



<https://doi.org/10.15407/eip2020.01.142>

УДК 339.72:330.35

JEL: E 58, F 31

**Бублик Є. О.**, канд. екон. наук  
старший науковий співробітник  
ДУ "Інститут економіки та прогнозування НАН України"  
ORCID 0000-0002-6080-9341  
e-mail: bubl13@gmail.com

## ВЗАЄМОЗВ'ЯЗОК ФІНАНСОВОЇ ВІДКРИТОСТІ ТА ЕКОНОМІЧНОГО ЗРОСТАННЯ

*Узагальнено сучасні підходи до теоретичного обґрунтування взаємозв'язку фінансової відкритості та економічного зростання економік, що розвиваються. Проаналізовано емпіричні дані щодо прояву ефектів фінансової відкритості, зокрема сприяння припливу в економіку, що розвиваються, іноземного капіталу та його впливу на структурні перетворення, розвиток ринкових інститутів та формування чинників системного ризику. Узагальнено закономірності розподілу інструментів руху капіталу залежно від рівня розвитку інститутів фінансового сектора. Ідентифіковано вплив чинника відсоткових ставок на напрям та характер перерозподілу міжнародних потоків капіталу. Відзначено ризик потужного деформаційного впливу потоків капіталу на фінансові ринки з недорозвиненим інституціональним середовищем.*

*У результаті проведеного аналізу виявлено, що в умовах "нової нормальності", що характеризується збільшенням обсягів вільного руху волатильних потоків капіталу, підвищення рівня фінансової відкритості – всупереч теоретичним положенням – може не супроводжуватися припливом іноземного капіталу. Водночас залучення іноземного капіталу на вільних, нерегульованих засадах на розвитку економіки позначається обмежено, переважно фінансуючи тільки наявні, добре функціонуючі, високодохідні ринки та галузі. Не відповідає сучасним реаліям і підхід до оцінки прямих іноземних інвестицій як найбільш ефективних та менш волатильних інструментів залучення іноземного капіталу. В сучасних умовах прямі іноземні інвестиції надходять до реального сектора лише в невеликій частині, переважно ж вони локалізуються у високоприбуткових сегментах фінансових ринків та використовуються для ухилення від оподаткування.*

*Відсутність прямої механічної залежності обсягів руху міжнародних потоків капіталу від спреду дохідності капіталу та рівня фінансової відкритості дає підстави зробити висновок, що, крім класичних чинників, драйвером припливу іноземного капіталу виступає позитивна економічна динаміка країни-реципієнта та наявність високодохідних ринків. При цьому ознаки стійкого економічного зростання або спаду самі по собі спонукають приплив або відплив капіталу з країни, а наявність розвиненого фінансового сектора зменшує ризики нестабільності та підвищує інвестиційну складову фінансової відкритості. Ці умови формують зворотний зв'язок між макроекономічною динамікою, рівнем розвитку інституціонального середовища та зміною рівня реальної фінансової відкритості економіки <sup>1</sup>.*

**Ключові слова:** економічне зростання, інвестиції, потоки капіталу, фінансова відкритість, фінансовий сектор

<sup>1</sup> Публікацію підготовлено в рамках планової НДР відділу грошово-кредитних відносин ДУ "Інститут економіки та прогнозування НАН України" "Індустрія фінансових послуг в умовах "нової реальності"" (№ держреєстрації 0118U003065).



**Вступ.** У період 1980–2000 рр. підвищенню рівня фінансової відкритості світових економік сприяла низка чинників. Поширення глобалізаційних процесів, тривалий висхідний етап економічного циклу, фінансова лібералізація як одна з основних рекомендацій міжнародних інститутів розвитку і численні наукові дослідження, які обґрунтували, що приплив іноземного капіталу стимулює наздоганяюче економічне зростання, слугували екзогенним стимулом фінансової дерегуляції. З іншого боку, об'єктивні потреби залучення іноземного капіталу, балансування бюджетного та торговельного дефіциту, стабілізації обмінного курсу та розвитку економічних відносин в умовах глобалізації торгівлі формували ендогенні ініціативи фінансової лібералізації, що знаходили широку підтримку урядів та фінансових регуляторів країн з малими відкритими економіками.

Перебіг глобальної фінансової кризи 2008–2009 рр. (ГФК) загострив виявлені раніше суперечності та підштовхнув до перегляду концепції фінансової лібералізації як засобу наздоганяючого економічного зростання. Зокрема, одним з вагомих питань, які потребують переоцінки, виступає ідентифікація впливу іноземного капіталу на характеристики економічного зростання економік, що розвиваються, та чинників, які зумовлюють напрями його руху.

**Аналіз доступних досліджень і публікацій.** Проблематика оцінки чинників та наслідків вільного руху капіталу доволі широко представлена в наукових дослідженнях. На етапі піднесення фінансової відкритості її позитивний вплив відзначали М. Обстфельд [1], Дж. Гроссман та Е. Хелпман [2], які проводили дослідження особливостей руху економік різних країн у бік фінансової відкритості з позитивними висновками. Р. Левайн та С. Зервос [3] показали зв'язок між потоками капіталу та економічним зростанням через канал розвиненого фондового ринку; П. Гуріншас та О. Джейн [4] досліджували процес фінансової інтеграції та наслідки дотримання політики МВФ щодо лібералізації рахунку капіталу. Водночас у роботах Д. Родріка [5] можна зустріти й протилежні висновки – про відсутність помітного зв'язку припливу іноземного капіталу та зростання економік, що розвиваються, а в роботах Дж. Стігліца [6] висвітлюються негативні наслідки неконтрольованого припливу капіталу в малі відкриті економіки.

Загалом, як правило, у роботах з цієї проблематики аналізувалися процеси на глобальному рівні, деякі з них зосереджувалися на дослідженні економік, що розвиваються. В Україні дослідження за зазначеною тематикою проводили В. Козюк [7], С. Кораблін [8], О. Сніжко [9], Ю. Шаповал [10]. Разом із тим комплексному аналізу впливу динаміки фінансової відкритості на інституційний розвиток економіки та її фінансового сектора, з урахуванням притаманних їм особливостей та чинників, що визначають напрями руху потоків капіталу на посткризовому етапі, уваги приділено недостатньо.

**Мета статті** – визначення взаємозв'язків фінансової відкритості, економічного зростання та розвитку фінансового сектора.

**Виклад основного матеріалу.** Відштовхуючись від змісту, який визначається не тільки і не стільки нормативним регулюванням, скільки сукупністю обмежень формального і неформального характеру, що змінюються як під впливом регуляторної політики, так і макроекономічної динаміки, а також розвитку інституціонального середовища, фінансову відкритість пропонується розуміти як систему інституційних відносин, що визначають транскордонний рух фінансового капіталу. В свою чергу фінансовий капітал формують капіталізовані фінансові ресурси, що використовують власники і менеджери в економічному процесі відтворення вартості як джерело фінан-

сування господарської діяльності з метою одержання доходу, формування якого в економічній системі держави здійснюється на ринкових принципах і підходах. [11] При цьому динаміка рівня фінансової відкритості може слугувати як індикатором залучення країни до процесу фінансової глобалізації, так і регуляторним параметром впливу руху капіталу на економічне зростання окремої країни.

Визначальним – з огляду на класичний зміст концепції корисності фінансової лібералізації (тобто підвищення рівня фінансової відкритості шляхом зменшення обмежень на рух капіталу) – слід вважати рух тих фінансових ресурсів, які втілюють екзогенний чинник економічного зростання та вільно переміщуються на ринкових умовах між суб'єктами господарювання без перешкод з боку держави. Відповідно такий чинник, очевидно, насамперед уособлює фінансовий капітал суб'єктів господарювання (у т.ч. і державної форми власності). Державні запозичення та інвестиції з цього процесу можна з певною умовністю виключити, оскільки навіть в умовах низького рівня фінансової відкритості держава має особливу свободу проведення фінансових трансакцій. Аналогічним чином можна абстрагуватись і від фінансових трансакцій, що формують вторинні доходи поточного рахунку платіжного балансу, оскільки вони є похідними по відношенню до руху потоків капіталу або лише можуть формувати капітал у майбутньому.

Протягом тривалого часу активного періоду глобалізації 1990-х років корисність фінансової відкритості на рівні рекомендацій міжнародних інститутів розвитку обґрунтовувалася таким твердженням: фінансова відкритість сприяє припливу в економіку іноземного капіталу, що виступає екзогенним чинником економічного зростання, зумовлюючи прискорення нагромадження капіталу, залучення нових технологій, кращих практик організації та управління, диверсифікації фінансових ризиків, а також стимулювання перспективних галузей економіки реципієнта [12].

Згодом, перед початком кризи 2008 р. в удосконаленій варіації підходу зазначалось, що фінансова відкритість і приплив капіталу (насамперед у продуктивних формах прямих іноземних інвестицій) впливає на економічний розвиток не прямо, а опосередковано, через сприяння розвитку внутрішнього фінансового сектора, формування ринкових інститутів, зокрема, зміцнення конкуренції, вирівнювання інформаційної асиметрії, покращення практик управління [13]. Таким чином позитивний вплив вільного руху капіталу, забезпечений фінансовою дерегуляцією, отримував доволі змістовне обґрунтування. Попри очевидну логічність зазначених тез, низка фінансових криз, і, особливо, перебіг ГФК, відкрили нові обставини, що спонукають переглянути тезу про безумовну корисність фінансової відкритості та детально проаналізувати існуюче обґрунтування взаємозв'язків чинників та ефектів фінансової відкритості з урахуванням результатів сучасних наукових досліджень. Тим більше, що після тридцятирічного періоду впевненості економістів, урядів та міжнародних фінансових організацій у безумовних перевагах фінансової глобалізації для економічного зростання та її позитивної ролі у ньому на нинішньому етапі цей консенсус помітно похитнувся.

Ретроспективно оцінюючи процес фінансової лібералізації, можна умовно виділити два етапи. Протягом 1980–1990-х років система міжнародної торгівлі отримала додатковий поштовх за рахунок збільшення присутності країн Південно-Східної Азії та транзитивних країн Центрально-Східної Європи. Ці країни лібералізували фінансову сферу для отримання переваг від вільної торгівлі та руху капіталу. На тлі прискорення економічного зростання великі обсяги капіталу отримали Південна Корея, Малайзія, Сінгапур.

Оскільки приплив капіталу супроводжувався економічним зростанням, видавалося, наче концепція фінансової відкритості повністю підтверджується на практиці.

Проте Г. Крістіансен та К. Пігот показали, що кореляція фінінтеграції з економічним розвитком призупинилася вже наприкінці 1990-х років [14]. Упродовж наступних десяти років процес фінансової лібералізації набув екстенсивного характеру. Обсяги міжнародних потоків капіталу у світі збільшилися в рази, сягнувши 20% світового ВВП [13]. Прискорення економічного відновлення країн ЦСЄ на початку 2000-х років активізували МПК у напрямі цих країн, зафіксувавши пік у 2008 р., коли фінансова криза завдала потужного удару, та примусила до серйозної перевірки неоліберального підходу до фінансової відкритості.

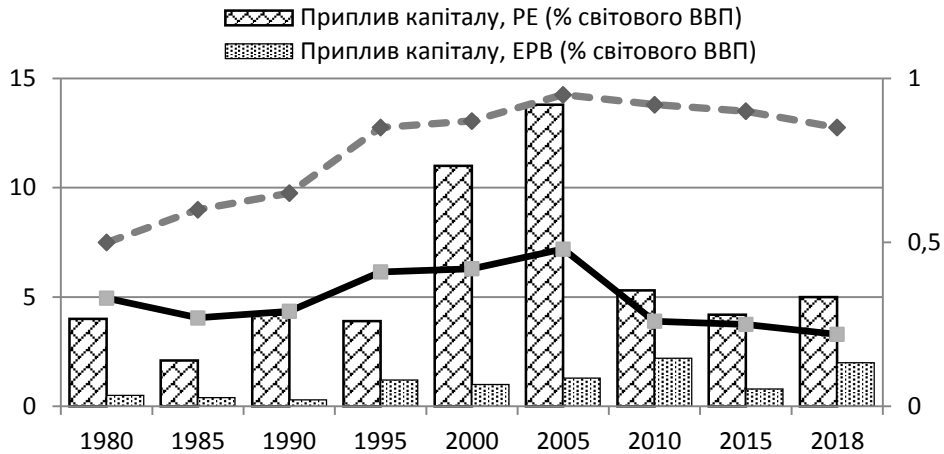
Щоправда результати досліджень, які демонстрували суперечливість наслідків фінансової відкритості, публікувалися і до цього. Зокрема, можна відзначити дослідження П. Агінора [15], який показав, що практичний вплив МПК на диверсифікацію фінансових ризиків у країнах, що розвиваються, мінімальний, вони отримують доступ до міжнародних ринків капіталу тільки в "хороші часи". Або П. Гуріншаса [4], який зробив висновок, що в окремих випадках вираш від фінансової інтеграції може бути порівняно малим, навіть для країн, що отримують великі обсяги іноземного капіталу.

На підставі декомпозиції приросту ВВП за чинниками інвестицій та інфляції у 100 країнах за період 1975–1989 рр. нульову гіпотезу підтвердив і Д. Родрік, не виявивши помітної кореляції прискорення темпів приросту та нижчих темпів інфляції з відсутністю обмежень за операціями за капітальним рахунком [5]. Ще більш негативно наслідки фінансової лібералізації для країн економічної периферії оцінює Дж. Стігліц, відзначаючи, що валютним кризам у регіоні Південно-Східної Азії посприяв приплив великих обсягів іноземного капіталу – близько 60 млрд дол. США і його раптовий відплив через два роки [6].

Та загалом, попри окремі дослідження, до початку ГФК позиція прихильників вільного руху капіталу видавалася дуже потужною. У 2007 р. фахівці МВФ зазначали: "в останні роки було досягнуто істотного прогресу в розробленні більш якісних показників контролю за капіталом та покращення даних щодо потоків та залишків міжнародних активів та зобов'язань. Дослідження, засновані на цих розширених даних, починають надавати свідчення позитивного впливу фінансової інтеграції на економічне зростання. Проте ці свідчення все ще непереконливі" [13].

Ключовим аргументом обґрунтування корисності фінансової відкритості виступало припущення, що фінансова лібералізація сприяє припливу капіталу. Згідно з неокласичною теорією зняття обмежень на рух капіталу в країнах, що розвиваються, зумовить приплив до них капіталу з розвинених економік через різницю в рівнях відсоткових ставок. Певний час це твердження сприймалось як аксіома, аж допоки Р. Лукас [16] не опублікував "парадоксально" протилежні дані для її перевірки. Аналітичне представлення даних щодо динаміки фінансової відкритості "де юре" (що відображає нормативний аспект цілеспрямованої політики фінансової лібералізації) різних груп країн та її порівняння із динамікою припливу в них МПК, дає підстави зробити висновок про обмежений вплив лібералізаційних заходів на реальний перерозподіл потоків капіталу на користь економік, що розвиваються (рис. 1).

Попри активне підвищення рівня нормативної фінансової відкритості у період 1990–2000 рр., тенденція до перерозподілу МПК на користь країн, що розвиваються, стає помітною лише у другій половині 1990-х років, коли ці країни вже тривалий час демонстрували економічне зростання на рівні 5–10%. Другим етапом прискорення руху МПК у бік економік, що розвиваються, став період посткризового відпливу капіталу з ринків розвинених економік як наслідок розгортання політики "кількісного пом'якшення". Але потрібно зазначити, що в цей період загальні обсяги МПК впали до 5% світового ВВП і на перерозподіл певним чином вплинула втрата капіталу великих

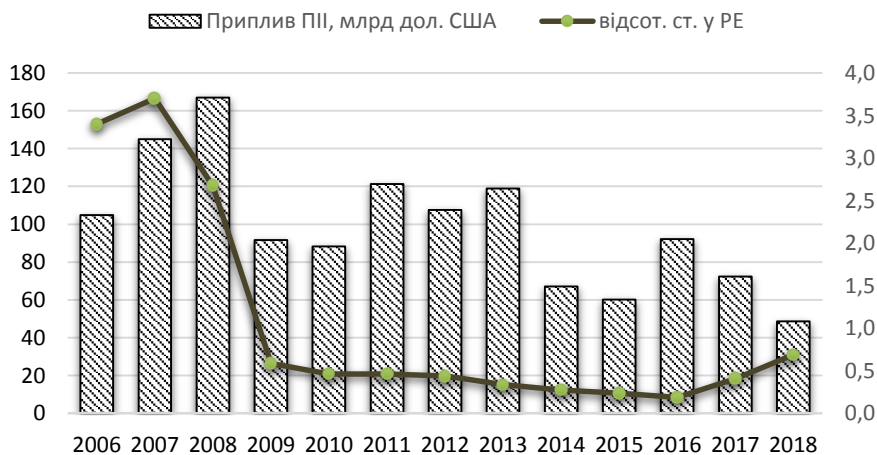


**Рис. 1. Порівняння динаміки припливу капіталу в розвинених економіках (РЕ) та економіках, що розвиваються (ЕРВ), та індексів їх нормативної фінансової відкритості "де юре" (за методикою вимірювання Chinn-Ito)**

Джерело: складено автором на підставі статистичних даних: The World Bank Open Data. URL: <https://data.worldbank.org/>; Chinn M., Ito H. The Chinn-Ito Index of A de jure measure of financial openness. URL: [http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito\\_website.htm](http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm)

фінансових компаній розвинених країн, які відігравали помітну роль на ринку міжнародних інвестицій. А вже з 2013 р. тенденція перетікання капіталу з економічної периферії країн на ринки розвинених економік відновилася.

Досить слабкою виглядає і залежність перерозподілу капіталу від спреду доходності капіталу. Попри суттєве зниження відсоткових ставок у розвинених країнах в умовах "кількісного пом'якшення", рух МПК в економіці Східної Європи не зазнав помітного піднесення (рис. 2).



**Рис. 2. Порівняння динаміки відсоткових ставок у розвинених країнах та приплив ПІІ у транзитивних економіках ЦСЄ, % ВВП**

Джерело: складено автором на підставі статистичних даних: The World Bank Open Data. URL: <https://data.worldbank.org/>



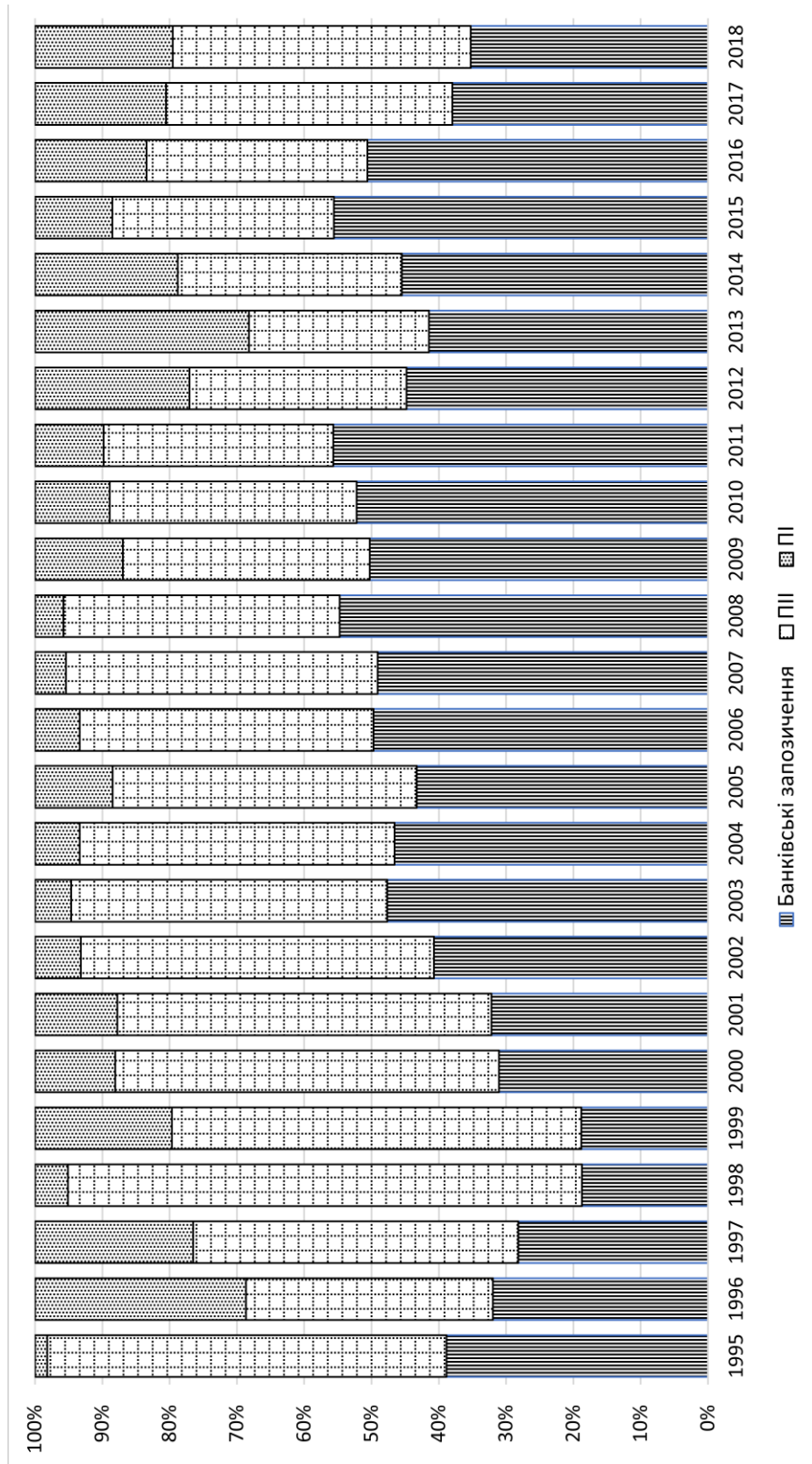
Порівняння динаміки відсоткових ставок центробанків США, Японії, Великої Британії та ЄС, а також обсягів припливу капіталу в економіки Центрально-Східної Європи, що зберегли національні валюти, підтверджує обмежену роль відсоткових ставок як регулятора напрямку руху МПК в умовах "нової нормальності". Згідно з неокласичною теорією, після падіння рівня відсоткових ставок у розвинених країнах обсяги потоків капіталу в країни, що розвиваються, де ставки залишилися високими, а у відносному вимірі зросли в рази, мали би пропорційно збільшитися. Натомість вони пропорційно зменшились, а на тлі сигналів про підвищення ставок у розвинених країнах прискорили тенденцію до відпливу.

Перевірка твердження про позитивний вплив іноземного капіталу на економічне зростання потребує дослідження структурних параметрів МПК в економіки країн, що розвиваються. У структурі припливу капіталу прийнято звертати увагу насамперед на ПІ, що позиціонується як найбільш бажаний інструмент, що, відповідно до поглядів, поширених до початку ГФК, більшою мірою позначається на розвитку виробництва, трансфері технологій та організаційних практик, а також характеризуються меншою волатильністю [16]. Натомість портфельним інвестиціям (ПІ) та міжбанківським кредитам притаманний більш спекулятивний характер. Відповідно до такого погляду країнам, що розвиваються, МВФ та Світовий банк насамперед рекомендують прагнути до лібералізації потоків ПІ, а вже в другу чергу – ПІ та міжбанківського кредитування. Динаміка структури припливу іноземного капіталу в країни ЦСЄ представлена на рис. 3.

Наведена на рис. 3 динаміка свідчить про стабільний потік ПІ протягом 1995–2003 рр. і вибухове зростання їх припливу в період підвищення фінансової волатильності 2004–2008 рр. Пік залучення ПІ в ці країни припадав на 2007 р. і в ряді країн сягнув 10–15% ВВП. Водночас ПІ переважно забезпечували вивід капіталу. Лише протягом 2007 р. і першої половини 2008 р. на тлі загального інвестиційного азіотажу відбувався приплив і за цим видом інвестицій. Водночас найбільш популярним інструментом залучення капіталу виступали саме волатильні міжбанківські кредити, які значною мірою втілювали буми споживчого кредитування. Тобто в умовах фінансової відкритості та неналежної політики регулювання МПК приплив капіталу переважно набув найбільш волатильної та спекулятивної форми [8, с. 191].

При цьому і твердження стосовно того, що ПІ є більш продуктивними, менш волатильними і тому більшою мірою забезпечують економічне зростання, на сучасному етапі також зазнає відчутної критики. Якщо порівняти динаміку структури МПК розвинених економік та економік, що розвиваються, виявляється, що на фінансових ринках розвинених економік, порівняно більшу ефективність яких складно заперечити, переважає приплив МПК у вигляді портфельних інвестицій. Пояснити це можна таким чином: портфельні інвестиції потребують розвинених інститутів фінансових ринків у країні, зокрема і фондових ринків. В умовах відсутності дієвого фондового ринку ПІ виявляються найбільш простим та надійним інструментом поширення іноземного капіталу в країнах, що розвиваються. Відтак ПІ не слід розглядати як інструмент особливої ефективності, лише як найбільш характерний.

І хоча обґрунтування переваг фінансової відкритості передбачає, що чинником економічного зростання, зокрема, виступає приплив ПІ, практика свідчить, що саме потенціал та прискорення економічного зростання може виступати чинником збільшення обсягів інвестицій. Наприклад, згідно із опитуваннями Міністерства зовнішньої торгівлі Японії, проведеного в середині 1990-х років, справжній мотив ПІ японських компаній у промисловість іноземних країн на 70% становило захоплення перспективних ринків та стимулювання в них власних продажів [17]. При цьому перспективи



**Рис. 3. Структура джерел припливу капіталу в економіці транзитивних країн ЦСЄ**

Джерело: складено автором на підставі статистичних даних: The World Bank Open Data. URL: <https://data.worldbank.org/>



ринку визначалися обсягом ПІІ та позитивною динамікою зростання. Зокрема, несподіване зростання обсягів ПІІ в країни ASEAN<sup>2</sup> наприкінці 1980-х років пояснюють саме стрімким економічним піднесенням цього регіону в цей період, а не навпаки [18].

Подібний приплив ПІІ має декілька потенційно негативних наслідків. Його умовою є відносно закриті ринки. За обмеженого рівня конкуренції на них спрямування туди ПІІ забезпечує іноземній компанії формування спочатку конкурентних, а згодом і монопольних переваг. Тому інвестиції, метою яких є захоплення частки ринку, характеризуються як такі, що підвищують тарифи [19]. Після цього сегмент виробництва, що забезпечує відповідний цільовий ринок продукцією, розвиватиметься на засадах іноземної монополії або олігополії. Це може позитивно позначитися на розвитку сегмента виробництва в країні, але негативно вплинути на формування повноцінної структури економіки, оскільки формування потужних підприємств за підтримки іноземного капіталу в окремій галузі призведе до перетікання до неї й інших факторів виробництва, обмежуючи розвиток інших, можливо, більш передових та перспективних галузей.

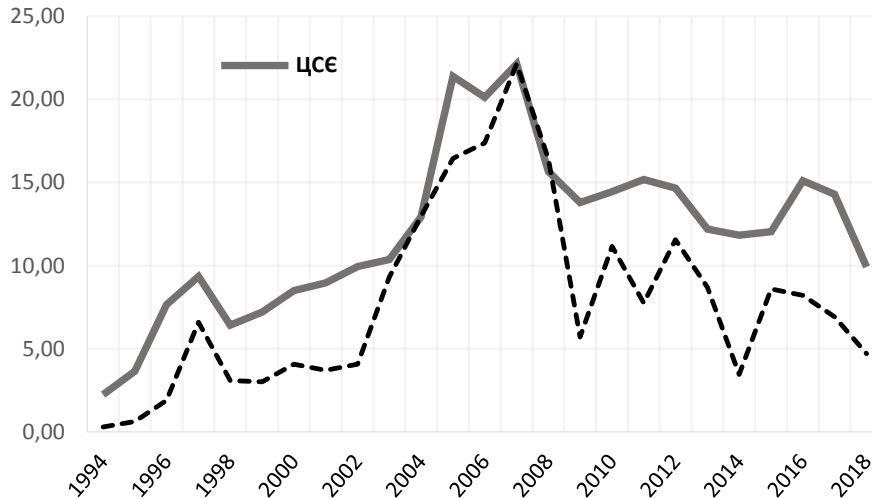
Підтвердження такого різностороннього впливу можна знайти і в інших дослідженнях. Наприклад, Дж. Гроссман та Е. Хелпман дослідили зв'язок відкритості та зростання економіки через трансмісію технологій і виявили, що у випадку країн із високим рівнем фінансової та торговельної відкритості, інвестиції концентруються у сферах промислового виробництва та торгівлі, витісняючи інвестиції зі сфери наукових досліджень та розробок [2, с. 67]. Це дійсно зумовлює вирівнювання заробітних плат та відсоткових ставок на міждержавному рівні, а також спричинює збільшення платоспроможного попиту, що позитивно впливає на зростання ВВП, проте обмежує інноваційний характер розвитку економіки та формує умови економічної нестабільності. Тобто сам по собі зв'язок відкритості та економічного зростання може бути похідним для більш фундаментальних економічних процесів та структурних характеристик економіки, а складні й різноманітні прояви МПК засвідчують доцільність їх диференціації та контролю.

Крім того, останні дослідження на тему ПІІ показують, що їх реальний економічний зміст у світовій економіці може бути значно меншим, ніж прийнято вважати. Зокрема, йдеться про ідентифікацію вагової частки світових обсягів ПІІ як такої, що втілює фінансові операції фіктивних компаній. За даними дослідження МВФ та Університету Копенгагену, близько 40% світових ПІІ, загальним обсягом понад 15 трлн дол. США, проходять через компанії, які не ведуть реальної економічної діяльності, а використовуються з метою мінімізувати базу оподаткування великих ТНК [20]. А до переліку країн, обсяг інвестицій в яких більше ніж на 50% становлять фіктивні, входять Люксембург, Нідерланди, Мальта, Ірландія, Швейцарія та низка країн Британської юрисдикції.

Попри помітно нижчий рівень нормативної фінансової відкритості, рух МПК не обминув і Україну. Досвід нашої країни свідчить, що інституційна неспроможність держави забезпечити дотримання бізнесом уведених нею нормативних обмежень призводить до ситуації, коли фактичний рівень фінансової відкритості сягає показників більш конкурентоспроможних та забезпечених фінансовою підтримкою ЄС країн ЦСЄ (рис. 4). Це дає підстави для "теоретичних" спекуляцій про недовірливість державних обмежень та відповідну доцільність максимально можливої нормативної відкритості. Хоча насправді йдеться про якість обґрунтування таких обмежень, зокрема і через посилення інституційної спроможності держави переконати всіх учасників ринку в перевагах їх неухильного дотримання.

<sup>2</sup> Association of South East Asian Nations – Асоціація країн Південно-Східної Азії.





**Рис. 4. Динаміка реальної фінансової відкритості країн ЦСЕ та України**

*Джерело:* розраховано на підставі даних потоків ПІ, ПІІ та транскордонних банківських кредитів у % до ВВП, представлених в Data World Bank: Capital & financial account. URL: <https://databank.worldbank.org/reports.aspx>

Низький рівень нормативної фінансової відкритості в Україні особливо не завадив руху МПК через її юрисдикцію. Знову ж таки вже на етапі активного економічного зростання та появи високодохідних фінансових інструментів темп зростання фінансової відкритості у виразі реальних потоків капіталу прискорився. Незважаючи на обмежену лібералізацію, з 2003 р. приплив капіталу і, зокрема, ПІІ в Україну почав зростати значними темпами. На початку цього етапу реципієнтами ставали добувні та переробні галузі, великі підприємства сільського господарства, енергетика та машинобудування.

Водночас з 2003–2004 рр. швидкі темпи розвитку банківського ринку зумовили розширення обсягів і транскордонного міжбанківського кредитування, а також локалізацію помітної частини іноземних інвестицій у фінансовому секторі України. Так само, як і в інших економіках ЦСЕ, переважно спекулятивний характер іноземного капіталу пояснює помітний лаг між обсягами його припливу в Україні та темпами економічного зростання (рис. 5).

Темпи припливу іноземного капіталу в Україну почали зростати з 2003 р., після трьох років стійкого економічного зростання. У першу чергу зросли обсяги зовнішніх банківських запозичень. ПІІ активізувались ще пізніше, з 2005 р., і їх лівова частка представляла інвестиції в капітал банківського сектора. Слід відзначити, що, попри активну модернізацію нормативно-правового регулювання банківської діяльності, в Україні у першій половині 2000-х років заходи фінансової лібералізації не набули значного поширення. Прийняті нормативи валютної позиції, резервування короткострокових позик, регулювання валютних операцій та вкладень нерезидентів у державні цінні папери залишалися доволі рестрикційними, що відзначає й обмежене підвищення нормативної оцінки фінансової відкритості України за індексом Чінн-Іто. Можна сказати, що основним заходом лібералізації, що найбільш драматично вплинув на приплив іноземного капіталу на цьому етапі, був дозвіл на здійснення кредитування в іноземній валюті на внутрішньому ринку (2003 р.).

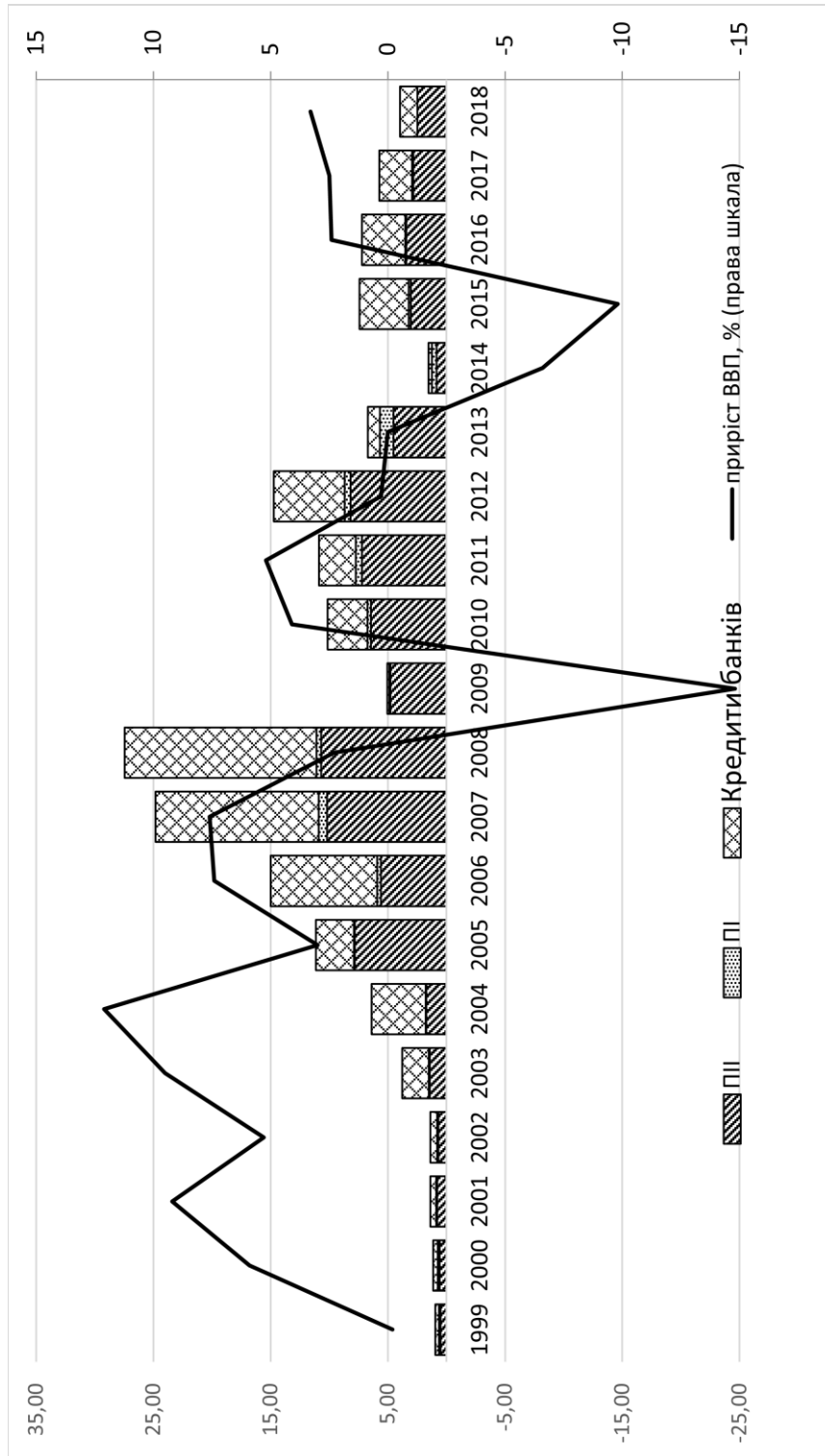


Рис. 5. Приплив іноземного капіталу та приріст ВВП в Україні у 1999–2018 рр.

Джерело: статистичні дані Data World Bank. Capital & financial account. URL: <https://databank.worldbank.org/reports.aspx>

Відсутність прямої залежності обсягів руху міжнародних потоків капіталу від спреда дохідності капіталу та рівня фінансової відкритості дає підстави зробити висновок, що одним з найбільш вагомих драйверів припливу іноземного капіталу виступає власне позитивна економічна динаміка країни-реципієнта та наявність високодохідних ринків. Досвід країн ЦСЄ, зокрема й України, засвідчує, що ознаки стійкого економічного зростання або спаду самі по собі спонукають приплив або відплив капіталу з країни. За таких умов наявність розвинутого фінансового сектора зменшує ризики нестабільності та підвищує інвестиційну складову фінансової відкритості. Водночас недоформоване інституціональне середовище фінансового сектора за відсутності розвинутого ринку капіталу, міжбанківського кредитування, інструментів хеджування фінансових ризиків та цільового довгострокового інвестування посилюють проциклічну компоненту волатильних потоків капіталу. Ці умови формують зворотний зв'язок між макроекономічною динамікою, рівнем розвитку інституціонального середовища та зміною рівня реальної фінансової відкритості економіки, нагромадження та зниження дохідності капіталу.

Характер впливу МПК на економічний розвиток, зокрема, прояви парадоксу Лукаса та "пазлу алокації" на тривалому часовому проміжку, що включає різні стадії економічних циклів, а також аналіз проявів економічної динаміки порівняно з динамікою МПК дають підстави стверджувати, що приплив МПК в економіку на вільних, нерегульованих засадах не сприяє продуктивному розвитку економіки та фінансуванню перспективних галузей. Натомість позитивний ефект припливу іноземного капіталу проявляється за наявності високодохідних ринків та галузей у межах реалізованого на певний момент потенціалу. При цьому і сам успішний економічний розвиток та наявність в економіці дохідних галузей, що демонструють зростання, виступають драйвером припливу в них іноземного капіталу в різних, зокрема і продуктивних, формах, що відображає притаманний МПК реактивний характер руху по відношенню до макроекономічної динаміки.

Обмежений вплив ПІІ на економічне зростання мав місце і в Україні, що підтверджує аналіз динаміки частки іноземних коштів у джерелах фінансування капітальних інвестицій. Попри доволі вагомий обсяг припливу іноземних інвестицій протягом 2005–2008 рр., за даними ДССУ їх частка у джерелах фінансування капітальних інвестицій ніколи не перевищувала і 5%. Так само і банківські кредити в джерелах капітальних інвестицій хоч і зросли вдвічі, проте досягли лише 17%. Натомість більша частина капіталу, що заходив в Україну у т.ч. у формі інвестицій, спрямовувалась у фінансовий сектор, фінансуючи іпотечне та споживче кредитування. В таких умовах нагромадження зовнішніх активів не формувало драйверів економічного зростання та не забезпечувало макрофінансової стабільності, натомість призводило до проциклічної реакції фінансової системи на цінові коливання сировинних товарів [7, с. 72].

Парадокс розміщення міжнародного капіталу полягає в тому, що допоки економіка країни не почне зростати, іноземний капітал скоріше за все її уникатиме. При цьому, як зазначає В. Зимовець: "у довгостроковому періоді вищий рівень економічного розвитку може бути забезпечений лише на основі нагромадження продуктивного капіталу, який фінансується за рахунок стійких внутрішніх джерел (чистих заощаджень)" [21, с. 332]. З огляду на зазначені умови політика залучення іноземних інвестицій – як чинника економічного зростання – на етапах спаду або стагнації видається не зовсім реалістичною. У таких умовах іноземні інвестиції можуть посприяти нагромадженню основного капіталу та виступити чинником економічного зростання тільки у вигляді цільового фінансування ресурсами міжнародних інститутів у рамках проєктів і прог-



рам економічного розвитку. Щоправда, більшість МФО також орієнтується на прибуток, що в умовах економічного спаду обмежує пропозицію і таких ресурсів.

Водночас внутрішні інвестиції реагують на появу умов для економічного зростання у країні більш оперативно. З цієї причини іноземний капітал, що надходить у вигляді прямих інвестицій, не здатний повністю витіснити з ринку внутрішні інвестиції, а отримує перевагу, коли потенціал внутрішніх інвестицій переважно вичерпаний. Така ситуація виникає, коли досягнуто межі зростання потенційного ВВП. У цей момент фінансування економічного зростання за рахунок іноземного капіталу спричинює перевищення реального ВВП над потенційним, тобто призводить до перегріву економіки, однією з ознак чого може бути кредитний бум.

Проявом такої ситуації виступає порушення балансу приросту інвестицій та заощаджень в економіці. Період експансивного інвестування за підтримки іноземного капіталу в Україні припав на 2004–2008 рр. та 2011–2013 рр. Саме в період 2005–2013 рр. спостерігалось збільшення темпів приросту внутрішніх інвестицій та зменшення темпів приросту внутрішніх заощаджень. Тому приплив капіталу в зазначені періоди призвів до розбалансування внутрішньої системи заощаджень та інвестицій, що мало негативні наслідки через підтримку рівня споживання, збільшення обсягів імпорту та накопичення зовнішньої заборгованості, не забезпечених формуванням чинників структурного економічного зростання.

Слід зазначити, що підвищення рівня фінансової відкритості України у 2004–2008 рр. забезпечило швидше кількісне поглиблення, ніж якісний розвиток фінансового сектора в частині підвищення його інституційної спроможності. В цей період і до початку кризи 2008 р. фінансовий сектор відігравав у економічному піднесенні країни стимулюючу роль. Беручи до уваги значні темпи приросту протягом 2004–2008 рр. обсягів внутрішнього кредиту (у 10 разів до пікового значення 338,4 млрд грн) та заощаджень у фінансовому секторі (приріст скоригованих валових заощаджень у 4,5 рази до 264,9 млрд грн), можна відзначити помітне підвищення у цей період ролі фінансового сектора у нагромадженні в економіці фінансових ресурсів. При цьому в 2007–2008 рр. значну частку серед джерел нагромадження становили зовнішні запозичення (25,4%), які здебільшого залучались через фінансовий сектор.

Разом із тим обмежений розвиток інституціонального середовища та структурно-функціональної спроможності фінансового сектора України проявилися під впливом двох фінансово-економічних криз у 2008 р. та 2014–2015 рр. Вагомим їх наслідком в Україні слід визнати відплив капіталу з фінансового сектора та переведення його в іноземну валюту. Причиною цього процесу стала інституційна слабкість фінансового сектора, що не міг забезпечити збереження акумульованих заощаджень від ризиків інфляції та девальвації, а фінансові установи – від масового банкрутства.

Такі особливості переважно негативного впливу припливу іноземного капіталу на економіку України значною мірою були визначені наперед недоформованим інституціональним середовищем фінансового сектора [9, с. 496]. Є підстави стверджувати, що фінансова відкритість чинить позитивний вплив на економічне зростання переважно в тих країнах, де вдалось запобігти негативним проявам фінансових криз та сформувати сильні інститути та розвинені фінансові ринки [10, с. 146].

Причина обмеженого впливу МПК на якісний розвиток фінансового сектора та економічне зростання полягає в тому, що він визначається наявними параметрами фінансового сектора країни. Саме тому в транзитивних економіках, де рівень розвитку фінансового сектора є низьким, рух МПК повинен бути раціонально підпорядкований параметрам розвитку її фінансових ринків. Інституційний зміст раціонального вибору

полягає в тому, що останній виступає інструментом суб'єктивізації наслідків лібералізації відповідно до своєї фундаментальної соціальної функції [22, с. 65].

Зважаючи на прерогативу підтримки наздоганяючого розвитку транзитивних економік, фінансова відкритість повинна сприяти структурно-функціональному розвитку фінансових ринків. Але такий варіант слід визнати ідеальним випадком, що на практиці не зустрічається, оскільки будь-яка країна, навіть із найбільш розвиненими ринками, вимушена вдаватися до фінансових рестрикцій та обмежень на рух капіталу в межах власної юрисдикції на етапах, коли наявні структурні параметри фінансового сектора або макросередовища створюють загрозу економічній стабільності, а зростаючі обсяги МПК їх фіксують або посилюють.

Саме тому рух до фінансової відкритості повинен бути підпорядкований темпам формування структурно-повноцінного фінансового сектора країни, а політика фінансової лібералізації має бути похідною відносно до політики економічного розвитку країни. Без регулювання МПК реалізація завдань такої політики може бути суттєво ускладнена [23]. Залежність політики фінансової лібералізації від стану розвитку інституційної спроможності національного фінансового сектора посилює зворотний зв'язок економічного розвитку та фінансової відкритості. Тенденції економічного зростання та зміцнення фінансового сектора країни посилюють перспективи реалізації продуктивних ефектів підвищення фінансової відкритості.

### Висновки

Детермінація взаємозв'язків фінансової відкритості та розвитку малих сировинних економік з нерозвиненим інституціональним середовищем фінансового сектора дають змогу визначити основні суперечності впливу фінансової відкритості, що полягають у наявності очевидних проявів контрпродуктивних ефектів через накопичення чинників системного ризику, зокрема, підвищення волатильності та концентрації фінансових ринків, надмірної валютизації, розгортання кредитних бумів та втечі капіталу, при обмежених проявах продуктивних ефектів у вигляді розширення та здешевлення фінансово-ресурсної бази, диверсифікації ризику ліквідності банківської системи, інвестиційної підтримки наздоганяючого економічного розвитку.

При цьому визначальну роль відіграє момент макроекономічної динаміки, що виступає чинником припливу капіталу по відношенню до середньої дохідності капіталу, нормативної фінансової відкритості та рівня інституціонального розвитку. Це дає підстави визначити вплив іноземних інвестицій, у т.ч. і прямих, як таких, що у випадку малих сировинних економік здатні поглибити наявні економічні процеси, але обмежено стимулюють наздоганяючий розвиток, переважно концентруючись на високодохідних ринках фінансових активів, підприємствах первинного сектора економіки та високонадійних інструментах державного боргу. Таким чином фінансова відкритість фіксує наявну структуру економіки, посилює структурні диспропорції та проциклічний вплив і формує системні загрози фінансової нестабільності.

Результати проведеного дослідження впливу МПК на економічний розвиток дають підстави сформулювати контртезу по відношенню до концепції корисності фінансової відкритості – про те, що для сприяння розвитку перспективних галузей, проектів або інфраструктури міжнародний капітал потрібно спрямовувати в рамках відповідних заходів політики контролю за рухом капіталу та програм економічного розвитку. Лише в такому випадку реалізується перспектива позитивного впливу МПК на підтримку стійкого економічного зростання.

При цьому роль уряду у структуруванні та регулюванні реалізації національних потреб щодо іноземних інвестицій та економічного зростання є вирішальною. 3



огляду на це розроблення режимів інвестиційної політики має орієнтуватися не на збільшення обсягів припливу іноземного капіталу, а на ретельну оцінку наслідків та фінансових ефектів з урахуванням наявних та перспективних точок зростання, поточної макроекономічної динаміки та інституційної спроможності фінансового сектора.

### References

1. Obstfeld, M. (1994). Risk-Taking, Global Diversification, and Growth. *American Economic Review*, 84 (5), 1310-1329.
2. Grossman, G., Helpman, E. (2018). Growth, Trade, and Inequality. *Econometrica*, 86 (1), 37-83. <https://doi.org/10.3982/ECTA14518>
3. Levine, R., Zervos, S. (1998). Stock Market Development and Long-Run Growth. *The World Bank Economic Review, Policy Research Working Paper*, 1582. <https://doi.org/10.1596/1813-9450-1582>
4. Gourinchas, P.O., & Jeanne, O. (2006). The elusive gains from international financial integration. *The Review of Economic Studies*, 73(3), 715-741. <https://doi.org/10.1111/j.1467-937X.2006.00393.x>
5. Rodrik, D. (1998). Who needs capital-account convertibility? *Essays in International Finance*, 55-65.
6. Stiglitz, J., Rashid, H. (2016). Closing Developing Countries' Capital Drain. Project Syndicat. Retrieved from <https://www.project-syndicate.org/commentary/developing-countries-capital-outflows-by-joseph-e-stiglitz-and-hamid-rashid-2016-02?barrier=accesspaylog>
7. Koziuk, V. (2017). Monetary regimes and macro-financial vulnerability in commodity economies. *Svit finansiv – The world of finance*, 1, 58-73 [in Ukrainian].
8. Korablin, S. (2017). Macroeconomic dynamics of Ukraine: the trap of commodity markets. Institute for economics and forecasting, NAS of Ukraine. Kyiv [in Ukrainian].
9. Snizhko, O. (2009). Financial development of transformation economies. Structural and functional analysis. Kyiv: Kyjivsjkyj universytet [in Ukrainian].
10. Shapoval, J. (2017). Liberalization of the financial sector: experience and lessons learned from reforms. *Internauka – Internauka*, 1 (2), 139-147 [in Russian]. <https://doi.org/10.25313/2520-2057-2017-1-1937>
11. Vorobiov, Yu. (2001). Theoretical basis of financial capital of enterprises. *Finansy Ukrainy – Finance of Ukraine*, 7, 62-69 [in Ukrainian].
12. Private capital flows to developing countries: the road to financial integration - summary. A World Bank policy research report. Washington DC: World Bank Group. Retrieved from <http://documents.worldbank.org/curated/en/286201468139770128/Private-capital-flows-to-developing-countries-the-road-to-financial-integration-summary>
13. Kose, M., Prasad, E., Rogoff, K., Wei, S. (2006). Financial globalization: a reappraisal. IMF Working Paper, WP/06/189. <https://doi.org/10.5089/9781451864496.001>
14. Christiansen, H., Pigott, C. (1997) Long-term Interest Rates in Globalized Markets. *OECD Working Paper Series*. Retrieved from <http://econpapers.repec.org/paper/oeccecoaaa/175-en.htm>
15. Agénor, P.R. (2001). Benefits and costs of international financial integration: theory and facts. *Policy Research Working Paper*, WPS 2699. Washington, DC: World Bank. <https://doi.org/10.1596/1813-9450-2699>
16. Lucas, R.E. (1990). Why doesn't capital flow from rich to poor countries? *The American Economic Review*, 80(2), 92-96.
17. Masahiro, K., Urata, S. (1996). Trade Imbalances and Japanese Foreign Direct Investment: Bilateral and Triangular Issues. *Discussion Paper Series*. Institute of Social Science, University of Tokyo.
18. Albuero, F., Bautista, C. and Gochoco, M. (1992). Pacific Direct Investment Flows into ASEAN. *ASEAN Economic Bulletin*, 8: 3, 284-308. <https://doi.org/10.1355/AE8-3C>



19. Damoeei, J. and Tavakoli, A. (2006). The Effects of Foreign Direct Investment and Imports on Economic Growth: A Comparative Analysis of Thailand and the Philippines (1970-1998). *The Journal of Developing Areas*, 39: 2, 79-100. <https://doi.org/10.1353/jda.2006.0002>
20. Damgaard, J., Elkjaer, T., Johannesen, N. (2019). The Rise of Phantom Investments. *Finance & Development*, 56 (3). Retrieved from <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2019/09/the-rise-of-phantom-FDI-in-tax-havens-damgaard.htm>
21. Zymovets, V. (2010). State financial policy of economic development. Institute for economics and forecasting, NAS of Ukraine. Kyiv [in Ukrainian].
22. Yaremenko, O., Pankratova, O. (2007). Institutions and economic freedom of economic entities. *Ekon. teor. – Economic theory*, 3, 56-71 [in Ukrainian].
23. Furceri, D., Loungani, P. (2015). Capital Account Liberalization and Inequality. *IMF Working Papers*, 15/243. <https://doi.org/10.5089/9781513531083.001>

Надійшла до редакції 27.01.2020 р

Прорецензовано 25.02.2020 р.

Підписано до друку 19.03.2020 р.

**Бублик Е.А.**, канд. екон. наук  
старший научный сотрудник  
ГУ "Институт экономики и прогнозирования НАН Украины"  
ORCID 0000-0002-6080-9341  
e-mail: bubl13@gmail.com

## ВЗАИМОСВЯЗЬ ФИНАНСОВОЙ ОТКРЫТОСТИ И ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА

Обобщены современные подходы к теоретическому обоснованию взаимосвязи финансовой открытости и экономического роста развивающихся экономик. Проанализированы эмпирические данные в отношении проявления эффектов финансовой открытости, в частности содействия притоку в развивающиеся экономики иностранного капитала и его влияния на структурные преобразования, развитие рыночных институтов и формирование факторов системного риска. Обобщены закономерности распределения инструментов движения капитала в зависимости от уровня развития институтов финансового сектора. Идентифицировано влияние фактора процентных ставок на направление и характер перераспределения международных потоков капитала. Отмечено мощное деформирующее влияние потоков капитала на финансовые рынки с недоразвитой институциональной средой.

В результате проведенного анализа выявлено, что в условиях "новой нормальности", характеризующейся увеличением объемов свободного движения волатильных потоков капитала, повышение уровня финансовой открытости – вопреки теоретическим положениям – непосредственного притока иностранного капитала не вызывает. В то же время привлечение иностранного капитала на свободной, нерегулируемой основе на развитии экономики сказывается ограниченно, преимущественно финансируя только уже существующие, хорошо функционирующие, высокодоходные рынки и отрасли. Не соответствует современным реалиям и подход к оценке прямых иностранных инвестиций как наиболее эффективных и менее волатильных инструментов привлечения иностранного капитала. В современных условиях прямые иностранные инвестиции поступают в реальный сектор только в небольшом количестве, преимущественно они локализируются в высокодоходных сегментах финансовых рынков и используются для уклонения от налогообложения.

Отсутствие прямой зависимости объемов движения международных потоков капитала от спреда доходности капитала и уровня финансовой открытос-



ти дает основания сделать вывод, что, помимо классических факторов, драйвером притока иностранного капитала выступает положительная экономическая динамика страны-реципиента и наличие высокодоходных рынков. При этом признаки устойчивого экономического роста или спада сами по себе вызывают приток или отток капитала из страны, а наличие развитого финансового сектора уменьшает риски нестабильности и повышает инвестиционную составляющую финансовой открытости. Эти условия формируют обратную связь между макроэкономической динамикой, уровнем развития институциональной среды и изменением уровня реальной финансовой открытости экономики.

**Ключевые слова:** экономический рост, инвестиции, потоки капитала, финансовая открытость, финансовый сектор

**Y. Bubyk, Ph.D. in Economics**

Senior Researcher

Institute for Economics and Forecasting, NAS of Ukraine

ORCID 0000-0002-6080-9341

e-mail: bubl13@gmail.com

## **THE INTERACTION OF FINANCIAL OPENNESS AND ECONOMIC GROWTH**

*The article summarizes current approaches to the theoretical substantiation of the effects of financial openness on emerging economies. The empirical data on the verifying financial openness effects, in particular the promotion of capital inflows into emerging economies and their productive development in the context of globalization processes, are analyzed. An attempt has been made to identify the influence of the interest rate factor on the direction of the redistribution of international capital flows. Generalized the patterns of the distribution of capital movement instruments depending on the level of development of financial institutions and signs of the capital flows' strong deformation impact on financial markets with underdeveloped institutional environment.*

*As a result of the analysis, it was found that under the conditions of the "new normality", characterized by an increase in the volume of free movement of volatile capital flows, an increase in the level of financial openness, contrary to theoretical provisions, does not directly cause the inflow of foreign capital. At the same time, attracting foreign capital on a free, unregulated basis has a limited impact on economic development and mainly finances only the existing, well-functioning, high-yield markets and industries. Contemporary realities and the approach to the evaluation of foreign direct investment as the most effective and less volatile instruments of attracting foreign capital do not correspond to the current state of things. In today's context, only a small part of the FDI arrive into the real sector, while the bulk of them are localized in high-yield segments of the financial markets and used for tax evasion.*

*The lack of direct dependence of international capital flows on the spread of capital yields and the level of financial openness leads to the conclusion that, in addition to the classical factors, the drivers of foreign capital inflow include positive economic dynamics of the recipient country and presence of high-yield markets. At the same time, signs of sustainable economic growth or recession by themselves encourage capital inflow or outflow from the country. At the same time, the presence of a developed financial sector reduces the risks of instability and increases the investment component of financial openness. These conditions form an inverse relationship between macroeconomic dynamics, the level of development of the institutional environment and the change in the level of real financial openness of the economy.*

**Keywords:** economic growth, investments, capital flows, financial openness, financial sector