



## Центр социально-экономических исследований

Марек Домбровски

### Перспективы либерализации счета финансовых операций в Украине<sup>1</sup>

#### 1. Недостатки существующего режима валютного регулирования

В коротких словах, актуально существующий режим валютного регулирования можно охарактеризовать следующим образом: полная либерализация счета текущих операций, согласно стандартам Статьи 8 устава МВФ и далеко идущие ограничения в свободе трансграничных финансовых операций (*capital account restrictions*).

На самом деле, фактическая картина гораздо более сложная. Во-первых, до 2005 г. существовала обязательная продажа 50% экспортной выручки, которую можно обоснованно считать как ограничение свободы торговых (т.е. текущих) операций. Во-вторых, существование широкого перечня ограничений на перевод капитала усложняет, косвенным образом, полную свободу транзакций по текущему счету. Экономические субъекты, реализующие такие транзакции, например, экспорт и импорт услуг, трансферты дивидендов, процентных платежей и т.п., вынуждены доказывать в банках, налоговых и контрольных органах их подлинность (т.е., что они не являются скрытым способом вывоза или ввоза капитала). Все это повышает транзакционные издержки в международной торговле и делает украинские предприятия менее конкурентоспособными, а также накладывает на банки дополнительную бюрократическую нагрузку.

Что касается самого счета финансовых операций, перечень ограничений включает полный набор трансграничных операций финансового рынка, в том числе: покупку и продажу ценных бумаг (акций и облигаций, а также инструментов инвестиционных фондов), операции на денежном и валютном рынке, операции на деривативах, прямые иностранные инвестиции (особенно украинских резидентов за рубежом), покупку недвижимости, приобретение и выдачу кредитов и гарантий, открытие банковских счетов за рубежом, размещение активов инвестиционных фондов на внешних рынках, и т.п.

Не входя в детали отдельных правовых норм и конкретных ограничений, их можно охарактеризовать следующим образом:

- Многочисленность ограничений и их низкая совокупная прозрачность. Отсутствует один закон, регулирующий транзакции по счету финансовых операций. Действуют правовые акты разного уровня, изданные в разное время<sup>2</sup>,

---

<sup>1</sup> Автор благодарен Владимиру Грынову и Никите Михайличенко за аналитическую поддержку в подготовке нынешнего меморандума.

<sup>2</sup> Основным нормативным актом является Декрет Кабинета Министров № 15-93 от 19 февраля 2003 года «Про систему валютного регулирования и валютного контроля».

в том числе многочисленные подзаконные акты (например, инструкции НБУ). В общем, получается сложная, запутанная картина действующего режима валютного регулирования.

- Во многих регуляциях отсутствует четкая взаимная логика. Например, банкам разрешается свободное приобретение именно краткосрочных зарубежных кредитов сроком до 1 года, без регистрации в НБУ. С другой стороны, Постановлением НБУ № 291 от 12 августа 2005 г. введены обязательные беспроцентные депозиты в НБУ (своего рода косвенный налог) в размере 20% краткосрочных кредитов (сроком до 180 дней), полученных резидентами в иностранной валюте от нерезидентов. Целей этого инструмента являлась попытка приостановить приток так называемого спекулятивного капитала.
- Многие ограничения можно легко обходить, при этом вполне легальным способом. Это касается, например, выше упомянутых депозитов от краткосрочных кредитов (кредитный договор на срок выше 180 дней, который можно досрочно расторгнуть).
- Двойная асимметрия валютных ограничений. Во-первых, более ограничений существует на вывоз, чем ввоз капитала (на самом деле, нужна здесь симметрия, так как инвесторы могут не захотеть ввозить капитал, при отсутствии свободы его вывоза). Во-вторых, более ограничений касается резидентов, чем нерезидентов.
- Отсутствие единого регулятора. Хотя НБУ играет основную роль в процессе регулирования движения капитала, определенными полномочиями в этой сфере наделены также Государственная комиссия по ценным бумагам и фондовому рынку (ГКЦБФР), Государственная комиссия по регулированию рынков финансовых услуг Украины (ГКРРФУУ), а также региональные органы власти (регистрация прямых иностранных инвестиций).
- Вся система регулирования основана на индивидуальных административных инструментах (типа валютные лицензии), что само по себе чревато волюнтаризмом и непрозрачностью принимаемых решений.

Действующая система валютных ограничений много раз доказала свою неэффективность в регулировании потоков капитала, как в Украине, так и в других странах. Достаточно вспомнить 1997-1999 годы, когда она не была в состоянии задержать панического оттока капитала или последние два года, когда предпринимались попытки ограничить спекулятивный приток капитала. Похож и опыт других стран, в том числе новых членов ЕС в конце девяностых годов, России или стран Юго-Восточной Азии.

Кроме макроэкономической неэффективности действующая система наносит вред и в других областях. Она создает:

- плохой внешний имидж Украины как закрытой страны
- дополнительный барьер для иностранных инвестиций
- барьер для международной интеграции и внутреннего развития украинского финансово сектора; без полного открытия этого сектора невозможно

существенно увеличить количество игроков на внутреннем финансовом рынке, обеспечить появление новых финансовых продуктов, увеличение капитала украинских банков и других финансовых институтов, повысить уровень конкуренции, качества и надежности услуг, и т.п.

- дополнительные транзакционные издержки для всей экономики (в том числе также для текущих операций – смотри выше)
- дискриминацию малого и среднего бизнеса (крупному бизнесу всегда легче получить нужные лицензии или обходить действующие ограничения)
- сильный стимул для лоббирования и коррупции.

## **2. Международный опыт: аргументы «за» и «против»**

За последние 30 лет сильно выросло количество стран, которые придерживаются принципа свободного движения капитала. На сегодняшний день более чем 60 стран вполне открыло счета финансовых операций. Эта группа включает все страны-члены Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР), все страны-члены Евросоюза, а также много развивающихся стран.

Процесс либерализации движения капитала тесно связан с растущей интеграцией международных финансовых рынков, т.е. финансовой глобализацией. Главные составляющие этого процесса это:

- Развитие международной торговли
- Либерализация банковского и других сегментов финансового сектора
- Глобальная экспансия крупных транснациональных финансовых корпораций
- Приватизация банков и других финансовых институтов в развивающихся и переходных странах с участием этих корпорации
- Растущий уровень финансового образования участников хозяйственной жизни и общества в целом
- Технический прогресс в области транспорта, связи, информационных технологий, и т.п.

Главным движущей силой этого процесса является, однако, последний фактор, т.е. технический прогресс, который позволяет сильно снизить транзакционные издержки и, в результате того, увеличить международную мобильность капитала, очень часто вопреки существующим формальным ограничениям.

Среди экономистов и практиков экономической жизни нет единого мнения на счет общего баланса потенциальных выгод и рисков, связанных с либерализацией движения капитала. В качестве аргументов «за» приводится:

- Необходимость импорта внешних сбережений в страны, у которых их внутренние источники являются недостаточными для обеспечения высоких темпов экономического роста.

- Улучшение международного размещения ресурсов
- Углубление финансовых рынков как международных, так и в отдельных странах; в развивающихся странах или в странах с переходной экономикой невозможно этого сделать без участия внешних инвесторов
- Практические проблемы в разграничении «хорошего» и «плохого» движения капитала. Очень часто пробуются оценивать долгосрочные капиталовложения (особенно прямые иностранные инвестиции) как однозначно положительный фактор, а краткосрочные потоки «спекулятивного» капитала как рискованные для экономики данной страны. На самом деле, жизнь является более сложной. Во-первых, любой инвестор стремится к максимизации отдачи и готов воспользоваться возможностями рыночного арбитража (и в том смысле является он «спекулянтом»). Во-вторых, многие инвесторы (особенно финансовые) вынуждены дифференцировать свои инвестиционные портфели, с точки зрения их ликвидности и рисков. В результате они не могут вкладывать денег лишь только в долгосрочные проекты и инструменты. В-третьих, в условиях ликвидного рынка можно достаточно легко выйти с долгосрочного инвестиционного проекта. С другой стороны, можно многократно обновлять краткосрочные вложения.
- Технические трудности в осуществлении контроля движения капитала. Современные финансовые рынки предоставляют широкий набор инструментов, при помощи которых можно довольно легко «обходить» даже самые жесткие запреты и ограничения. Это касается как чисто административных барьеров, так и квази-финансовых (например, чилийский опыт с беспроцентными депозитами от краткосрочных транзакций).
- Наличие ограничений в движении капитала не помогает строить репутации страны как открытой для иностранных инвесторов. Дополнительные ограничения во время кризиса или в предкризисной ситуации могут лишь только спровоцировать панику на финансовом рынке.
- Дисциплинирующий характер свободного движения капитала. Экономическая политика любой страны должна считаться с ее оценкой на международных финансовых рынках.

В качестве аргументов и обстоятельств «против» учитывается:

- Рост макроэкономической уязвимости страны, которая открывается на свободное движение капитала, особенно в случае неблагоприятных внешних шоков.
- Макроэкономические риски, связанные с либерализацией, растут в случае отсутствия устойчивого макроэкономического равновесия. Имеется в виду, в первую очередь, высокую инфляцию, высокий бюджетный дефицит, растущий государственный долг, высокий дефицит текущего счета платежного баланса, недостаточный уровень валютных резервов и др.
- Слабый банковский и корпоративный сектор ограничивает потенциал эффективной абсорбции внешних средств. Если некачественные финансовые

институты или предприятия пользуются явными или скрытыми гарантиями со стороны правительства (мягкие бюджетные ограничения), они могут привлекать чрезмерные финансовые потоки из-за рубежа, а иностранные инвесторы могут быть готовы давать им деньги. Результатом является обычно финансовый кризис.

- Слабый банковский и финансовый надзор увеличивает вероятность развития событий по сценарию представленному в предыдущем абзаце.
- «Гибридный» (промежуточный) режим денежной политики, т.е. режим, в рамках которого центральный банк пробует управлять денежными агрегатами и валютным курсом, значительно увеличивает риск финансового кризиса в условиях либерализации движения капитала (так называемый невозможный треугольник).

В общем, на основе выше проведенного обзора аргументов можно сделать следующие выводы:

- Если страна уже продвинулась на пути либерализации счета финансовых операций, а ее экономика является достаточно открытой, нет смысла продолжать рестрикции, а тем более их усиливать. Это наверно не поможет укрепить макроэкономическую и финансовую стабильность, а только повредит репутации страны. Экономические субъекты будут вынуждены нести дополнительные транзакционные издержки, а те из них, которые будут сильно заинтересованы «обходить» существующие ограничения, смогут это сделать.
- Если страна только начинает либерализацию, появляется вопрос темпов этого процесса и правильной очередности принимаемых шагов. Обычно рекомендуется начинать либерализацию с долгосрочных транзакций, а заканчивать ею освобождением из-под контроля краткосрочных операций. Каждый очередной шаг должен быть, по мере возможности, симметрическим, т.е. в равной степени либерализовать ввоз и вывоз капитала. Весь процесс должен быть четко заранее спланирован и осуществлен в достаточно короткие сроки, т.е. несколько лет, так чтобы избежать замораживания промежуточного режима на долгое время.

### **3. Рекомендации для Украины**

Ситуация в Украине созрела до принятия стратегического решения о либерализации движения капитала уже в ближайшее время. Оно требует, в первую очередь, принятия нового закона о валютном регулировании, который заменит действующую правовую базу в этой сфере. Новый закон должен принять за основу принцип свободного движения капитала и отсутствие любых валютных рестрикций как конечную модель, со сроком полной реализации не более трех лет. Столько нужно приблизительно времени, чтобы создать соответствующие условия для свободного движения капитала в области совершенствования банковского и финансового надзора и изменения денежного режима (смотри ниже). Одновременно, учитывая логику постепенной сбалансированной либерализации (смотри выше), переходные нормы закона могли бы давать НБУ полномочия осуществлять валютный контроль по четко определенному перечню краткосрочных операций на срок не больше трех лет. Операции фондового рынка, прямые иностранные инвестиции, покупка недвижимости

под инвестиции, долгосрочные кредиты и т.п. должны быть освобождены из-под контроля раньше, лучше всего, со дня вхождения нового закона в действие.

Наряду с валютным законодательством нужен пересмотр и других нормативных актов, с точки зрения наличия в них рестрикции для трансграничных операций или дискриминации нерезидентов. Это касается, например банковского, страхового, и земельного законодательства, законов об инвестиционных и пенсионных фондах, о рынке ценных бумаг, по отдельным отраслям. Все эти ограничения и признаки дискриминации надо последовательно убрать. Такой подход приблизит Украину к стандартам свободного движения капитала в Евросоюзе.

Для обеспечения успешного результата либерализации, необходим ряд сопровождающих мер, прежде всего:

- Совершенствовать работу банковского и финансового надзора, обеспечив его способность мониторинга международных транзакций и использования современных финансовых инструментов, в том числе разного типа деривативов
- Полное применение международных стандартов бухгалтерского учета в финансовом и корпоративном секторе
- Совершенствование статистики платежного баланса и системы отслеживания трансграничных финансовых потоков (речь идет здесь о мониторинге макроэкономических агрегатов, а не индивидуальных сделок, как в случае банковского и финансового надзора)
- Полное применение международных стандартов информационной прозрачности правительства и НБУ
- Выход из «гибридного» режима денежной политики в сторону либо инфляционного таргетирования при свободно плавающем курсе, либо постоянно фиксированного курса, при отсутствии внутренней денежной политики. Второй режим можно ввести достаточно быстро, и он не будет радикально отличаться своей инструментальной логикой от типа промежуточного режима, который работал в течение последних 6 лет. В свою очередь, введение режима инфляционного таргетирования требует более революционных изменений в инструментах денежной политики, принципах работы валютного и денежного рынков, внутренней организации самого НБУ, развития его статистической, аналитической и прогностической базы, изменения информационных стандартов и т.п. Для этого требуется как минимум 2-3 года.
- Проведение ответственной денежной и фискальной политики ориентированных на достижение бюджетной сбалансированности, ограничение относительных размеров госдолга и снижение инфляции.

Киев, 9 марта 2006 г.