

УДК 339.9: 339.7.01

ПІДХОДИ ДО ФОРМУВАННЯ СУЧАСНОЇ ПАРАДИГМИ ВНУТРІШНЬОЇ ТА ЗОВНІШНЬОЇ ФІНАНСОВОЇ ЛІБЕРАЛІЗАЦІЇ

Юрій Кирилич

*Львівський національний університет імені Івана Франка,
вул. Університетська, 1, м. Львів, Україна, 79000, тел. (032) 239-41-32,
e-mail: kurylych@ukr.net*

Визначено поняття внутрішньої та зовнішньої фінансової лібералізації та розглянуто її місце серед основних глобалізаційних процесів. Розглянуто основні сучасні погляди на фінансову лібералізацію. Проаналізовано шляхи та способи впровадження фінансової лібералізації. Наведено приклади фінансової лібералізації та її наслідки у низці північноєвропейських країн.

Ключові слова: фінансова лібералізація, фінансові обмеження, фінансова відкритість, фінансова глобалізація, історія фінансової лібералізації, фінансова інтеграція, внутрішня та зовнішня фінансова лібералізація.

Під фінансовою лібералізацією розуміють, зазвичай, дерегулювання внутрішнього фінансового ринку та лібералізацію рахунку операцій з капіталом [9]. Також фінансову лібералізацію асоціюють з низкою переваг для економічного розвитку та ефективнішого розміщення капіталу, хоча фінансова лібералізація стала причиною або відіграла важливу роль у багатьох фінансових кризах. Ефекти та наслідки від фінансової лібералізації стали об'єктами багатьох наукових досліджень, метою яких є вплив і зв'язок фінансової лібералізації на ключові економічні показники та механізми її дії. Дослідники активно вивчають питання історії розвитку та походження явища лібералізації, її місце в сучасній економічній думці. Чимало розвинутих країн за останні десятиліття пройшло процес фінансової лібералізації – як внутрішньої, так і зовнішньої. Проте багато країн, що розвиваються, перебувають ще на шляху фінансової інтеграції зі світовою фінансовою системою. Отож питання процесу фінансової лібералізації залишається актуальним. Доволі важливими є питання структурних змін, які внесла фінансова лібералізація у світову фінансову систему, та оцінка ризиків, які нею створені.

Головним завданням, яке ставлять перед собою М. Шулярік і Т. Стегер (M. Schularick, T. Steger) [12, с. 756–768], є порівняння відмінностей між першою ерою фінансової глобалізації (1880–1914 рр.) і сьогоdnішнім періодом, а саме – ефекту фінансової відкритості та його наслідків на економічне зростання. Базовою ідеєю їхньої роботи є перенесення моделей та параметрів, за допомогою яких ми оцінюємо ефекти від сьогоdnішньої лібералізації, на історичні дані періоду 1880–1914 років. У такий спосіб порівнюючи ефекти фінансової відкритості, оцінені за рівних умов, вони отримують цікаві

результати, які засвідчують, що упродовж 1880–1914 рр. відкриття міжнародного ринку капіталу спричиняло притік грошових коштів та вищого рівня інвестицій, в той час як сьогодні такого ефекту майже не спостерігаємо. До 1914 року відкриття міжнародного ринку капіталу було наслідком високих внутрішніх інвестицій. Теперішні ж зміни у фінансовій відкритості майже ніяк не корелюються та не залежать від рівня внутрішніх заощаджень. Пояснюють таке явище різними формами фінансової глобалізації, а саме: перша ера фінансової глобалізації характеризувалась значними грошовими потоками з багатих країн до бідних, тобто «фінансами розвитку»; нинішня ера фінансової глобалізації відзначається чималими потоками капіталу та незначними чистими капітальними вкладеннями («фінансами диверсифікації»).

Автори М. Шулярік та Т. Стегер стверджують, що саме інвестиційний канал, а не канал сукупної продуктивності факторів виробництва, слугував сполучною ланкою між міжнародною інтеграцією ринків капіталу та економічним зростанням до 1914 року, хоча не знаходять такої кореляції між фінансовою відкритістю й інвестиційною діяльністю протягом останніх трьох десятиліть.

Також відомі численні докази в історії економіки щодо значної ролі європейського капіталу в розвитку економік, які знаходились на периферії [5].

Фінансова лібералізація стала популярним явищем та терміном, який сьогодні часто використовують для пояснення подій, що відбуваються в сучасному фінансовому світі. Вона є основною та невід'ємною частиною процесу фінансової глобалізації. Піднімаючи питання щодо превалювання одного з двох явищ та логічного взаємозв'язку між ними, можна стверджувати, що фінансова глобалізація є наслідком фінансової лібералізації. Хоча логічно, що коли фінансова глобалізація як процес почне протікати без фінансової лібералізації, то рано чи пізно вона створить такий тиск на інституційне, банківське, фінансове середовище, що й відбудуться процеси лібералізації. Структурно фінансова лібералізація та глобалізація кардинально змінили економіку та світ. Змінилися також характер, частота та глибина кризових явищ. Отож вивчення процесів фінансової лібералізації, її наслідків та впливів допоможе краще зрозуміти причинно-наслідкові зв'язки в економічних процесах та кризах.

Фінансова лібералізація – це процес, метою якого є вільне переміщення капіталу та його оптимальне використання. Тобто кінцевою метою фінансової лібералізації є ринкове формування відсоткових ставок. Прихильником такої ідеї був Мілтон Фрідман (Milton Friedman), який виклав свої думки в книзі «Капіталізм та свобода» [5]. Згодом ідеї М. Фрідмана стали основою для прихильників Вашингтонського Консенсусу.

Керуючись бажанням отримати найвищий прибуток, надлишковий капітал мав би перетікати в країни, які пропонують вищу ренту, за відповідного рівня ризику, за умови відсутності бар'єрів для руху капіталу. Очевидно, що відсутність бар'єрів та обмежень на рух капіталу й приплив інвестицій, які покликані створити нові робочі місця, сприяти економічному зростанню, є легшим і дешевшим способом, ніж фундаментальні структурні реформи. Отож у

країні, яка пройде шлях лібералізації, передбачають збільшення добробуту населення, споживання, поглиблення фінансової системи, а також прискорення економічного зростання, диверсифікацію фінансового ринку.

Жозеф Штігліц (J. E. Stiglitz) перелічує п'ять стандартних аргументів на користь лібералізації ринку капіталу, хоча і в подальшому робить чимало зауважень та порад щодо них [16]:

1. Країна повинна максимізувати ВВП, а не ВВП. Цьому сприяє лібералізований ринок капіталу, спрямовуючи капітал туди, де він може бути ефективно використаний.

2. Лібералізація сприяє міжнародній конкуренції, яка спонукає країну створювати привабливий для бізнесу клімат.

3. Відкритий ринок капіталу допомагає стабілізувати економіку. Наприклад, під час спаду зарплата всередині країни знижується, а це залучає капітал, сприяючи виходу з рецесії.

4. Відкритий ринок капіталу важливий як джерело фінансування інвестиційних проектів.

5. Вільна торгівля товарами та послугами вигідна, а капітал нічим не відрізняється від товару.

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

Лібералізації рахунку операцій з капіталом у платіжному балансі повинна передувати лібералізація внутрішньої фінансової системи завдяки вивільненню відсоткових ставок, дещо ширшому використанню непрямих інструментів валютного контролю та зміцненню 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.

З літератури щодо вивчення ефекту фінансової лібералізації випливає, що фінансова лібералізація – це передусім процес, а не мета. Метою ж, насправді, є економічне зростання. Тому здебільшого дослідження з фінансової лібералізації виливаються у зв'язок між фінансовим розвитком та економічним зростанням. Як стверджує С. Базу (S. Basu) [1], базовий принцип фінансової лібералізації ґрунтується на постулаті щодо існування явного зв'язку між фінансовим розвитком та темпами економічного зростання. Суть досліджень з цього питання зводиться до відсоткової ставки (як реальної, так і номінальної), ефективності заощаджень та інвестицій. Отже, теорії економічного зростання мають насправді пряме відношення до фінансової лібералізації. Хоча варто зазначити, що поняття фінансової лібералізації за час свого існування значною мірою еволюціонувало.

Часто фінансову лібералізацію асоціюють також з лібералізацією відсоткових ставок, хоча вона передбачає значно ширший комплекс заходів,

зокрема щодо банківського сектору, зовнішніх зносин та інституціональних основ грошово-кредитної політики.

Внутрішня фінансова політика ринкових реформ передбачає лібералізацію номінальних відсоткових ставок, зниження або скасування резервних вимог, ліквідацію інфляційного фінансування та інших форм оподаткування фінансової системи. Крім того, фінансова лібералізація може передбачати перегляд всієї політики, яка спотворює поведінку, спосіб та метод вкладання коштів фінансовими посередниками, – такої, як пряме кредитування урядом, дискримінаційні ставки за кредитами та обов'язкової купівлі державних боргових зобов'язань¹.

Згідно із поглядами економістів майже всіх переконань, фінансові умови впливають на рівень економічного зростання як у короткостроковому, так і в середньостроковому періоді. Оскільки ранні дослідження фінансової лібералізації концентруються на вивченні впливу відсоткової ставки, то, наприклад, модель монетарного зростання Тобіна [14, с. 671–684] прогнозує негативний вплив від збільшення реального доходу на грошові засоби в середньостроковому періоді та не говорить нічого про короткостроковий період. Проте вчені Р. Маккіннон та Е. Шоу (R. McKinnon, E. Shaw) [12] прогнозують позитивний вплив фінансової лібералізації на економічне зростання як у короткостроковому, так і в середньостроковому періоді. Неоструктуралісти [2] прогнозують стагфляцію як наслідок фінансової лібералізації в короткостроковому періоді [6].

Мабуть, Р. Маккіннон та Е. Шоу (R. McKinnon, E. Shaw) були першими, хто припустив, що відсутність фінансових обмежень може пришвидшити фінансовий розвиток і прискорити економічне зростання через стимулювання продуктивності та мобілізації заощаджень. Їхні дослідження вивчають зв'язок фінансового розвитку та економічного росту. Базову інтерпретацію Р. Маккіннон та Е. Шоу будують на традиційних кривих заощаджень та інвестицій. Вони стверджували, що фінансова лібералізація зумовить до збільшення як кількості, так і якості інвестицій. Такі твердження підхопила низка науковців, які займалися відповідними дослідженнями, проте з часом позитивний погляд на фінансову лібералізацію затьмарила фінансова крихкість та нестійкість, яку лібералізація може спричинити.

У моделях фінансової лібералізації після Р. Маккіннона враховують роль фінансових посередників. Роль фінансового посередника в економічному зростанні обговорено у працях, які базуються на дослідженнях Шумпітера (J. Schumpeter), а згодом, у 1960-ті роки, – на працях Голжсмита, Гарлей та Шоу (Goldsmith, Gurley, Shaw). Нові дослідження базуються на основних двох ідеях із попередніх досліджень та об'єднують їх в ендогенних моделях зростання¹:

1. Банки допомагають подолати невизначеність, пов'язану з моральними ризиками і несприятливим вибором, який зумовлює до неправильного розподілу ресурсу фізичними особами. Посилаючись на закон великих чисел, банки оцінюють індекс вкладів та зняття грошей у будь-який час, що перешкоджає ліквідації реальних виробничих активів капіталу. Це може збільшити

співвідношення капітал / праця і дозволити дещо вищі темпи економічного зростання [13, с. 687–726].

2. Інша стара ідея, яку відновлено, стосується здатності фінансового посередника об'єднати фонди та працювати зі збором інформації, оцінкою та аналізом. Це було б дорогим задоволенням для фізичних осіб. Об'єднавши кошти у великі портфелі і диверсифікувавши портфель, фінансовий посередник може знизити ризик, тобто вибрати оптимальніший спосіб зростання [8, с. 1076–1107].

Фінансову лібералізацію, як не дивно, необхідно здійснювати під пильним та жорстким контролем з боку держави, адже, як зазначає більшість економістів, вона може спричинити негативні та тяжкі наслідки для економіки країни.

Щодо еволюції класичних поглядів та думок про фінансову лібералізацію, варто звернути увагу на те, як подають матеріал А. Деміргуй-Кунт та Е. Детражіач (А. Demirgüi-Kunt, E. Detragiache): «Багато країн поєднало фінансову лібералізацію зі скороченням або скасуванням контролю за міжнародним рухом капіталу, тобто лібералізували також рахунок операцій з капіталом» [3]. Фінансова лібералізація в їхньому розумінні не передбачала ще лібералізації рахунку операцій з капіталом, так як ми звикли думати про лібералізацію сьогодні. Хоча в своєму дослідженні вони зазначають, що використання реальної відсоткової ставки як індикатора для фінансової лібералізації може бути хибним. Позитивна кореляція між реальними відсотковими ставками та ймовірністю банківської кризи, наприклад, може просто відображати той факт, що обидві змінні мають тенденцію бути високими впродовж циклічних економічних спадів. Фінансова лібералізація тут може не відігравати жодної ролі.

Загалом реформи фінансової лібералізації можна поділити на дві фази:

1) усунення всіх обмежень з рахунку поточних операцій та лібералізація рахунку операцій з капіталом;

2) інтеграція країни з рештою світу, її пристосування та пошук свого місця і ролі в світовій економіці.

Реформи зовнішнього сектору завжди йдуть рука в руку з реформами фінансового сектору. Отож відсутність обмежень на обмінну і платіжну системи та створення вільно функціонуючого валютного ринку є необхідними умовами фінансової лібералізації.

Отже, якщо у ранній літературі щодо фінансової лібералізації більше уваги приділено лібералізації відсоткових ставок, то з часом фінансова лібералізація перетікає у вивчення лібералізації рахунку операцій з капіталом та впливу на банківські кризи. Тобто акцент вивчення поняття лібералізації змістився з внутрішньої фінансової лібералізації на зовнішню, яка є значно актуальнішою у сьогоднішньому світі процесів глобалізації та зближення.

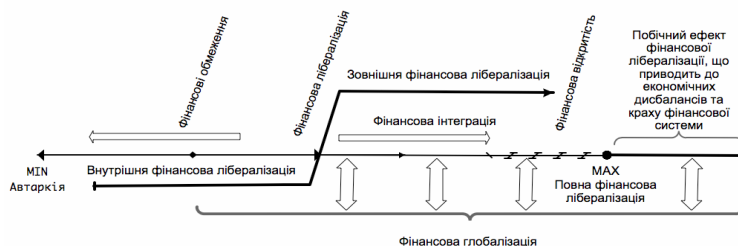


Рис. 1 Шкала внутрішньої та зовнішньої фінансової лібералізації

Одним з численних прикладів здійснення та наслідків внутрішньої та зовнішньої фінансової лібералізації є приклад Данії, Фінляндії, Норвегії та Швеції. З часів Другої світової війни макроекономічні показники цих країн характеризувалися високими темпами зростання та високим рівнем зайнятості. До 1990-х років вказаним північноєвропейським країнам вдавалося уникнути високого рівня безробіття, характерного для багатьох європейських країн, ще у 1970-х роках. Лише Данія була єдиною північною країною, яка зіштовхнулася з високим рівнем безробіття у 1980-х роках. Проте уявлення про успіхи північноєвропейських країн розвіялось на початку 1990-х, коли Фінляндія та Швеція зіштовхнулася з важкою кризою. Норвегія теж пережила значні труднощі в економіці.

Причиною криз північноєвропейських країн слід вважати саме внутрішню фінансову лібералізацію у сфері монетарного режиму, який базувався на прив'язаному обмінному курсі з можливістю регулювання (приспосовування). У 1980-х роках Фінляндія, Норвегія та Швеція пройшли через процедуру фінансової лібералізації та дерегуляції банківської сфери. Саме через фінансову лібералізацію розпочався стійкий бум кредитування, приплив капіталу, зростання цін на активи, приплив інвестицій та перегрів «неторговельних» секторів, в той час коли обмінний курс залишався прив'язаним. Бум перетворився на крах у 1990-х, який відзначався відпливом капіталу, численними банкрутствами, зростанням безробіття, зменшенням рівня інвестицій, падінням ВВП, системними банківськими кризами, валютними кризами та депресією. Зрештою, центральні банки Фінляндії, Норвегії та Швеції були змушені перейти на гнучкий обмінний курс восени 1992 року, щоб запобігти депресії. Тобто історія фінансової лібералізації у північноєвропейських країнах характерна циклом підйому та падіння. Таким ефектам фінансової лібералізації присвячено безліч праць, зокрема стаття Лаури Камінські та Сергію Шмуклера (L. Kaminsky, S. Schmukler) [11].

Фінансова лібералізація 1980-х років у північноєвропейських країнах фундаментально позначилася на стимулах кредиторів і позичальників. Після десятиліть обмежень щодо кредитування банкам раптом вдалося розширити його без обмежень регулятора. Банки вступили в жорстку конкуренцію за частку ринку, пропонуючи кредити для домашніх господарств і фірм. Кредитний бум було спрямовано передусім на житло, комерційну нерухомість та фондовий

ринок, що зумовило значне зростання цін на ці активи. Упродовж кількох років сукупні кредитні обсяги зростали безпрецедентними темпами. Ці фінансові події вплинули на реальний сектор економіки. Макроекономічні результати створили сильний бум спочатку в норвезькій, а потім – у фінській та шведській економіках 1988–1989 років. Бум відзначався надто високим рівнем зайнятості, зростанням споживання і падінням заощаджень. Рахунки поточних показників значно погіршилися. Знизився рівень експорту за одночасного зростання імпорту.

Через прив'язку обмінного курсу грошово-кредитна політика була позбавлена можливості пом'якшити бум шляхом збільшення відсоткової ставки. Фіскальна політика виявилась недостатньою, щоб стримати бум, хоча національні бюджети відображали великий профіцит через зростання податкових надходжень від підвищення споживання, заробітної плати, вартості нерухомості та приросту капіталу. Це все спричинило перегрів економіки і фінансову та валютну кризи. У час економічного зростання не було надано належної оцінки фінансовій лібералізації та ризикам, які вона несе, що і спричинило наслідки економічного спаду. Економісти наголошують на довгострокових вигодах від фінансової лібералізації, а короткострокові ефекти все ще недосліджені [10, с. 302–303].

Підсумовуючи ефекти фінансової лібералізації на прикладі північно-європейських країн, хотілося б звернути увагу на висновок М. Фрая (M. Fry) [7] щодо подій у країнах Латинської Америки, які теж зіштовхнулися зі значними проблемами після здійснення фінансової лібералізації: «Досвід показує, що фінансова лібералізація повинна супроводжуватись відповідними фіскальними реформами, метою яких було б гарантування того, що державний борг не «вибухне» після проведення лібералізації. Це добре висвітлено в статті Carlos Diaz-Alejandro (1985) «Good-bye financial repression, hello financial crash» про події в Латинській Америці наприкінці 1970-х – напочатку 1980-х років.

Отже, фінансова лібералізація як процес активно розпочалася у більшості країн і продовжується останніх 30–40 років. Головна її ідея полягає в ефективнішому розміщенні капіталу, а, отже, у швидших темпах економічного зростання. Перевагами та вигодами активно скористалося чимало країн, здійснивши внутрішню та зовнішню лібералізацію й дерегуляцію. Проте, як засвідчив досвід, економіки зіштовхнулися з низкою труднощів та перешкод, зокрема, перегріву економік, відтоку капіталу, рівня безробіття, валютної нестабільності, банківських криз. Це породжує низку питань щодо правильної політики впровадження фінансової лібералізації, послідовності реформ внутрішнього та зовнішнього сектору, швидкості здійснення фінансової лібералізації, ролі фінансових посередників та держави у цьому процесі. Такі питання сьогодні активно досліджують, адже є ще низка країн, які не проводили лібералізацію, або ж країни, які перебувають у процесі фінансової лібералізації. Країни, які здійснили внутрішню та зовнішню фінансову лібералізацію, зіштовхнулися з численними викликами у вигляді системних криз та нестабільності фінансової системи.

СПИСОК ВИКОРИСТАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ

1. *Basu S.* Financial liberalization and intervention: a new analysis of credit rationing / S. Basu // Edward Elgar Publishing Limited. – 2002.
2. *Bitar S.* Neoconservatism versus Neostructuralism in Latin America / S. Bitar // CEPAL Review, № 34. – 1988.
3. *Demirgüç-Kunt A.* Financial Liberalization and Financial Fragility / A. Demirgüç-Kunt., E. Detragiache // Annual World Bank Conference on Development Economics. – 1998.
4. *Feis H.* Europe The World's Banker 1870-1914 / H. Feis // WW Norton. – 1965.
5. *Friedman M.* Capitalism and Freedom / M. Friedman // University of Chicago Press. – 2002.
6. *Fry M.* Emancipating the banking system and developing markets for government debt / M. Fry // Routledge. – 1997.
7. *Fry M.* Money, Interest and Banking in Economic Development / M. Fry // The Johns Hopkins University Press, 2nd edition. – 1995.
8. *Greenwood J.* Financial Development, Growth and Distribution of Income / J. Greenwood, B. Jovanovic // Journal of Political Economy. – 1990. – Vol. 98. – № 5. – P. 1076–1107.
9. *Ingham B.* Financial Liberalisation, Capital Inflow and Economic Development: Theory, Evidence, and the Egyptian Experience 1991–1999 / B. Ingham, A.M. Ebrahim // Postgraduate Seminar, IDPM, University of Manchester. – 1999.
10. *Jonung L.* The Great Financial Crisis in Finland and Sweden The Nordic Experience of Financial Liberalization / L. Jonung, J. Kiander, P. Vartia // Edward Elgar. – 2009. – P. 302–303.
11. *Kaminsky G.*, Short-Run Pain, Long-Run Gain: The Effects of Financial Liberalization / G. Kaminsky, S. Schmukler // Working paper. – 2002.
12. *McKinnon R.* Money and Capital in Economic Development / R. McKinnon // Brookings Institution Press. – 1973.
13. *Levine R.*, Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda / R. Levine // Journal of Economic Literature. – 1997. Vol. 35, No. 2. – P. 688–726.
14. *Tobin J.* Money and Economic Growth / J. Tobin // Econometrica. – 1965, 33(4). Part 2. – P. 671–684.
15. *Schularick M.* Financial Integration, Investment, and Economic Growth: Evidence from Two Eras of Financial Globalization / M. Schularick, T. Steger // Review of economics and Statistics. – 2010. – Vol. 92. – № 4. – P. 756–768.
16. *Stiglitz J.* Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability / J. Stiglitz // Stanford University. – 2000.

Стаття надійшла до редколегії: 06.02.2012

Прийнята до друку 05.03.2012

APPROACHES TO THE FORMATION OF THE MODERN PARADIGM OF INTERNAL AND EXTERNAL FINANCIAL LIBERALIZATION

Yuri Kyrylych

*Ivan Franko National University of Lviv,
Universytetska St., 1, Lviv, Ukraine, 79000, tel. (032) 239-41-32,
e-mail: kyrylych@ukr.net*

In these article we give definitions of internal and external financial liberalization and considere its place among the basic processes of globalization. We look at main contemporary views on financial liberalization and analyze the ways and means of implementation of financial liberalization. We guide through short example of financial liberalization and its consequences in Northern European countries.

Key words: financial liberalization, financial repression, financial openness, financial globalization, hystory of financial liberalization, financial integration, of internal and external financial liberalization

ПОДХОДЫ К ФОРМИРОВАНИЮ СОВРЕМЕННОЙ ПАРАДИГМЫ ВНУТРЕННЕЙ И ВНЕШНЕЙ ФИНАНСОВОЙ ЛИБЕРАЛИЗАЦИИ

Юрий Кирилич

*Львовский национальный университет имени Ивана Франко,
ул. Университетская, 1, г. Львов, Украина, 79000, тел. (032) 239-41-32,
e-mail: kyrylych@ukr.net*

Определены понятия внутренней и внешней финансовой либерализации и рассмотрено ее место среди основных глобализационных процессов. Рассмотрены основные современные взгляды на финансовую либерализацию. Проанализированы пути и способы внедрения финансовой либерализации. Указаны примеры финансовой либерализации и ее последствия в некоторых северноевропейских странах.

Ключевые слова: финансовая либерализация, финансовые ограничения, финансовая открытость, финансовая глобализация, история финансовой либерализации, финансовая интеграция, внутренняя и внешняя финансовая либерализация.