моніторингу системного ризику; по-друге, структурованого механізму моніторингу систем раннього попередження криз (в основному макроекономічних, на основі випереджальних індикаторів); по-третє, оцінок банківського сектора за різними економетричними моделями, а також їх використання у залежності від умов функціонування фінансового ринку та фаз економічного циклу. Подальше зростання ефективності використання макропруденційних інструментів відбуватиметься за такими напрямками: 1) покращення наглядової практики центральних банків (цільові критерії фінансової стабільності завдяки макропруденційним інструментам або синтезу з іншими інструментами економічної політики); 2) визначення динаміки системного ризику до та після застосування макропруденційних інструментів (рівень зменшення кореляції між зростанням кредитування та динамікою ВВП; у країнах, які використовують LTV, DTP та резервні вимоги ця кореляція значно менше); 3) визначення впливу макропруденційних інструментів на чинники системного ризику (темпи зростання кредиту, системна ліквідність, ліверидж та потоки капіталу; інструменти обмежують проциклічність розвитку фінансової системи та рівень фінансового лівериджу). Ступінь ефективності макропруденційних інструментів необхідно розглядати з позицій розміру витрат на застосування таких інструментів, а також з побічними ефектами та наслідками [20].

З 2012 р., згідно з директивою Ради МВФ, фонд у межах багатостороннього нагляду може ініціювати втручання у систему макроекономічного регулювання окремих країн у частині припливу і відтоку капіталу з метою корекції платіжного балансу (у тому числі за допомогою монетарної або іншої фінансової політики) [21]. Це кориспонується (згідно багатосторонніх угод для забезпечення більш ефективного функціонування світової валютної системи) із розробленими МВФ десятьма принципами по лібералізації руху капіталу і управлінням його відтоком для країн з повністю або частково закритою економікою для МРК. Найважливішими з них є: 1) лібералізація повинна бути планомірним процесом, заснованим на особливостях фінансового та інституційного розвитку країни; 2) контроль над капіталом повинен зберігатися протягом усіх етапів державного регулювання. При цьому, повна лібералізація руху капіталу можлива лише при розвиненій фінансовій інфраструктурі,

включаючи наявність пенсійних фондів. Для країн, що ще не здійснили повну лібералізацію руху капіталу (27 з 140 членів МВФ), фонд підготував пакет рекомендацій, щорічно публікує звіт про режими валютного курсу і валютні обмеження, причому більшість заходів, пов'язаних з регулюванням руху капіталу (їх налічується понад 250), спрямоване на пом'якшення обмежень і поступову лібералізацію. Однак, сьогодні права і обов'язки МВФ як регулятора МРК потребують формалізації, особливо у контексті конкретних рекомендацій з управління потоками капіталу, заснованих на особливостях і ризиках кожної країни, моніторингу міжнародної ліквідності і міжнародних потоків спекулятивного капіталу.

Наразі відсутня єдина позиція щодо співіснування нових розширених форм незалежності центральних банків в умовах нової фінансової стабільності, а розширення мандату центральних банків є предметом дискусії. Це пов'язано із, по-перше, ступінню їх незалежності у процесі макропруденційного нагляду при створенні регулюючого органу та інших системних інститутів, по-друге, рівнем координації грошово-кредитної політики, яка встановлює загальні умови визначення кредитного попиту і пропозиції. Якщо раніше (до світової фінансової кризи) основна увага регулятора приділялася платоспроможності і стійкості окремих банків, то наразі мова йде про необхідність системної роботи з фінансовим сектором у цілому – ефективне регулювання ринків і операцій між банками, а також їх взаємозв'язок з іншими учасниками фінансової системи. З одного боку, практична ефективність макропруденційних інструментів залежить від якості їх налаштування із врахуванням особливостей національної економіки та фінансової системи (наприклад, впровадження нової системи індикаторів для прискореного зменшення ризиків у проблемних секторах економіки для підтримки макрофінансової стабільності повинно стати пріоритетом для національних банків). З іншого – ефективність використання макропруденційних інструментів може змінюватися у залежності від ступеня складності макроекономічної мети (вони більш ефективні для зменшення системного ризику під час підйому фінансового циклу та менш ефективні на фазі спаду для уникнення накопичення загроз та для побудови фінансового «буферу»).

Висновки. Особливості новітніх тенденцій розвитку міжнародного офшорингу генерують низку нових вимог до економічної теорії, що стосуються поглибленого вивчення інституційних чинників макропруденційної політики у сфері регулювання міжнародного офшорингу. Загальним для всіх сучасних теорій є значний інтерес до порівняльного аналізу різноманітних індикаторів інвестиційних рішень резидентів у країні базування капіталу і нерезидентів у країні-імпортері капіталу, дослідження причин зростання ролі офшорингових юрисдикцій як сучасного фінансового інструменту міжнародної податкової оптимізації. Ефективність та вартість реалізації

макропруденційних інструментів – це питання, яке потребує подальшого вивчення, оскільки необхідно враховувати витрати, пов'язані запровадженням регуляторного тягаря, викривлень або інших непередбачених наслідків при прийнятті рішень у межах макропруденційної політики. Крім того, використання макропруденційних інструментів можуть призвести як до міграції системного ризику у інші сфери фінансової системи, так і до викривлень, що потребують розробки принципово нових індикаторів пом'якшення таких «витоків». Легалізація бізнес-операцій міжнародного офшорингу потребує активних дій держав та тісного міжнародного співробітництва з метою створення спільної законодавчої бази та гармонізації податкової системи і системи штрафів для скорочення

відтоку капіталу з держави. З метою протидії масовій втечі капіталу у офшорні юрисдикції, органам управління країн, що розвиваються (включаючи Україну), доцільно спростити значну кількість податкових інструкцій, скасувати низку валютних обмежень, що стосуються взаємодії національних підприємств з іноземними контрагентами, а також розробити ефективну стратегію для розвитку бізнес-структур і покращення підприємницького середовища з урахуванням світових інтеграційних процесів. Хоча офшоринг послуг переживає лише стадію становлення, переломний момент може настати достатньо швидко, оскільки він перебуває на вістрі глобальної переорієнтації у виробничій діяльності та породжує новий міжнародний поділ праці у виробництві послуг.

Список літератури:

1. Neal T. The Offshore Advantage: Privacy, Asset Protection, Tax Shelters, Offshore Banking & Investing. Master Media Publishing Corp. USA. 1998. 267 p.
2. Mccann H. Offshore Finance. Cambridge University Press. 2006. 564 p.
3. Zorome A. Concept of Offshore Financial Centers: in Search of an Operational Definition. International Monetary Fund. 2007. 33 p.
4. James T.H. The Price of Offshore Revisited. Tax Justice Network. International Monetary Fund. 2012. 36 p.
5. Markusen J. Modeling the Offshoring of White-Collar Services: from Comparative Advantage to the New Theories of Trade and FDI. NBER Working Paper. 2005. № 11827. URL: <http://www.nber.org/papers/w11827> (дата звернення: 19.04.2019).
6. Унковська Т. Системні ризики і макропруденційна політика. *Економічна теорія*. 2014. № 1. С. 51-61.
7. Петрик О. Основні аспекти макропруденційної політики в сучасних умовах. *Вісник НБУ*. 2013. № 19. С. 3-5.
8. Recent Experiences in Managing Capital Inflows-Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework. International Monetary Fund. 2011. February. URL: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/021411a.pdf> (дата звернення: 21.04.2019).
9. The Fund's Role Regarding Cross-Border Capital Flows. International Monetary Fund. 2010. URL: <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2010/111510.pdf> (дата звернення: 21.04.2019).
10. Bordo M., Mody A., Oomes N., Keeping Capital Flowing: The Role of the IMF. International Monetary Fund. Working Paper WP/04/197. October. 2004. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2004/wp04197.pdf> (дата звернення: 05.05.2019).
11. Blinder A.S. It's Broke, Let's Fix It: Rethinking Financial Regulation. *International Journal of Central Banking*. 2010. December. P. 278-329.
12. Borio C. Rediscovering the Macroeconomic Roots of Financial Stability Policy: Journey, Challenges and a Way Forward. BIS Working Papers. WP/354/2011. 2011.
13. Lim C., Columba F., Costa A., Kongsamut P., Otani A., Saiyid M., Wezel T., Wu X. Macroprudential Policy: What Instruments and How to Use Them? Lessons from Country Experiences. IMF Working Papers. WP/238/2011. 2011.
14. Canuto O., Cavallari, M. Monetary Policy and Macroprudential Regulation. The World Bank Poverty Reduction and Economic Management Network. January 2013. WP/6310. 2013.
15. Forbes K., Fratzscher M., Straub R. Capital Flow Management Measures: What Are They Good For? NBER Working Paper. 2015. no. 20860. URL: <http://www.nber.org/papers/w20860> (дата звернення: 08.03.2019).
16. Key aspects of macroprudential policy. International Monetary Fund. 2013. URL: <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/061013b.pdf> (дата звернення: 07.04.2019).
17. OECD International Capital Mobility: Structural Policies to Reduce Financial Fragility? OECD Economics Department Policy Notes. 2012. June. № 13. URL: <https://www.oecd.org/eco/monetary/50555647.pdf> (дата звернення: 09.04.2019).
18. The Liberalization and Management of Capital Flows – An Institutional View. IMF Policy papers. 2012. November 14. URL: <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/111412.pdf> (дата звернення: 19.05.2019).
19. Korinek A., Sandri D. Capital controls or macroprudential regulation? *Journal of International Economics*. 2016. vol. 99. Supplement 1. P. 27-42.
20. Monero M. Policymaking from a «Macroprudential» Perspective in Emerging Market Economies. BIS Working Papers. WP/336/2011. 2011.
21. Vajanne L. The use of central bank databases for macroprudential analysis. Workshop on Integrated Management of Microdatabases. 22 June 2013. URL: https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/04%20vajanne_d1_m_f.pdf (дата звернення: 19.05.2019).

References:

1. Neal T. (1998) *The Offshore Advantage: Privacy, Asset Protection, Tax Shelters, Offshore Banking & Investing*. Master Media Publishing Corp. USA. 1998. 267 p.
2. Mccann H. (2006) *Offshore Finance*. Cambridge University Press. 564 p.
3. Zorome A. (2007) *Concept of Offshore Financial Centers: in Search of an Operational Definition*. International Monetary Fund. 33 p.
4. James T.H. (2012) *The Price of Offshore Revisited. Tax Justice Network*. International Monetary Fund. 36 p.
5. Markusen J. (2005) Modeling the Offshoring of White-Collar Services: from Comparative Advantage to the New Theories of Trade and FDI. NBER Working Paper. no 11827. Available at: <http://www.nber.org/papers/w11827> (accessed 19.04.2019).
6. Unkovska T. (2014) Systemni ryzyky i makroprudentsiina polityka [Systematic Risks and the Macroprudential Policy]. *Economic theory*. no. 1. pp. 51-61.
7. Petryk O. (2013) Osnovni aspekty makroprudentsiinoi polityky v suchasnykh umovakh [The Main Aspects of Macroprudential Policy in Modern Conditions]. *Visnyk NBU*. no 19. pp. 3-5.
8. Recent Experiences in Managing Capital Inflows-Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework. International Monetary Fund. 2011. February. Available at: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/021411a.pdf> (accessed 21.04.2019).
9. The Fund's Role Regarding Cross-Border Capital Flows. International Monetary Fund. 2010. Available at: <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2010/111510.pdf> (accessed 21.04.2019).
10. Bordo M., Mody A., Oomes N. (2004) Keeping Capital Flowing: The Role of the IMF. International Monetary Fund. Working Paper WP/04/197. October. Available at: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2004/wp04197.pdf> (accessed 05.05.2019).
11. Blinder A.S. (2010) It's Broke, Let's Fix It: Rethinking Financial Regulation. *International Journal of Central Banking*. December. pp. 278-329.
12. Borio C. (2011) Rediscovering the Macroeconomic Roots of Financial Stability Policy: Journey, Challenges and a Way Forward. BIS Working Papers. WP/354/2011.
13. Lim C., Columba F., Costa A., Kongsamut P., Otani A., Saiyid M., Wezel T., Wu X. (2011) Macroprudential Policy: What Instruments and How to Use Them? Lessons from Country Experiences. IMF Working Papers. WP/238/2011.
14. Canuto O., Cavallari, M. (2013) Monetary Policy and Macroprudential Regulation. The World Bank Poverty Reduction and Economic Management Network. January 2013. WP/6310.
15. Forbes K., Fratzscher M., Straub R. (2015) Capital Flow Management Measures: What Are They Good For? NBER Working Paper. no. 20860. Available at: <http://www.nber.org/papers/w20860> (accessed 08.03.2019).
16. Key aspects of macroprudential policy. International Monetary Fund. 2013. Available at: <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/061013b.pdf> (accessed 07.04.2019).
17. OECD International Capital Mobility: Structural Policies to Reduce Financial Fragility? OECD Economics Department Policy Notes. 2012. June. № 13. Available at: <https://www.oecd.org/eco/monetary/50555647.pdf> (accessed 09.04.2019).
18. The Liberalization and Management of Capital Flows – An Institutional View. IMF Policy papers. 2012. November 14. Available at: <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/111412.pdf> (accessed 19.05.2019).
19. Korinek A., Sandri D. (2016) Capital controls or macroprudential regulation? *Journal of International Economics*. vol. 99. Supplement 1. pp. 27-42.
20. Monero M. (2011) Policymaking from a «Macroprudential» Perspective in Emerging Market Economies. BIS Working Papers. WP/336/2011.
21. Vajanne L. (2013) The use of central bank databases for macroprudential analysis. Workshop on Integrated Management of Microdatabases. 22 June. Available at: https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/04%20vajanne_d1_m_f.pdf (accessed 19.05.2019).

ЭФФЕКТИВНОСТЬ МАКРОПРУДЕНЦИАЛЬНОЙ ПОЛИТИКИ В СФЕРЕ РЕГУЛИРОВАНИЯ МЕЖДУНАРОДНОГО ОФФШОРИНГА

В статье проанализирована современная практика макропруденциальной политики, направленной на выявление и оценку системных рисков для финансовой стабильности, мероприятия для их минимизации в условиях использования субъектами мировой экономики оффшорных юрисдикций. Рассмотрены особенности макропруденциального надзора с точки зрения как аналитической составляющей (определение системных рисков) и компонента национальной политики (смягчение системных рисков), так и деятельности центральных банков стран, которые предоставляют периодическую отчетность о внутренней финансовой стабильности. На основе исследования современного оффшоринга как специфического типа аутсорсинга, который предполагает использование оффшорных операций в пределах стратегических бизнес-функций, определены мотивационные составляющие пересмотра международных соглашений по избежанию двойного налогообложения (СИДН) и имплементации международных стандартов макропруденциальной политики в национальные законодательства. Эффективность макропруденциальной политики исследуется в контексте взаимосвязи между

выгодами от использования оффшорных юрисдикций и недобросовестной налоговой конкуренцией, которые являются определяющими факторами при разработке механизма борьбы международных регуляторов с оффшоризацией национальных экономик.

Ключевые слова: оффшор, оффшоризация экономики, международный оффшоринг, макропруденциальная политика, макрофинансовая стабильность, финансовые инструменты, центральный банк.

EFFICIENCY OF MACROPRUDENTIAL POLICY WITHIN THE REGULATION OF INTERNATIONAL OFFSHORING

The article analyzes the current practice of macroprudential policy aimed at identifying and assessing systemic risks to financial stability, measures to minimize them in terms of use of offshore jurisdictions by global economic entities. The manifestations of the “revolution of foreign trade mobility”, which has become a catalyst for the development of the global “innovative offshoring” in the service sector, are investigated. It is determined that the multilateral regulation of international capital movements is a directional influence of international regulators (IMF and IBRD) on the volumes, forms and types of capital transfer, as well as on the speed and direction of such movement. The features of macroprudential supervision in terms of both the analytical component (identification of systemic risks) and the component of national policy (alleviation of systemic risk), and the activities of central banks of countries that provide periodic reports on domestic financial stability are considered. It is proved that macroprudential measures in the conditions of high volatility of capital flows represent the coordinated use of a wide range of instruments of direct and indirect state (national) regulation, while measures to restrict capital operations are considered in a single package with monetary and fiscal measures. At the same time, macroprudential instruments, reducing risk procyclicality, ensure that the financial system operates with a smaller amplitude of systemic risk, which can increase the resilience of the system during the recession phase and alleviate imbalances in the financial asset markets. Based on a study of modern international offshoring as a specific type of outsourcing, which involves the use of offshore operations within the framework of strategic business functions, the motivational components of implementation of international standards of macroprudential policy in national legislation are defined. The effectiveness of macroprudential policy in the context of the relationship between the benefits from the use of offshore jurisdictions and unfair tax competition, which are the determinants in the development of a mechanism for the struggle of international regulators against the offshoring of national economies, is examined. It is proved that the efficiency of using macroprudential instruments may vary depending on the degree of complexity of the macroeconomic goal - they are more effective for reducing systemic risk during the rise of the financial cycle and less effective during the recession phase in order to avoid the accumulation of threats.

Key words: offshore, offshoring of economy, international offshoring, macroprudential policy, macrofinancial stability, financial instruments, central bank.