Наукове видання

Богдан Тетяна Петрівна
Олійник Олег Миколайович
Редзюк Євген Васильович
Сльозко Олена Олександрівна
Терещенко Світлана Валентинівна
Шаров Олександр Миколайович
Шпенюк Ольга Євгенівна

**ВПЛИВ ГЛОБАЛЬНИХ ФІНАНСІВ
НА ВАЛЮТНО-ФІНАНСОВУ СИСТЕМУ УКРАЇНИ**

Колективна монографія
за редакцією д-ра екон. наук, Богдан Т.П.

Редактори *Т.П.Тацій, І.І.Бажал*
Оригінал-макет *С.В.Чимбай*

Підписано до друку 05.06.2017 р.
Формат 60 х 90/16. Гарнітура Arial Norrow.
Ум. друк. арк.22,25 Обл.-вид. арк.19,3.
Наклад 300 прим. Замовлення №

Поліграфічна дільниця ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України»
вул. Панаса Мирного, 26, м. Київ, 01011

**НАЦІОНАЛЬНА АКАДЕМІЯ НАУК УКРАЇНИ
ДУ «ІНСТИТУТ ЕКОНОМІКИ ТА ПРОГНОЗУВАННЯ
НАН УКРАЇНИ»**

ВПЛИВ ГЛОБАЛЬНИХ ФІНАНСІВ НА ВАЛЮТНО-ФІНАНСОВУ СИСТЕМУ УКРАЇНИ

За редакцією д-ра екон. наук Т.П. Богдан

Київ – 2017

УДК [339.9:339.7]:336.743(477)
ББК 65.268(4Укр)
В80

Автори:
Богдан Т.П. (р. 1, пп. 1.1, 1.2, 1.4, р. 5), Шаров О.М. (р. 2, пп. 2.1, 2.2, 2.4, 1.1), Сльозко О.О. (р. 4, 1.1), Редзюк Є.В. (пп. 1.1, 1.3, р. 3), Олійник О.М. (р. 6, п. 1.1) , Шпенюк О.Є. (пп. 2.3, 2.5), Терещенко С.В. (п. 2.1).

Рецензенти:
д.е.н. С.О. Кораблін (ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України» – Київ);
д.е.н. В.В. Зимовець (ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України» – Київ);
чл.-кор. НААН України Т.О. Осташко (ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України» – Київ);
д.е.н., проф. В.В. Корнєєв (Державний науково-дослідний інститут інформатизації та моделювання економіки – Київ);
к.е.н. Д.В. Твердохлібова (ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України» – Київ).

Затверджено до друку Постановою Вченої ради ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України» від 05 грудня 2016 р. №136

В80 **Вплив глобальних фінансів на валютно-фінансову систему України** : монографія / [Богдан Т.П., Шаров О.М., Сльозко О.О. та ін.] ; за ред. д-ра. екон. наук Т.П.Богдан ; НАН України, ДУ «Ін-т екон. та прогнозув. НАН України». – Київ, 2017. – 356 с. : табл., рис.

ISBN 978-966-02-8233-9

Запропоновано методичні засади ідентифікації та оцінки впливу глобальних фінансів на валютно-фінансову систему України, отримано кількісні оцінки залежностей від глобальних чинників показників експортної виручки, вартості та обсягу залучення зовнішніх фінансових ресурсів, динамізму розвитку національного фондового ринку, темпів інвестиційної діяльності та зміни РЕОК гривні. Ідентифіковано канали впливу динамічних змін світової валютної системи на національну та виявлено механізми впливу надмірного боргового навантаження у розвинених країнах на стан міжнародних фінансів;розроблено науково-практичні пропозиції щодо управління ризиками державного боргу України. Подано оцінку здобутків та проблемних сфер двостороннього співробітництва України і Китаю, а також співробітництва з міжнародними фінансовими організаціями. Розроблено концептуальні засади валютної політики України, а також пропозиції щодо вдосконалення форм, методів та інструментів співпраці з Китаєм у фінансово-економічні сфері.

Монографія буде корисною для наукових співробітників, державних службовців, викладачів, аспірантів, які цікавляться проблематикою міжнародних фінансових відносин та розвитку валютно-фінансової системи України.

УДК [339.9:339.7]:336.743(477)
ББК65.268(4Укр)

ISBN 978-966-02-8233-9

© НАН України, 2017
© ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України», 2017

Розділ 3

Рис. 3.1. Капіталізація ринку акцій за регіонами світу, *млрд дол. США* 161
Рис. 3.2. Частка торгів облігаціями з негативною доходністю у загальному обсязі торгів на ринках конкретних країн, *%* 162
Рис. 3.3. Середня строковість державних облігацій з негативною доходністю в країнах ОЕСР, *років* 163
Рис. 3.4. Динаміка показників індексу зростання/падіння ринку цінних паперів України, *%* 167
Рис. 3.5. Показники середньоденного обороту світового валютного ринку (ВР) та капіталізації світового ринку цінних паперів (РЦП), *млрд дол. США* 177
Рис. 3.6. Вартість активів під управлінням інститутів спільного інвестування (ІСІ) та активів венчурних фондів в Україні, *млрд грн* 188
Рис. 3.7. Обсяг біржових контрактів з цінними паперами на організаторах торгівлі (за видом фінансового інструменту) протягом 2012–2016 рр. в Україні, *млрд грн* 189

Розділ 4

Рис. 4.1. Повернення-залучення позикових коштів МВФ Україною у 2008–2015 рр. 245
Рис. 4.2. Зобов'язання України щодо погашення та обслуговування позик МВФ 245

Розділ 5

Рис. 5.1. Динаміка індексу VIXі квартального приросту державного боргу «Великої сімки» у 2005–2013 рр. 258
Рис. 5.2. Динаміка глобального «апетиту до ризиків» (індексу VIX) та спреду EMBI Global у 2005–2014 рр. 259
Рис. 5.3. Макроекономічні та фіскальні компоненти приросту державного боргу України у 2014–2015 рр., *% до загального приросту боргу* 271
Рис. 5.4. Порівняння сум бюджетного дефіциту (правий стовпчик) з сумами рекапіталізації урядом банків і компаній 275

ПЕРЕЛІК РИСУНКІВ

Розділ 1
Рис. 1.1.Індекс світових цін на сировинні товари у доларах США за кварталами в 2000–2015 рр. 44
Рис. 1.2. Обмінний курс долара США до СПЗ та індекс ЮНКТАД доларових цін на мінерали, руди і метали 46
Рис. 1.3. Динаміка світових цін на сировинні товари і квартальна експортна виручка України у 2000–2014 рр. 48
Рис. 1.4. Обмінний курс долара США до СПЗ, вартісні обсяги експорту товарів з України та дефіцит торговельного балансу 49
Рис. 1.5. Залежність квартальної зміни індексу світових цін на сировинні товари від темпу девальвації (ревальвації) обмінного курсу долара США до євро 50
Рис. 1.6. Залежність квартальної зміни індексу світових цін на сировинні товари від темпу девальвації (ревальвації) обмінного курсу долара США до СПЗ 51
Рис. 1.7. Залежність експортної виручки України, *млрд дол. США*, від динаміки світових цін на сировинні товари, *% до 2000 р.* 52
Рис. 1.8. Залежність експортної виручки України, *млрд дол. США*, від динаміки світових цін на мінерали, руди і метали, *% до 2000 р.* 53
Рис. 1.9. Залежність експортної виручки України, *млрд дол. США*, від значень обмінного курсу долара США до євро 55
Рис. 1.10. Залежність між проведенням політики «кількісного пом'якшення» (QE 1-3) та динамікою провідного фондового індексу «S&P-500» 60
Рис. 1.11. Фінансові канали і механізми впливу глобальних факторів на стан ринку цінних паперів України 65
Рис. 1.12. Обсяги залучення іноземного позичкового капіталу та спред «EMBIG–Україна» у 2005–2014 рр. 81
Рис. 1.13. Валове нагромадження основного капіталу і нетто-зовнішні запозичення корпоративного сектора у 2004–2014 рр. 84
Рис. 1.14. Реальні відсоткові ставки за банківськими кредитами і нетто-приплив іноземного капіталу у 2004–2014 рр. 87

Розділ 2
Рис. 2.1. Класифікація монетарних війн 97

ЗМІСТ

ВСТУП 12

РОЗДІЛ 1. МЕТОДИЧНІ ЗАСАДИ ІДЕНТИФІКАЦІЇ ТА ОЦІНКИ ВПЛИВУ ГЛОБАЛЬНИХ ФІНАНСОВИХ ТРАНСФОРМАЦІЙ НА СТАН ВАЛЮТНО-ФІНАНСОВОЇ СИСТЕМИ УКРАЇНИ 19

1.1. Фінансові трансформації після глобальної кризи 2008–2009 рр. і новітні тенденції розвитку глобальних фінансів: ризики і перспективи для України *(Т.П. Богдан, О.М. Шаров, О.О. Сльозко, Є.В. Редзюк, О.М. Олійник)* 19
1.2. Ідентифікація та оцінка ефектів зміни курсової позиції долара США на світовому ринку та коливання світових цін на сировинні товари для вартісних обсягів національного експорту *(Т.П. Богдан)* 42
1.3. Фінансові канали і механізми впливу глобальних факторів на стан ринку цінних паперів України *(Є.В. Редзюк)* 57
1.4. Засади ідентифікації та оцінки впливу волатильності і спредів світового фінансового ринку на обсяги надходження іноземного капіталу та ключові параметри фінансової сфери України *(Т.П. Богдан)* 71

РОЗДІЛ 2. ТРАНСФОРМАЦІЯ МІЖНАРОДНОЇ ВАЛЮТНОЇ СИСТЕМИ ТА АДАПТАЦІЯ ВАЛЮТНОЇ ПОЛІТИКИ УКРАЇНИ ДО НОВИХ УМОВ ГЛОБАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ 91

2.1. Формування багатополярної валютної системи, поширення регіональних валют і трансформація Європейської валютної системи (*О.М. Шаров, С.В. Терещенко)* 91
2.2. Вплив трансформації світової валютної системи на валютно-фінансову систему України *(О.М. Шаров)* 106
2.3. Основні тенденції валютного курсоутворення у країнах, що розвиваються: сучасна практика та історичний досвід (*О.Є. Шпенюк)* 118
2.4. Рекомендації щодо вдосконалення національної системи валютного регулювання і валютного контролю в умовах глобальних трансформацій та реформування економіки України *(О.М. Шаров)* 134
2.5. Оцінка адекватності валютно-курсових процесів в Україні глобальним тенденціям та пропозиції щодо модифікації валютно-курсової політики в Україні (*О.Є. Шпенюк)* 147

РОЗДІЛ 3. ФУНКЦІОНУВАННЯ ФОНДОВИХ БІРЖ В УМОВАХ ГЛОБАЛІЗАЦІЇ ТА ШЛЯХИ АКТИВІЗАЦІЇ НАЦІОНАЛЬНОГО РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ *(Є.В. Редзюк)*.. **160**

3.1. Трансформація діяльності фондових бірж та феномен їх нестабільності ... 160
3.2. Вплив валютно-курсових чинників та грошово-кредитних важелів на динаміку фондових індексів ... 176
3.3. Домінуючі фактори впливу на стан вітчизняного ринку цінних паперів ... 186
3.4. Пропозиції щодо системного розвитку ринку цінних паперів України в умовах глобалізації ... 201

РОЗДІЛ 4. РЕФОРМУВАННЯ ДІЯЛЬНОСТІ МІЖНАРОДНИХ ФІНАНСОВИХ ОРГАНІЗАЦІЙ: ВИКЛИКИ І МОЖЛИВОСТІ ДЛЯ УКРАЇНИ (*О.О. Сльозко)* ... **213**

4.1. Модифікація ролі і функцій міжнародних фінансових організацій у посткризовий період ... 213
4.2. Результати та проблемні питання співробітництва України з МВФ, Світовим банком, ЄБРР ... 240
4.3. Стратегічні цілі та інструменти розвитку співробітництва між Україною і МФО в умовах системного реформування економіки України та зміни ролі МФО на світовій арені ... 246

РОЗДІЛ 5. ПРОБЛЕМИ БОРГОВИХ ЕКОНОМІК І ВАЖЕЛІВ УПРАВЛІННЯ ДЕРЖАВНИМ БОРГОМ В УМОВАХ НЕСТАБІЛЬНОСТІ *(Т.П. Богдан)* ... **255**

5.1. Напрями і механізми впливу боргового навантаження у розвинених країнах на стан міжнародних фінансів у посткризовий період ... 255
5.2. Проблеми державного боргу України та роль глобальних чинників у їх загостренні ... 266
5.3. Управління державним боргом України в умовах нестабільності ... 279

РОЗДІЛ 6. ЗОВНІШНЬОЕКОНОМІЧНА І ВАЛЮТНО-КРЕДИТНА ПОЛІТИКА КИТАЮ В КОНТЕКСТІ ГЛОБАЛЬНИХ ТРАНСФОРМАЦІЙ ТА ПЕРСПЕКТИВИ ЕКОНОМІЧНО-ФІНАНСОВОГО СПІВРОБІТНИЦТВА УКРАЇНИ І КИТАЮ *(О.М. Олійник)* ... **292**

Розділ 5.
Таблиця 5.1. Борг загального уряду в різних групах країн, середній рівень, *% ВВП* ... 256
Таблиця 5.2. Інвестиції держави, корпорацій і домогосподарств в єврозоні, *% ВВП* ... 263
Таблиця 5.3. Державний та гарантований державою борг України у 2012–2015 рр., *млн дол. США* ... 268
Таблиця 5.4. Приріст відносної величини державного і гарантованого державою боргу за компонентами у 2014, 2015 рр. ... 270
Таблиця 5.5. Індикатори боргової стійкості ... 272
Таблиця 5.6. Фінансові вливання держави в капітали банків і державних підприємств (установ) шляхом випуску ОВДП ... 274
Таблиця 5.7. Індикатори вразливості державних фінансів для країн з ринками, що формуються ... 286
Таблиця 5.8. Середні фіскальні витрати на виконання умовних зобов'язань ... 288

Таблиця 2.2. Співвідношення країн, що дотримуються різних режимів валютного курсу, *% від загальної кількості країн – членів МВФ,* станом на 30 квітня 2015 р. 119
Таблиця 2.3. Заходи втручання центральних банків розвинених країн і країн, що розвиваються 120
Таблиця 2.4. Темпи зростання економік країн Південно-Східної Азії у 1961–2015 рр. 126
Таблиця 2.5. Джерела економічного зростання Південної Кореї 127
Таблиця 2.6. Основні показники економічного зростання Південної Кореї у 1960–1989 рр. 129
Таблиця 2.7. Середні темпи зростання ВВП Тайваню 131
Таблиця 2.8. Середні темпи економічного зростання Сингапуру у 1960–2000 рр. 132
Таблиця 2.9. Основні «за» і «проти» заходів, які застосовував НБУ для стабілізації ситуації на валютному ринку в 2014–2015 рр. 149

Розділ 3.
Таблиця 3.1. Капіталізація ринку акцій за провідними регіонами світу станом на кінець грудня кожного року, *млрд дол. США* 160
Таблиця 3.2. Обсяги торгівлі облігаціями в регіонах світу, *млрд дол. США* 164
Таблиця 3.3. Розміри та структура фінансового ринку найбільш розвинених країн світу (США, країни Єврозони, Японія) в 2013 р., *трлн дол. США і % до ВВП* 179
Таблиця 3.4. Показники ринку цінних паперів України, *млрд грн* 187
Таблиця 3.5. Показники обсягів випуску акцій і облігацій підприємств, *млрд грн* 190
Таблиця 3.6. Співвідношення активів ринку цінних паперів України до ВВП 192
Таблиця 3.7. Ринкова капіталізація лістингових компаній найбільших економік світу, східноєвропейських країн і України за 2005–2015 рр., *млрд дол. США* 194
Таблиця 3.8. Ринкова капіталізація акцій найбільших 20 компаній на фондових біржах світу у 2009 р. та 2014 р., *млрд дол. США* 199
Таблиця 3.9. Завдання і пріоритети економічних реформ, які мають забезпечити відродження ринку цінних паперів в Україні 204

Розділ 4.
Таблиця 4.1. Формула розрахунку квот МВФ: можливості для країн, що розвиваються 233

6.1. Роль міжнародних фінансово-економічних і валютно-кредитних відносин у посиленні регіональної та міжнародної присутності Китаю 292
6.2. Результати фінансово-економічного співробітництва України і Китаю у період 2012–2015 рр.: здобутки та проблемні аспекти 312
6.3. Пропозиції щодо вдосконалення та активізації співпраці між Україною та Китаєм у фінансово-економічній сфері 330

ВИСНОВКИ ТА ПРОПОЗИЦІЇ 339

ПЕРЕЛІК ТАБЛИЦЬ 351

ПЕРЕЛІК РИСУНКІВ 354

INTRODUCTION ……..…….. 12

1. METHODOLOGICAL BASIS FOR IDENTIFICATION AND ESTIMATION OF THE IMPACT OF GLOBAL FINANCIAL TRANSFORMATIONS ON THE NATIONAL FINANCIAL SYSTEM..... 19

1.1. Financial transformations after the global crisis of 2008-2009 and recent trends of global finance development: risks and prospects for Ukraine *(T.P. Bogdan, O.M. Sharov, O.O. Slozko, Y.V. Redziuk, O.M. Oliynyk)* ……..... 19
1.2. Identification and estimation of the effects of changes of the US dollar exchange rate vis-à-vis major currencies and world commodity prices' fluctuations on the national exports (*T.P. Bogdan)* …… 42
1.3. Financial channels and mechanisms of the impact of global factors on the securities market of Ukraine *(Y.V. Redziuk)*..... 57
1.4. Basis for identification and estimation of the impact of volatility and spreads of the international financial market on the size of foreign capital inflows and on key parameters of the financial sector of Ukraine (*T.P. Bogdan)* …….…... 71

2. TRANSFORMATION OF THE INTERNATIONAL MONETARY SYSTEM AND ADAPTATION OF THE CURRENCY POLICY OF UKRAINE TO NEW CONDITIONS OF THE GLOBAL ECONOMY. 91

2.1. Formation of multi-polar currency system, dispersion of regional currencies and transformation of the European Monetary System (*O.M. Sharov, S.V. Tereshchenko)* …….... 91
2.2. Impact of the global monetary system transformations on the currency-financial system of Ukraine (*O.M. Sharov)*..... 106
2.3. Main trends of exchange rate formation in developing countries: current practices and historical experiences *(O.Y. Shpeniuk)*..... 118
2.4. Recommendations for improving the national system of currency regulation and currency control under global transformations and reforming the economy of Ukraine (*O.M. Sharov)*..... 134
2.5. Evaluation of correspondence of the exchange rate policy in Ukraine to global trends and proposals for modification of the Ukraine's exchange rate policy *(O.Y. Shpeniuk)* ……..... 147

Розділ 1.
Таблиця 1.1. Коефіцієнти парної кореляції обмінного курсу долара США та цінових індексів на сировину 47
Таблиця 1.2. Коефіцієнти парної кореляції цінових індексів на сировину та експортної виручки України 48
Таблиця 1.3. Коефіцієнти парної кореляції обмінного курсу долара США та експортної виручки України 49
Таблиця 1.4. Світовий ринок злиття і поглинання (M&A), *млрд дол. США*..... 62
Таблиця 1.5. Вимоги організаторів торгівлі до структури акціонерного капіталу лістингових емітентів 70
Таблиця 1.6. Кореляції спреду «EMBIG-Україна» зі змінними країнних ризиків..... 75
Таблиця 1.7. Модель спреду «EMBIG–Україна» із включенням змінної реального ВВП України 76
Таблиця 1.8. Модель спреду «EMBIG–Україна» із включенням змінної українського експорту 78
Таблиця 1.9. Модель спреду «EMBIG–Україна» із включенням змінної світових цін на сировину 79
Таблиця 1.10. Модель надходження довгострокового позичкового капіталу 81
Таблиця 1.11. Тест Грейнджера для темпів зростання ВВП і припливу іноземного позичкового капіталу 83
Таблиця 1.12. Матриця коефіцієнтів парної кореляції обсягів припливу іноземного позичкового капіталу 84
Таблиця 1.13. Модель валового нагромадження основного капіталу..... 85
Таблиця 1.14. Матриця коефіцієнтів парної кореляції реальних відсоткових ставок на фінансовому ринку України..... 86
Таблиця 1.15. Модель валового нагромадження основного капіталу..... 88
Таблиця 1.16. Матриця коефіцієнтів парної кореляції зміни реального обмінного курсу гривні 89
Таблиця 1.17. Модель динаміки РЕОК гривні 90

Розділ 2.
Таблиця 2.1. Динаміка частки валют у валютних резервах країн світу у 2000–2015 рр. 95

левову частку українського експорту до Китаю. Відзначено, що впродовж тривалого періоду між країнами зберігається низький рівень інвестиційної активності; водночас значну роль відіграють китайські кредити, які створюють умови для зростання експорту сільгосппродукції, розвитку інфраструктури та зміцнення енергетичної бази країни.

У результаті проведеного дослідження розроблено пропозиції щодо вдосконалення форм, методів та інструментів співпраці між Україною та Китаєм у фінансово-економічній сфері, зокрема щодо: кооперації, збільшення експорту української готової продукції, активізації участі України в проекті розбудови Шовкового шляху, співпраці в енергетичній галузі та галузі розвитку інфраструктури, співпраці у сфері запровадження «зелених технологій», реалізації спільних проектів у сільськогосподарській галузі, спільного виходу на європейські ринки, створення спільного Українсько-китайського банку розвитку, виходу українських компаній на ринок капіталу Китаю, співпраці у сфері валютних відносин.

3. FUNCTIONING OF THE STOCK EXCHANGES UNDER GLOBALIZATION AND WAYS OF NATIONAL SECURITIES MARKET ENHANCEMENT*(Y.V. Redziuk)* **..... 160**

3.1. Transformation of the stock exchanges and a phenomenon of their instability 160
3.2. Influence of exchange rate factors and monetary policy tools on the dynamics of stock indices.. 176
3.3. Dominant factors of influence on the domestic securities market's stance..... 186
3.4. Proposals for a systematic development of the securities market of Ukraine in the context of globalization. 201

4. REFORMING INTERNATIONAL FINANCIAL INSTITUTIONS: CHALLENGES AND OPPORTUNITIES FOR UKRAINE (*O.O. Slozko)***.....** 213

4.1. Modification of the role and functions of international financial institutions (IFIs) in post-crisis period..... 213
4.2. Results and problematic aspects of cooperation between Ukraine and the IMF, World Bank, EBRD 240
4.3. Strategic objectives and instruments of cooperation between Ukraine and IFIs in the context of systemic reforming of Ukraine's economy and changing of the role of IFIs on the global level..... 246

5. PROBLEMS OF DEBT ECONOMIES AND INSTRUMENTS OF DEBT MANAGEMENT IN CONDITIONS OF INSTABILITY (*T.P. Bogdan)* 255

5.1. Directions and mechanisms of influence of the debt burden in developed countries on international finance parameters through post-crisis period..... 255
5.2. Problems of public debt of Ukraine and the role of global factors in their deeping 266
5.3. Public debt management in Ukraine in conditions of instability... 279

6. FOREIGN ECONOMIC, MONETARY AND CREDIT POLICY IN CHINA UNDER THE GLOBAL TRANSFORMATIONS AND PROSPECTS FOR ECONOMIC AND FINANCIAL COOPERATION BETWEEN UKRAINE AND CHINA (*O.M. Oliynyk)*..... 292

6.1. Role of international financial, economic and monetary relations in the strengthening of China's position in regional and world economies..... 292

6.2. Results of financial and economic cooperation between Ukraine and China in the period of 2012-2015: achievements and problems 312
6.3. Proposals for improving and enhancing cooperation between Ukraine and China in the financial and economic area 330

CONCLUSIONS AND RECOMMENDATIONS 339

LIST OF TABLES..... 351

LIST OF FIGURES 354

структурні проекти як засіб вирішення енергетичних проблем країни, спосіб експорту китайських технологій та робочої сили. Доведено, що успішність інвестиційних інфраструктурних та енергетичних проектів в Китаї зумовлюється ефективністю державно-приватного партнерства, коли державні органи, окремі компанії та банківські установи спільно діють заради закріплення на закордонних, зокрема енергетичних, ринках.

Проаналізовано політику уряду Китаю щодо посилення використання китайського юаня в міжнародних розрахунках, кредитах, а також окреслено перспективи юаня як резервної валюти. Встановлено, що зростання обсягу розрахункових та кредитних операцій із застосуванням юаня є результатом цілеспрямованої, поступової та виваженої економічної політики уряду Китаю та Народного банку Китаю. Китайське керівництво вживає заходів для заохочення іноземних інвесторів вкладати кошти в китайську економіку, а також місцевих інвесторів для здійснення закордонних інвестицій з використанням китайського юаня. Дано оцінку стану зовнішньоекономічної політики України, зокрема зовнішньоторговельної, як стримуючого фактора розвитку країни, з огляду на постійне від'ємне сальдо торговельного балансу. В контексті розширення застосування китайського юаня в міжнародних валютно-кредитних операціях було представлено рекомендації для України у сфері співпраці між Україною та Китаєм щодо застосування валют країн в розрахунково-кредитних операціях, здійсненні спільних інвестицій та розвитку торговельно-економічних стосунків. Для посилення стабільності національної валюти було запропоновано конкретні рекомендації щодо розширення каналів застосування гривні та залучення іноземних інвесторів до інвестування в Україну із застосуванням національної валюти.

Авторами ретельно проаналізовано підсумки співпраці України та Китаю за період 2012–2015 рр. Зокрема, встановлено, що починаючи з 2013 р. між Китаєм і Україною триває зниження обсягу товарообороту, що є наслідком девальвації української національної валюти, водночас спостерігається збільшення частки Китаю в загальній структурі українського експорту; за період з 2012 р. по 2015 р. український експорт до Китаю посилив свою сировинну спрямованість, проте з певними змінами: у структурі українського експорту зросла частка зернових та олії, проте зменшилась частка експорту руди. Зазначено, що протягом 2014–2016 рр. Китай інтенсифікував власне виробництво продукції, що традиційно становить основу українського експорту: продукції чорної металургії, яка свого часу і забезпечувала

гацій внутрішньої позики з фіксованими ставками та довгострокових облігацій з плаваючими ставками, прив'язаними до темпів інфляції; б) збільшення частки гривневих зобов'язань і зобов'язань з тривалими термінами погашення боргу для мінімізації валютних ризиків і ризиків пролонгації боргу; в) включення до систем оцінювання боргових ризиків показників вразливості державних фінансів: валових потреб уряду в рефінансуванні боргу, спреду за облігаціями зовнішньої позики, частки боргових зобов'язань у власності нерезидентів, річного приросту частки короткострокового боргу; г) здійснення економічних і фінансових стрес-тестів для оцінки витрат і ризиків альтернативних стратегій управління боргом із включенням сценаріїв девальвації гривні, зростання відсоткових ставок за позиками, прийняття урядом умовних зобов'язань і погіршення макроекономічних показників України; д) проведення ряду законодавчих, регулятивних та фінансово-організаційних заходів для зменшення ризиків, пов'язаних з матеріалізацією умовних зобов'язань уряду.

За результатами науково-дослідницької роботи обґрунтовано ключові риси та особливості геоекономічної стратегії Китаю, які полягають в розробленні деталізованих принципів економічної та технологічної співпраці Китаю на міжнародному рівні, інтернаціоналізації державної політики, всебічному стимулюванні закордонних інвестицій китайських компаній із застосуванням представлених у роботі методів. У ході дослідження було визначено нові підходи і заходи уряду Китаю щодо збалансованості зовнішньої торгівлі та обмінного курсу RMB як важливі передумови підтримки економічного зростання, інвестиційної активності та посилення міжнародної присутності; обґрунтовано заходи уряду Китаю щодо інтернаціоналізації RMB як способу убезпечення від негативного впливу зовнішніх чинників на стабільність національної валюти.

На основі аналізу діяльності Експортно-імпортного банку Китаю та Банку розвитку Китаю (БРК) розкрито механізми фінансової підтримки закордонних інвестицій; представлено інституційну структуру БРК щодо підтримки закордонних інвестицій (інвестиційний фонд, компанія з торгівлі цінними паперами, лізингова компанія, компанія з управління активами), а також досліджено канали залучення банками фінансових ресурсів, окрім бюджетного фінансування, зокрема, через випуск власних та розміщення казначейських, муніципальних та комерційних облігацій.

У роботі виявлено основні напрями енергетичної політики, розкрито суть та засоби реалізації стратегії енергетичної безпеки цієї країни. Встановлено, що китайське керівництво розглядає закордонні енергетичні та інфра-

ПЕРЕЛІК СКОРОЧЕНЬ

ALBA – альянс країн Латинської Америки і Карибського басейну
CE (crediteasing) – кредитне пом'якшення
CLS (Continuous Linked Settlements) – система міжнародних розрахунків
CMA (Common Monetary Area) – єдина валютна зона
DPL (Developmentpolicyloan) – кредит на політику розвитку
ECN (Electronic Communication Network) – електронна система здійснення угод купівлі-продажу біржових товарів
ECU (екю) – європейська валютна одиниця, попередниця євро
EFF (Extended Fund Facility) – механізм розширеного кредитування
EMBIG спред – спред «Emerging market bond index global»
FG (forward guidance) – політика «оголошення про наміри»
G20 – «Велика двадцятка» (або «Група двадцяти», яка включає країни «Великої сімки» та великі країни з ринками, що формуються);
HSBC (Hongkong&Shanghai Banking Corporation) – банківська корпорація Гонконгу і Шанхаю
IPO (initial public offering) – первинне розміщення акцій в обіг
LSE (London stock exchange) – Лондонська фондова біржа
M&A – злиття і поглинання
NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotation) – Нью-Йоркська фондова біржа високотехнологічних компаній
NDF (non-deliverable forward) – безпоставочні форвардні контракти
NIRP (negative interestrate policy) – політика від'ємних відсоткових ставок
PIIGS – Португалія, Італія, Ірландія, Греція, Іспанія
QE (quantitative easing) – кількісне пом'якшення
RMB – женьміньбі
SADC (Southern African Development Community) – співтовариство розвитку Півдня Африки
SBA (Stand-by Arrangements) – кредитна програма МВФ для рішення короткострокових проблем платіжного балансу
SE (stock exchange) – фондова біржа
SFTI (Secure Financial Transaction Infrastructure) – міжнародна депозитарна установа
VIX – індекс волатильності (VolatilityIndex), є загальноприйнятим індикатором «апетиту до ризиків» міжнародних інвесторів

OMX – оператор NordicExchange (контролює близько 80% ринку цінних паперів Скандинавії та Прибалтики)
ACU – азійська валютна одиниця
AIIB – Азіатський інвестиційний банк з розвитку інфраструктури
АЕС – атомна електростанція
АСЕАН – Асоціація держав Південно-Східної Азії
АТЕС – Азійсько-Тихоокеанське економічне співробітництво
БРК – Банк розвитку Китаю
ВАТ – відкрите акціонерне товариство
ВВП – валовий внутрішній продукт
ГМК – гірничо-металургійний комплекс
ЕЗК – енергетично забезпечені кредити
ЄБРР – Європейський банк реконструкції та розвитку
ЄІБ – Європейський інвестиційний банк
ЄС – Європейський Союз
ЄЦА – регіон Європи та Центральної Азії
ЄЦБ – Європейський центральний банк
ІКВ – інструменти компенсації вартості
ІКК – інвестиційна корпорація Китаю
ІСІ – інститути спільного інвестування
ІСЦ – індекс споживчих цін
ІТ – інфляційне таргетування
КЕК – китайські енергетичні компанії
КНР – Китайська Народна Республіка
КПБ – Керівництво з платіжного балансу
МБРР – Міжнародний банк реконструкції і розвитку
МВФ – Міжнародний валютний фонд
МФІ – міжнародні фінансові інститути
МФК – міжнародна фінансова корпорація
МФО – міжнародні фінансові організації
НБК – Народний банк Китаю
НБУ – Національний банк України
НДУ – Національний депозитарій України
НІФ – національний інвестиційний фонд
НКЦПФР – Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку
ОВДП – облігації внутрішньої державної позики
ОЕСР – Організація економічного співробітництва і розвитку

ми ризиками умовних зобов'язань держави і збільшенням вартості обслуговування боргу, фрагментацією фінансових ринків і утворенням «петлі».

Авторами ідентифіковано напрями і механізми впливу боргового навантаження у розвинених країнах на стан міжнародних фінансів у посткризовий період. Ідеться про посилення ступеня економічної непевності та тиску на рівень світових відсоткових ставок; зменшення банківського кредитування корпоративного сектора й уповільнення темпів приватного інвестування; підвищення ризиків ліквідності і платоспроможності урядів-позичальників, що погіршує перспективи боргової стійкості і макрофінансової стабільності; зменшення глобального «апетиту до ризиків» і підвищення волатильності світового фінансового ринку, що негативно впливає на вартість зовнішнього фінансування для країн з ринками, що формуються.

При проведенні аналізу динаміки і структури державного боргу зроблено висновок про те, що Україна порушує критерії боргової стійкості за всіма ключовими індикаторами. Причому в останні два роки проблеми надмірного боргового навантаження і незбалансованої валютно-фінансової позиції країни набули критичного характеру. Визначено набір заходів боргової політики держави для стабілізації фінансової ситуації у країні: а) для мінімізації ризиків, властивих структурі боргового портфеля уряду, запропоновано підвищення частки внутрішніх зобов'язань відносно зовнішніх, збереження високої частки доларових зобов'язань у структурі зовнішнього боргу та поступове підвищення частки євро, збільшення запозичень з фіксованими ставками і тривалими термінами погашення боргу; б) визначено ключові елементи становлення внутрішнього ринку державних позик: відновлення макрофінансової стабільності, регулярна емісія стандартизованих державних цінних паперів зі значними обсягами випуску для забезпечення високої ліквідності; транспарентність і передбачуваність боргових операцій держави, проведення регулярного діалогу і консультацій з учасниками ринку; достовірне прогнозування грошових потоків уряду з метою точної оцінки потреб у державних позиках; створення надійних і конкурентних каналів продажу державних цінних паперів інвесторам (аукціони, синдикація, продаж дрібним інвесторам тощо); розвиток повноцінної системи маркет-мейкерів із підтриманням двосторонніх котирувань державних облігацій на вторинному ринку.

Розроблено науково-практичні пропозиції щодо управління ризиками державного боргу України в умовах фінансової нестабільності, які стосуються: а) випуску облігацій зовнішньої позики, середньо- і короткострокових облі-

ним завданням, незбалансованість механізму прийняття рішень за складом учасників, недосконалість інструментального забезпечення завдань Фонду, фрагментарність відповідальності через вузький перелік повноважень МВФ.

З'ясовано проблемні сфери співробітництва України з МФО, обґрунтовано об'єктивні і суб'єктивні чинники, під впливом яких знижується ефективність реалізації проектів, фінансованих МФО, з участю державних органів: збільшення витрат на впровадження проектів в умовах високої інфляції та стрімкої девальвації, проведення адміністративної реформи і передавання важливих функцій від одного міністерства до іншого, низький ступінь відповідальності і підзвітності органів, включених до процесу погодження і впровадження проектів МФО.

У роботі обґрунтовано положення про те, що суттєвою проблемою взаємовідносин України з МФО є спрямованість більшої частини кредитів на фінансування поточних потреб, а не на розвиток перспективних пріоритетних галузей економіки; водночас окремі проекти, які реалізуються в реальному секторі економіки МБРР, МФК, ЄБРР і ЄІБ, сприяють його модернізації й підвищенню ефективності промислового й сільськогосподарського виробництва в Україні. Вказується на необхідність розроблення чіткої концептуальної основи взаємовідносин України з МФО, яка б переводила діяльність на стратегічний рівень, заснований на національних інтересах України, а також посилення прозорості процесу прийняття рішень і побудови інформаційно-комунікаційного блоку.

Показано, що у процесі побудови відносин України з МФО важливим аспектом є отримання консультативної і політичної підтримки цих установ; при цьому ключові рішення щодо реформування економічної та політичної системи повинні приймати українські посадові особи, що є елементарною ознакою існування економічного і політичного суверенітету; зазначається про необхідність чіткого розподілу функцій і сфер діяльності між державними організаційними структурами – Міністерством фінансів України, Національним банком, Міністерством економрозвитку України; організаційні структури, від діяльності яких залежить розвиток співробітництва з МФО, повинні мати чітку програму діяльності, яка, в свою чергу, потребує постійної координації відповідно до чітко визначених державних стратегічних пріоритетів.

У результаті проведеної роботи розкрито боргові проблеми розвинених країн світу, що пов'язані з рекордним у історичному ракурсі рівнем боргового навантаження і високими ризиками рефінансування боргу, неспроможністю урядів стримувати видатки, пов'язані зі старінням населення, високи-

ООН – Організація Об'єднаних Націй
ПАТ – публічне акціонерне товариство
ПІІ – прямі іноземні інвестиції
ПКС – паритет купівельної спроможності
ПрАТ – приватне акціонерне товариство
ПФТС – Перша фондова торговельна система
РЕОК – реальний ефективний обмінний курс
РСЗ – Рада співробітництва Перської затоки
СБ – Світовий банк
СНД – Союз Незалежних Держав
СОТ – Світова організація торгівлі
СПЗ – спеціальні права запозичення
ТНБ – транснаціональні банки
ТНК – транснаціональні корпорації
ФАТФ (Financial Action Task Force on Money Laundering (FATF)) – Група з розроблення фінансових заходів боротьби з відмиванням грошей
ФРС – Федеральна резервна система
ЦБ – центральний банк
ЦСЄ – країни Центральної та Східної Європи
ЮНКТАД – Комісія ООН з питань торгівлі та розвитку

В умовах високого ступеня відкритості економіки України, недиверсифікованої структури експорту, слабкості фінансового сектора і покладання на зовнішні джерела фінансування глобальне середовище істотним чином впливає на стан економіки і валютно-фінансової системи України. З огляду на це дослідження глобальних фінансових трансформацій та економічних процесів на світових ринках – рівня світових цін на сировинні товари і коливань обмінних курсів світових валют; рівня глобальної ліквідності і ступеня глобального «апетиту до ризиків», реформування міжнародної фінансової архітектури і особливостей транснаціоналізації економічної діяльності ключових суб'єктів глобального ринку мають незаперечне значення для вироблення курсу економічної політики в Україні.

Посткризова реструктуризація світової фінансової системи генерує нові потенційні можливості, економічні загрози і виклики для національної валютно-фінансової системи і валютно-фінансової політики; зазначені трансформації визначають необхідність пошуку нових форм взаємодії України із зовнішнім світом та використання нових інструментів управління фінансовими ризиками. При цьому валютно-фінансова політика держави має спиратися на результати системного аналізу фінансових трансформацій, які відбуваються у світовому масштабі, а також на особливості реагування на зазначені трансформації у різних групах країн.

Валютно-фінансову систему України ми розглядаємо як органічне поєднання національної валютної і фінансової системи, які формують єдине ціле і являють собою форму організації валютно-фінансових відносин суб'єктів національної економіки. Фінансова система – це сукупність взаємопов'язаних сфер і ланок фінансових відносин, які мають певні особливості в мобілізації та використанні фінансових ресурсів, а також відповідний апарат управління та нормативно-правове забезпечення. У складі національної фінансової системи виділяють такі основні структурні елементи: фінанси держави, фінанси суб'єктів господарювання, фінанси домогосподарств, фінансовий ринок і міжнародні фінанси[1]. До складу міжнародних фінансів (як структурної ланки національної фінансової системи), як правило, включають фінанси суб'єктів зовнішньоекономічної діяльності, ресурси міжнародного фінансового ринку та фінанси міжнародних фінансових орга-

[1] Кравчук Н.Я. Фінансова система держави: теоретична концептуалізація та проблеми структурування // Світ фінансів. – 2006. – № 3.

Для структурного і дієвого перезавантаження існуючої системи функціонування вітчизняного фондового ринку і корпоративного середовища доведено необхідність впровадження активної державної політики стимулювання участі пенсійних фондів, приватних інвесторів, фінансових компаній – маркет-мейкерів, державних підприємств, інвесторів у операціях фондового ринку України на засадах ефективності, конкуренції, звітності і прозорості. У роботі запропоновано комплекс заходів щодо дефрагментації фондового ринку України та приведення його до світових стандартів інфраструктури обігу цінних паперів: пропонується створити єдиний центр ліквідності щодо фондових і товарних активів на базі 10 фондових бірж; депозитарний облік зосередити в єдиному центрі під наглядом НБУ, що мав би канали виходу на зовнішні ринки капіталу та активів; системно впровадити поступову валютну лібералізацію на фондовій біржі та дієвий механізм розподілу акцій, підтримку обігу акцій і облігацій маркет-мейкерами; а також сприяти активізації входження як емітентів на фондовий ринок України інноваційно орієнтованих компаній. Необхідна й кардинальна зміна відносин щодо міноритарних акціонерів в Україні через впровадження оновленої системи законодавчих актів, які захищатимуть і надаватимуть їм повноцінні права.

У роботі виявлено нові тенденції та закономірності кредитної діяльності МФО у посткризовий період, такі як: модернізація пропонованих умов кредитування; підвищення гнучкості традиційного інструменту «стенд-бай»; подвоєння лімітів доступу до ресурсів; застосування нових строків кредитування, посилення впливу МБРР на результати реформ у країнах-клієнтах, підвищення якості управління ризиками кредитного портфеля Банку. Новаціями в діяльності МВФ, які спрямовані на зменшення ризиків глобальної фінансової нестабільності, стали: перехід від двостороннього нагляду до багатостороннього; проведення оцінок вразливості зовнішнього сектора країн-членів; вдосконалення методик і процедур раннього попередження фінансових криз; підготовка доповідей про світову фінансову стабільність і «ефекти зараження» на міжнародних ринках.

Авторами визначено глобальні проблеми у діяльності МФО як ключових інститутів глобальної фінансової архітектури, що впливають на дієвість програм співробітництва з країнами-реципієнтами: відсутність єдиної централізованої структури, недостатність кредитно-фінансових джерел, низький ступінь підконтрольності їх дій. Зокрема, системними проблемами у діяльності МВФ як основного інституту екстреного фінансування та антикризової політики у світі є: неадекватність ресурсів Фонду його статут-

ність (або можливість отримати доход) на міжнародних ринках капіталу, коли національний ринок занадто вузький і малоліквідний; за рахунок системного зв'язку з міжнародним ринком капіталу формується більш конкурентний внутрішній ринок капіталу; міжнародні стандарти і норми поступово впроваджуються і на внутрішній фінансовий ринок, що в цілому сприяє уніфікації та кращому сприйняттю цих заходів інвесторами.

Маючи значний потенціал щодо залучення прямих і портфельних інвестицій у розвиток вітчизняної економіки, Україна поки що відзначається досить скромними показниками капіталізації, ліквідності фондового ринку, а також присутності іноземного фінансового капіталу в різних сферах економіки. Поточний стан справ дає підстави зробити висновки щодо неготовності міжнародних інвесторів вкладати значні кошти на фінансовому ринку України, в тому числі на вітчизняних фондових біржах. На наш погляд, це обумовлено як зарегульованістю, рейдерством і нормативно-правовим нігілізмом в Україні, так і практичною відсутністю якісних вітчизняних активів, які представляють прозорий бізнес, що ведеться за міжнародними стандартами. При цьому незначні, локальні інвестиції здійснюються іноземними інвесторами, але в цілому для 42-мільйонної країни, яка за розміром території є найбільшою в Європі, український ринок цінних паперів – недорозвинений, малоліквідний, свої функції виконує формально, а в останні 6–7 років є майже недієздатним.

На сьогодні, зважаючи на посилення непевності в межах світової економіки та підвищення турбулентності міжнародного ринку капіталів, глобальні ризики для фондового ринку України є доволі значними. Використання переваг фінансової глобалізації при мінімізації її ризиків вимагає як застосування специфічних заходів регулювання припливу-відпливу капіталів, так і проведення системних комплексних економічних реформ за успішними моделями і прикладами розвинених країн світу та країн, що розвиваються. Відзначимо, що глобалізація в сучасному світі потужно вплинула на посилення конкурентної боротьби між країнами світу за інвестиції, технології, робочі місця, тому Україні потрібно чітко визначити мету, шлях та швидко здійснити таку трансформацію, яка б базувалася на комплексному соціально-економічному реформуванні та стратегії підвищення національної конкурентоспроможності. Тільки в таких умовах, комплексно і з чітко окресленими пріоритетами та реформами у соціально-економічній сфері України вітчизняний фондовий ринок матиме перспективу розвитку і можливість протидіяти негативним наслідкам фінансової глобалізації у світі.

нізацій, які працюють у країні. Національна валютна система – це частина грошової системи країни, у рамках якої здійснюється міжнародний платіжний оборот, і склад якої формують національна валюта, режим валютного курсу, умови конвертованості валюти, порядок міжнародних розрахунків країни, управління золотовалютними резервами країни, національні установи, відповідальні за регулювання валютних відносин.

У сучасних умовах існує об'єктивна потреба в систематизації трансформаційних змін, які відбуваються у міжнародній валютно-фінансовій системі, на рівні глобальної економіки, міжнародних регіональних угрупувань та окремих країн, як в інституціональному, так і функціональному розрізі. Проблеми розвитку міжнародної валютної системи розглядалися у працях українських дослідників: О.Білоруса, В.Будкіна, О.Береславської, І.Бураковського, А.Гальчинського, А.Гриценка, О.Дзюблюка, В.Козака, Д.Лук'яненка, З.Луцишин, Ю.Макогона, О.Мозгового, Нікіфорова П., О.Плотнікова, М.Савлука, В.Сіденка, В.Стельмаха, М.Туган-Барановського, А.Філіпенко, О.Шарова, В.Шевчука та ін. Розгляду інституційних чинників функціонування міжнародної валютної системи присвячені роботи Р.Мандела, М.Фрідмена, П. Кругмана, К.Рогофа. Однак не всі аспекти проблематики трансформації глобальної валютної системи знайшли відображення у цих працях. У вітчизняній та зарубіжній фінансово-економічній літературі все ще бракує ґрунтовних наукових досліджень механізмів функціонування усіх складових світової валютної системи.

З початку глобальної фінансово-економічної кризи зросла роль міжнародних фінансових організацій (МФО) у подоланні проблем посткризового розвитку світу. Проблемам співробітництва МВФ з країнами-членами в умовах модифікації їх ролі на міжнародній арені присвячені праці: Ф.Броделя, І.Габайдулліна, Б.Гейтса, І.Кіслухіної, Р.Мамчіця, Г.Менша, Ф.Моділіані, Б. Райзберга, С.Ройтмана, П.Сорокіна, Дж.Сороса, О.Сухарева, Д.Ушакова, Х.Чеченова, Д.Снайдера та ін. Але проблеми співробітництва України з МФО в умовах нових загроз і викликів для економіки України, а також появи нових програм та інструментів співробітництва цих організацій з країнами-членами вивчено недостатньо.

Аналіз світових фінансово-інвестиційних процесів та їх взаємозв'язок з міжнародними ринками цінних паперів досліджували такі вчені, як У.Баффет, З.Боді, В.Геєць, С.Гальчинський, Н.Дєєва, Д.Леонов, Я.Міркін, О.Мозговий, С.Мошенский, О.Плотніков, О.Рогач, Н.Рубіні, Б.Рубцов, Дж.Сорос, Д.Стігліц, В.Федосов, І.Школьник та інші. Ці дослідження переважно пов'язані з проблемами розвитку ринків цінних паперів в умовах глобалізації, становлення та експансії провідних фінансових центрів світу.

Проблематика взаємозв'язку національного ринку зі світовою економікою та ефективного залучення інвесторів до вітчизняного ринку цінних паперів, враховуючи специфіку бізнес-середовища України, не знайшла належного відображення у наукових працях.

Цілеспрямований розвиток будь-якої країни світу в XXI ст. залежить від стану її фондового ринку, за індикаторами якого оцінюють інвестиційний потенціал країни. Без справедливого і прозорого ринку цінних паперів іноземні та вітчизняні інвестиційні ресурси не зможуть ефективно перетворити національну економіку в конкурентоспроможного гравця на світовому ринку. Відсутність ефективного перерозподілу внутрішніх і зовнішніх заощаджень у нові перспективні бізнес-проекти, підприємства і галузі впливає на те, що будь-яка країна зазнає економічних втрат і не використовує свій потенціал. Особливе значення це має в епоху інформатизації та глобалізації, коли інвестиційні ресурси можна направляти в найбільш перспективні проекти, в сектори і галузі зростання, в найкращі за міжнародними рейтингами і макроекономічними показниками країни. Тому дослідження розвитку фондових бірж та їх механізмів регулювання у світі є актуальним та необхідним завданням для системного реформування економіки України.

Економіки країн з ринками, що формуються, характеризуються високим ступенем залежності від надходження зовнішнього фінансування, а стрибки відсоткових ставок світового фінансового ринку відповідним чином позначаються на обсягах надходження іноземного позичкового капіталу. Для прогнозування обсягу припливу (відпливу) іноземного капіталу до економіки України вагоме значення має з'ясування чинників коливання величини спредів для країн з ринками, що формуються. У роботі досліджується вплив волатильності світового фінансового ринку на рівень спредів для країн з ринками, що формуються, та вплив внутрішньокраїнних ризиків на рівень спреду «EMBIG», який, у свою чергу, детермінує обсяги припливу іноземного позичкового капіталу до економіки країни.

Традиційно динаміка світових цін на сировинні товари була похідною від змін фундаментальних факторів, які визначали попит і пропозицію сировинних товарів на світових ринках. Однак із середини 2000-х років став набирати обертів процес фінансіалізації сировинних ринків – участі фінансових інвесторів у торговельних операціях з сировинними і напівсировинними товарами. У період фінансіалізації сировинних ринків почав спостерігатися високий ступінь кореляції між цінами на сировинні товари і обмінними курсами валют, які широко використовуються для «carry-trade» спекуляцій (передусім долара США). Тому в рамках сучасної системи міжнародних фінансово-економічних відносин ревальвація долара США до

Bank», який створений за законодавством США і функціонує під наглядом Федерального Резервного банку Нью-Йорку);

- розробка «дорожньої карти» заходів щодо розвитку ринкових інструментів хеджування валютних ризиків (валютних ф'ючерсів та деривативів), вивчення можливостей організації торгівлі такими інструментами на Українській міжбанківській валютній біржі;
- ухвалення спеціального закону, який би регулював порядок створення, управління та використання офіційних валютних резервів; запровадження механізму обов'язкової цесії валютних надходжень на користь НБУ та включення положення щодо використання офіційного валютного резерву відповідно до вимог нової метрики МВФ;
- докорінна зміна підходів до співпраці з МВФ на основі власних пропозицій щодо реформування економіки країни, а також активізація участі України в роботі органів МВФ та ОЕСР з питань модернізації міжнародної валютної системи.

В умовах глобальних трансформаційних перетворень і нестабільної фінансової ситуації в Україні модифікація валютно-курсової політики слугує важливою детермінантою сталого економічного розвитку. У результаті проведеної роботи було виділено ключові напрями такої модифікації, що розраховані на реалізацію у короткостроковій перспективі і включають:

по-перше, застосування де-юре і де-факто режиму «керованого» плавання у рамках гнучкого інфляційного таргетування, яке передбачає використання двох цілей (інфляції і валютного курсу) і двох ключових інструментів (валютних інтервенцій і відсоткової ставки) монетарної політики, що наразі є найбільш прийнятним для української економіки;

по-друге, поступове звуження валютних обмежень для населення і корпоративного сектора як одного з елементів відновлення довіри до національної валюти та НБУ у комплексі із проведенням активної інформаційної та комунікаційної політики, що сприятиме формуванню довгострокових інфляційних очікувань і є запорукою успішної монетарної політики за режиму таргетування інфляції.

Наразі Україна є відкритою економікою для глобального фінансово-інвестиційного середовища. Вплив глобальних факторів на стан її фондового ринку реалізується за такими основними напрямами: за рахунок дерегуляції до національної економіки надходить більш дешевий міжнародний капітал; з'являється можливість при відповідних сприятливих умовах оперативно знизити відсотки на залучений капітал; виникає додаткова ліквід-

4) зміни валютної структури надходжень і виплат за поточним і фінансовим рахунком платіжного балансу, що відображають як глобальні тенденції (послаблення позицій долара США як світової валюти, поширення євроінтеграційних процесів, зростання у світовому господарстві ролі Китаю), так і дію специфічних регіональних факторів.

Для України розуміння процесів, які відбуваються в Європейському валютному союзі, важливе, оскільки у зв'язку з імплементацією законодавчих норм ЄС необхідно буде проводити відповідні адаптаційні заходи щодо валютного регулювання. Найголовнішим завданням у цій сфері видається забезпечення критеріїв курсової волатильності, передбачених для країн ЄС, які не входять до зони функціонування спільної валюти.

Концепція валютної політики повинна базуватися на **принципах**, **цільових орієнтирах та завданнях валютної стратегії України,** серед яких повинні бути:

- виконання зобов'язань, прийнятих Україною як членом МВФ відповідно до статті VIII його статуту, – уникати обмежень за поточними операціями та дискримінаційної валютної практики (в т. ч. множинних валютних курсів), забезпечувати конвертованість залишків валюти;
- продовження політики валютного регулювання навіть в умовах посилення гнучкості валютного курсу і переходу до монетарного режиму таргетування інфляції (що обумовлено хронічною дефіцитністю платіжного балансу України та маніпулюванням валютними курсами на світовій арені); вибір швидкості переходу до режиму вільно плаваючого курсу та вибір ступеня гнучкості курсового режиму на проміжному етапі; організована передача відповідальності за валютну, в тому числі валютно-курсову, політику від НБУ до урядових структур;
- розширення меж конвертованості національної валюти: швидка відміна практики обмеження конвертованості за поточними операціями і в перспективі введення конвертованості за капітальними операціями; така конвертованість і лібералізація транскордонного руху капіталу дозволять країні повною мірою скористатися перевагами глобалізації та інтегруватися в єдиний світовий ринок товарів, послуг і капіталів, але лібералізація потребує відновлення довіри між владою та підприємницькими колами;
- підвищення ролі національної валюти в обслуговуванні міжнародних капітальних операцій (для отримання статусу розрахункової валюти необхідне включення гривні до переліку валют, в яких здійснюються розрахунки між центральними та транснаціональними банками через «CLS International

основних світових валют викликає зниження світових цін на сировинні товари і є серйозною економічною проблемою для експортерів сировини. За домінування у структурі національного експорту сільськогосподарської сировини, продовольчих товарів і металопродукції зміни світових цін на сировинні товари неминуче відбиваються на обсягах експортної виручки України. А враховуючи, що між динамікою обмінного курсу долара до основних світових валют і рівнем цін на сировинні товари існує тісний кореляційний зв'язок, обсяги експорту України залежать і від курсових коливань долара на світовому валютному ринку.

Міжнародна валютна система, сформована на основі Бреттон-Вудської угоди, протягом довгого часу досить успішно виконувала покладені на неї функції, фактично забезпечивши використання долара США як світових грошей (т.зв. «золото-доларовий стандарт»). При цьому її подальший розвиток пройшов певні етапи, обумовлені «доларовим голодом», «доларовим насиченням», введенням поточної конвертованості валют провідних держав світу, масовим переходом на режим «плаваючих» курсів та європейською валютною інтеграцією. Усі ці явища були предметом детального аналізу вітчизняних та закордонних науковців.

Утім, останні роки характеризувалися докорінними змінами в глобальній економіці, які безпосередньо стосувалися модифікації міжнародної валютної системи, зокрема: крахом соціалістичної валютної системи (валютної монополії, «соціалістичної конвертованості», системи «перевідного рубля» тощо), поглибленням європейської валютної інтеграції та створенням колективної валюти (євро), зростанням економічного потенціалу Китаю, розвитком новітніх розрахункових технологій (поява «криптовалют»), поглибленням валютно-фінансових криз та новими вимогами щодо ролі міжнародних фінансових установ, перш за все Міжнародного валютного фонду (МВФ). Усі ці фактори вимагають ретельних досліджень у зв'язку з тим, що Україна не тільки є членом МВФ, але реально інтегрується до міжнародної валютної системи і зміни, які відбуваються в цій системі, безпосередньо впливають на умови економічного розвитку держави.

Нові тенденції розвитку міжнародних валютних відносин зумовлюють необхідність переосмислення низки фундаментальних положень регулювання валютного курсу. Масове падіння низки валют країн, що розвиваються, яке відбулося упродовж 2014–2015 рр., показало недостатню ефективність застосування того спектра інструментів і методів, якими користуються центральні банки для управління курсом національних валют у відповідь на глобальні шоки. В Україні ця проблема стоїть особливо гостро, зважаючи на: а) сировинний статус її економіки, б) залежність від зовнішнього фінан-

сування та значний обсяг зовнішнього боргу, в) обраний євроінтеграційний вектор розвитку. Саме тому у системі заходів із стабілізації фінансової системи та відродження економіки України важлива роль належить питанням регулювання і досягнення збалансованого валютного курсу національної валюти.

Актуальність проблематики реформування діяльності міжнародних фінансових організацій (МФО) на світовій арені пов'язана з потребою реагування багатонаціональних інституцій на цілу низку проблем і протиріч, накопичених у світовій економіці, які стали очевидними у період глобальної кризи 2008–2009 рр., багато з них і наразі стоять так само гостро. Важливим аспектом є і те, що за допомогою включення до процесу кредитування цілої низки країн МВФ та Світовий банк при розробленні програм структурної перебудови та лібералізації економік, а також при наданні допомоги для усунення наслідків фінансових криз здійснюють прямий та опосередкований вплив на внутрішні економічні процеси окремих країн.

Перспективи і проблеми реформування міжнародної фінансової архітектури відображено у працях Т.Бернеса, Д.Смислова, Д.Хейда, Дж.Стігліца та ін., а вплив програм МВФ та Світового банку на економічні, політичні та соціальні аспекти розвитку окремих країн досліджували С.Такер, А.Пшеворський, Д.Капур та Р.Вебб (у частині адекватності неоліберальних підходів для реформування країн, які розвиваються), М.Г. де Вріес (комплексний аналіз програм МВФ та Світового банку), Дж.Хєрригана та П.Мослі (вивчення впливу програм Світового банку на розвиток економік країн-позичальниць). Серед вітчизняних науковців результати та проблемні питання співробітництва України з МВФ, Світовим банком, ЄБРР досліджували О.Власюк, Я.Базилюк, В.Колосова та ін. Проте визначення стратегічних цілей та інструментів розвитку співробітництва між Україною і МФО в умовах системного реформування економіки України та зміни ролі МФО на світовій арені не знайшли належного відображення у працях цих авторів.

В умовах глобалізації та відкритості національної економіки глобальні фактори можуть відігравати вагому роль як у стабілізації боргової ситуації, так і у загостренні боргових проблем. До числа значущих глобальних факторів впливу на валютно-фінансову позицію України відносять: умови зовнішньої торгівлі, рівень світових відсоткових ставок і спредів для країн з ринками, що формуються. У період 2015–2016 рр. Україна порушувала всі критерії боргової стійкості, а проблеми надмірного боргового навантаження і незбалансованої валютно-фінансової позиції країни набули критичного характеру. Уроки глобальної фінансово-економічної кризи засвідчили, що моніторинг і протидія впливу зовнішніх фінансових шоків, а також зважена

ють рушійною силою прискорення валового нагромадження основного капіталу на 0,86%; зниження реальних відсоткових ставок за банківськими кредитами на 0,17%; підвищення кумулятивного індексу реального ефективного обмінного курсу (РЕОК) гривні на 0,15 в.п.

Щодо перспектив трансформації світової фінансової системи, то дедалі реалістичнішим, порівняно з можливістю зростання монетарної функції золота, є сценарій «виштовхування» долара з «валютного Олімпу» і заміна його монополії на «валютну олігополію», за якої функції міжнародних валют розрахунків, визначення цін і накопичення більш-менш рівноправно виконуватимуть кілька національних і регіональних валют (долар, євро, юань, а також, можливо, створені у майбутньому регіональні валюти країн Африки та Латинської Америки). Але й ці перспективи теж поки що недостатньо близькі.

Наразі дедалі реалістичнішою є можливість перетворення китайського юаня у міжнародно визнаний засіб платежу. Цьому, зокрема, сприяє включення юаня до «кошика» міжнародної розрахункової одиниці МВФ (СПЗ), початок операцій з китайською валютою на Лондонському валютному ринку, включення китайської валюти до резервів центральних банків деяких країн Південно-Східної Азії та Росії, проходження процедури визнання юаня системою міжнародних розрахунків CLS тощо. Втім, офіційна влада Китаю поки що утримується від проголошення перетворення юаня на міжнародну валюту як свого цільового орієнтира, оскільки це неминуче актуалізує зобов'язання значної лібералізації валютного контролю (особливо у питаннях міжнародного руху капіталу). Хоча в Китаїд едалі частіше обговорюють можливість інтернаціоналізації юаня, а деякі експерти вважають такі перспективи досить реальними та привабливими.

Основними напрямами впливу динамічних змін світової валютно-фінансової системи на національну слід вважати:

1) посилення актуальності завдання лібералізації руху капіталу, поширення якої на теренах країн з ринками, що формуються, знижує конкурентоспроможність України;

2) збереження високого рівня доларизації економіки України як ефекту розширення доларової грошової маси і глобальних дисбалансів у поєднанні з низькою стійкістю національної грошової системи;

3) зростання екзогенних ризиків платіжного балансу України, внаслідок світової фінансової нестабільності і можливості зменшення схильності інвесторів до прийняття ризиків;

курсових і цінових чинників (світових цін на сировину) на обсяги експортної виручки України, а також оцінки впливу волатильності глобального фінансового ринку (індексу VIX) і зміни цін на сировинні товари (індексу ЮНКТАД) на рівень зовнішніх спредів України. Зовнішні спреди як детермінанти надходження іноземного позичкового капіталу до корпоративного сектора України, через ланцюг послідовних взаємозв'язків у свою чергу чинять помітний вплив на внутрішню інвестиційну діяльність в Україні, рівень відсоткових ставок і динаміку РЕОК гривні.

Зокрема, отримано кількісні оцінки впливу глобальних валютно-курсових і цінових чинників на обсяги експортної виручки України; встановлено, що зменшення світових цін на сировинні товари на 7% у 2014 р. мало своїм наслідком зменшення експорту товарів з України на 4,8 млрд дол. США; а зниження світових цін на 18,5% у 2015 р. призвело до зменшення доходів від експорту на 11,6 млрд дол. США. Було також обґрунтовано та кількісно оцінено взаємозв'язки між динамікою обмінного курсу долара США до основних світових валют та динамікою світових цін на сировинні товари: 1% девальвації долара США до євро спричиняє підвищення світових цін на сировинні товари – агрегованого індексу ЮНКТАД – на 2,2%.

За результатами науково-дослідної роботи ідентифіковано та кількісно оцінено глобальні та внутрішньокраїнні детермінанти надходження іноземного позичкового капіталу до економіки України. Зокрема, обґрунтовано і кількісно оцінено вплив волатильності світового фінансового ринку на рівень спредів для країн з ринками, що формуються, та вплив внутрішньокраїнних ризиків на рівень спреду «EMBIG-Україна», який, у свою чергу, детермінує обсяги припливу іноземного позичкового капіталу до економіки України. Встановлено, що зростання індексу волатильності глобального ринку VIX на 1% зумовлює підвищення спреду «EMBIG-Україна» на 38 баз. пунктів, а накопичення міжнародних резервів НБУ в розмірі, еквівалентному 1% валового зовнішнього боргу, стає чинником зниження спреду на 19,4 б.п.

Авторами дослідження розроблено модельно-аналітичний інструментарій, який дозволяє прогнозувати обсяги припливу іноземного позичкового капіталу до економіки України на основі значень спреду: підвищення спреду «EMBIG-Україна» на 100 б.п. спричиняє зменшення надходження іноземного капіталу на 0,5% ВВП.

У ході дослідження визначено макрофінансові ефекти припливу іноземного позичкового капіталу до України у період 2004–2014 рр. і подано їх кількісні оцінки. Встановлено, що нетто-запозичення обсягом 1% ВВП ста-

боргова політика держави є вагомими складовими у системі антикризового фінансового управління. Гігантські борги розвинених країн сьогодні є вагомим фактором посилення ступеня непевності на фінансових ринках, підвищення рівня відсоткових ставок і скорочення частки довгострокових ресурсів у структурі фінансових трансакцій.

За наявних зон вразливості до впливу кризових чинниківдержава повинна сформувати ефективну систему моніторингу державного боргу і боргових ризиків, що створюватиме підґрунтя для прийняття виважених управлінських рішень. З огляду на зазначені чинники в рамках монографії значна увага приділяється проблемам функціонування боргових економік і формування адекватного механізму управління державним боргом в умовах нестабільності.

Необхідність дослідження зовнішньоекономічної і валютно-кредитної політики Китаю в контексті трансформації світової фінансової системи зумовлена об'єктивними причинами – здобутками цієї країни в економічному розвитку, розвитком її фінансової системи та їх впливом на глобальні трансформаційні процеси. Китай сьогодні є другою економікою в світі за обсягом ВВП, обсяг імпорту Китаю дорівнює сукупному імпорту країн БРІКС, а також Туреччини та Японії. У посткризових умовах уряд Китаю запроваджує нову модель розвитку країни, суть якої полягає в посиленні ролі внутрішнього ринку країни через активізацію внутрішнього споживання, підвищенні якості зростання через підвищення продуктивності праці та реструктуризації економіки у напрямі збільшення частки сектора послуг та високих технологій. Нова економічна політика позначається і на підходах китайських реформаторів до ролі міжнародних фінансово-економічних та валютно-фінансових відносин. Якщо раніше зовнішньоекономічна діяльність розглядалася як джерело акумуляції валютних коштів, залучення іноземних технологій та обладнання, то згідно нової філософії китайського керівництва, зовнішньоекономічна діяльність має закріпити присутність китайських компаній за кордоном, посилити участь Китаю у світових економічних процесах та налагодити довготривалі взаємовигідні стосунки Китаю з сусідніми країнами та країнами-партнерами. Такі зміни породжують нові можливості для реалізації спільних з Китаєм проектів і залучення китайських інвестицій для тих країн, які входять до сфери стратегічних інтересів КНР.

Україна та Китай мають потужний потенціал розвитку двостороннього фінансово-економічного співробітництва. Серед торговельних партнерів України Китай посідає друге місце за обсягом зовнішньоторговельного обороту. Китай розглядає Україну як стратегічного партнера у сфері імпорту сільськогосподарської продукції та розвитку транзитного потенціалу для постачання китайських товарів до ЄС. Між Китаєм та Україною було укла-

дено низку кредитних угод щодо реалізації проектів у енергетичній, транспортній, сільськогосподарській та фінансових галузях загальним обсягом близько 25 млрд дол. США. Однак до цього часу використана лише незначна частина коштів, в основному на постачання до Китаю української сільськогосподарської продукції.

Загалом у монографії досліджуються глобальні фінансові трансформації у посткризовий період, а також напрями і механізми впливу виявлених змін на валютно-фінансову систему України, зокрема, систематизовано трансформаційні зміни міжнародної валютної системи на рівні глобальної економіки і міжнародних регіональних угрупувань; визначено детермінанти зміни світових цін на сировинні товари та роль валютно-курсових чинників у посиленні їх волатильності; розкрито роль глобального «апетиту до ризиків» і рівня глобальної ліквідності у формуванні ціни ресурсів міжнародного ринку капіталу для країн з ринками, що формуються; оцінено результати і перспективи співробітництва України з міжнародними фінансовими організаціями в умовах реформування діяльності МВФ і Світового банку на міжнародній арені; розроблено концептуальні засади валютної політики України, які мають сприяти підтримці національної конкурентоспроможності, динамічному розвитку національної економіки та підвищенню стійкості національної фінансової системи до впливу зовнішніх шоків; розроблено пропозиції щодо вдосконалення форм, методів та інструментів співпраці між Україною і Китаєм у фінансово-економічній сфері; обґрунтовано пропозиції щодо системного розвитку фондового ринку України в умовах глобалізації, які мають забезпечити зростання ролі цього сегмента у фінансово-інвестиційних процесах в економіці; визначено стратегічні напрями боргової політики держави в частині структури державного боргу, інструментів запозичення та управління ризиками державного боргу.

Після глобальної кризи 2008–2009 рр. у рамках світової фінансової системи почали відбуватися кардинальні зрушення, динамічні і структурні зміни, які чинитимуть багатовекторний вплив (як стимулюючий, так і гальмівний) на розвиток національних економік. Серед глобальних фінансових трансформацій у посткризовий період найбільш вагомими були: формування багатополярної валютної системи і поширення регіональних валют, посилення залежності країн – експортерів сировини від курсових коливань на світових ринках і підвищення волатильності цін на сировинні товари, міжнародної експансії провідних фондових бірж і виникнення нових осередків «фінансової могутності» у Східній Азії, розвиток нових форм віртуалізації світового фінансового ринку і посилення нестабільності на фондових ринках світу, зростання ролі міжнародних фінансових організацій (МФО) у подоланні проблем посткризового розвитку і використання ними нових інструментів фінансування, накопичення проблем боргового навантаження у розвинених країнах і зменшення вразливості економік країн з ринками, що формуються, до відпливу іноземного капіталу, посилення геоекономічного впливу Китаю та використання ним нових фінансових механізмів транснаціоналізації економічної діяльності.

Враховуючи високий ступінь відкритості економіки і фінансової системи України, несприятливу структуру національного експорту і хронічну дефіцитність платіжного балансу, слабкість фінансового сектора і перманентну втечу вітчизняного капіталу, найбільш очевидними каналами впливу глобальних фінансів на стан української економіки є коливання обмінного курсу долара США до світових валют і рівень світових цін на сировинні товари; рівень глобальної ліквідності та перетікання міжнародних капіталів між країнами і регіонами; ступінь глобального «апетиту до ризиків» і рівень спредів для країн з ринками, що формуються.

За результатами проведеного дослідження ідентифіковано фактори впливу глобального фінансового середовища на валютно-фінансову систему України, а саме: коливання світових цін на сировинні товари і обмінного курсу долара до світових валют, зміни глобального «апетиту до ризиків» і спредів для країн з ринками, що формуються, зрушень у рамках світової валютної системи та інтенсифікації транскордонного руху капіталу з Китаю, віртуальних фінансових операцій у банківському секторі і на фондовому ринку. Авторами отримано кількісні оцінки впливу глобальних валютно-

продукції, створення інфраструктури експорту в Китай), розвиток кооперaційних зв'язків між підприємствами і збільшення експорту готової української продукції, забезпечення спільного виходу українських і китайських підприємств на європейські ринки, участь України в трансконтинентальних проектах Китаю щодо розбудови сухопутного та морського поясів Шовкового шляху, участь у створенні міжнародного логістичного центру для збільшення потоків китайських товарів через Україну та вітчизняних товарів на ринок ЄС, посилення співпраці в енергетичній галузі та галузі розвитку інфраструктури, спільна діяльність у сфері запровадження «зелених технологій», у перспективі – вихід українських компаній на ринок капіталу Китаю та посилення співробітництва у сфері валютних відносин і проведення зовнішньоекономічних розрахунків.

МЕТОДИЧНІ ЗАСАДИ ІДЕНТИФІКАЦІЇ ТА ОЦІНКИ ВПЛИВУ ГЛОБАЛЬНИХ ФІНАНСОВИХ ТРАНСФОРМАЦІЙ НА СТАН ВАЛЮТНО-ФІНАНСОВОЇ СИСТЕМИ УКРАЇНИ

1.1. Фінансові трансформації після глобальної кризи 2007–2009 рр. і новітні тенденції розвитку глобальних фінансів: ризики і перспективи для України

Однією з ознак фінансової глобалізації та однією з найприкметніших рис світової фінансової системи останніх десятиріч стало посилення взаємозв'язків і взаємозалежності фінансових ринків окремих країн, виникнення глобального фінансового ринку і вдосконалення світової фінансової архітектури. Після глобальної кризи 2008–2009 рр. у рамках світової фінансової системи почали відбуватися кардинальні зрушення, динамічні та структурні зміни, що чинитимуть багатовекторний вплив (як стимулюючий, так і гальмівний) на розвиток національних економік. Серед глобальних фінансових трансформацій у посткризовий період найбільш вагомими були: формування багатополярної валютної системи і поширення регіональних валют, міжнародна експансія провідних фондових бірж і виникнення нових осередків «фінансової могутності» у Східній Азії, підвищення волатильності цін на ринкові активи і розвиток нових форм віртуалізації світового фінансового ринку, посилення залежності країн – експортерів сировини від курсових коливань на світових ринках і зростання ролі МФО у подоланні проблем посткризового розвитку, накопичення проблем боргового навантаження у розвинених країнах і зменшення вразливості економік країн із ринками, що формуються, до відпливу іноземного капіталу, посилення геоекономічного впливу Китаю та використання нових фінансових механізмів транснаціоналізації економічної діяльності.

У 2015–2016 рр. почали проявлятися новітні тенденції розвитку глобальних фінансів, які прямо та опосередковано впливатимуть на траєкторію розвитку національної економіки і вимагатимуть адаптивних змін національної фінансової політики. Новітні тенденції розвитку глобальних фінансів пов'язані зі слабкою динамікою економічного зростання у розвинених

країнах і зниженням темпів зростання країн із ринками, що формуються, уповільненням розвитку і перебалансуванням економіки Китаю, збереженням низхідної динаміки цін на сировинні товари та посиленням їхньої волатильності, підвищенням відсоткових ставок у США і зменшенням доступності зовнішнього фінансування для країн із ринками, що формуються, скороченням припливу іноземного капіталу на ринки цих країн, загостренням геополітичних проблем та їх негативним впливом на схильність інвесторів до прийняття ризиків.

Глобальні фінансові трансформації у посткризовий період

1. **Підвищення волатильності на фондових ринках світу, посилення взаємозв'язків між валютним і фондовим сегментами глобального ринку, збереження високої залежності ринків, що формуються, від грошово-кредитної політики провідних центробанків**. У посткризовий період концентрація на фондових ринках значного обсягу ліквідних коштів, спрямування масштабних ресурсів до різних сфер економічної діяльності, підвищення якості обслуговування фінансовими інститутами, можливість зваженого хеджування ризиків і диференційованого вибору фінансових послуг надавали позитивні імпульси для відновлення економік різних країн.

Водночас підвищення волатильності на фондових ринках світу внаслідок аномального збільшення обсягів спекулятивного і віртуального капіталу, надмірного розростання приватних і державних боргів, неадекватного регулювання діяльності фінансових установ національними урядами і наддержавними структурами підривали основи для економічного зростання та періодично дестабілізовували національні та регіональні фондові ринки. Якщо у 2005–2006 рр. середньоквартальне значення індексу волатильності VIX[2] перебувало на рівні близько 12% і підлягало незначним коливанням, то упродовж 2011–2015 рр. значення індексу VIX змінювалося від 16 до 29% (вище значення вказує на більшу волатильність і менший «апетит до ризиків» інвесторів). Бурхливе зростання й активізація міжнародного руху спекулятивного капіталу, який не обмежений національними кордонами та законодавством, підвищували вразливість еконо-

[2] Індекс VIX (Chicago Board Options Exchange Volatility Index) обчислюється Чиказькою біржою і відображає ринкові очікування волатильності фондового ринку у наступні 30 днів, що втілюються у доходності опціонів цінних паперів, які входять до індексу SáP-500. Індекс VIX є загальноприйнятим індикатором «апетиту до ризиків» міжнародних інвесторів.

беруть активну участь у фінансуванні будівництва стратегічних транспортних та інфраструктурних проектів як усередині країни, так і за кордоном. Зокрема, Банк розвитку Китаю, Сільськогосподарський банк розвитку, Банк Китаю вже активно працюють не тільки у своїй власній країні, а й за кордоном. *Створення спільного з Китаєм банку розвитку дасть можливість залучати необхідні ресурси безпосередньо як від китайських банківських установ, так і виходити на зовнішні ринки капіталу.*

10. Стимулювання залучення китайських інвесторів до купівлі цінних паперів на фондовому ринку України. Уряд Китаю оголосив про свої наміри розглянути питання залучення китайських інвестиційних компаній та компаній з управління активами до фондових майданчиків України. За останні роки Китай перетворився на одного з найбільших інвесторів у світі, включаючи вкладення портфельних інвестицій. З огляду на виснаження фінансово-інвестиційної сфери України та дефіцитність платіжного балансу, *уряд України має розробити програму залучення іноземного капіталу на фондовий ринок України. До цієї програми варто включити перелік заходів і механізмів, детально розглянутих у підрозділі 3.4, та передбачити окремий пакет стимулів для китайських інвесторів.*

11. Співпраця у сфері валютно-фінансових відносин. Стабільність національної валюти є ключовим фактором сталого розвитку країни. Нерозсудлива валютна політика в Україні поглибила економічний спад та дестабілізувала фінансову систему країни. За останні три роки Україна втратила дві третини своїх валютних резервів. Водночас у світі посилюється тенденція до застосування національних валют у міжнародних торговельно-розрахункових операціях, зокрема це стосується китайського юаню. Більшість країн Центральної Азії та кілька країн Східної Азії вже перейшли до застосування національних валют у міжнародних валютно-кредитних операціях з Китаєм, що знижує валютні ризики для цих країн. Крім того, низка центральних банків використовує юань як резервну валюту. *Національний банк і Уряд України повинні сприяти більш широкому застосуванню національних валют у розрахункових, платіжних та кредитних операціях між Україною та Китаєм.*

Таким чином, активізація фінансово-економічного співробітництва між Україною та Китаєм, а також вдосконалення форм і методів співпраці передбачають вирішення таких завдань, як: реалізація спільних проектів в агро-промисловому комплексі (збільшення експорту сільськогосподарської

легкої промисловості, товарів побуту, іграшок та іншої дозволить замінити імпорт цих товарів в Україну за рахунок власного виробництва та налагодити її експорт на європейський ринок і ринки інших країн. Привертає увагу і той факт, що китайське керівництво вже ретельно вивчає можливості перенесення виробництв за межі країни, зокрема в країни Центральної та Східної Європи. Співпраця між Китаєм і країнами Центральної та Східної Європи (*далі* – ЦСЄ) є важливою складовою досить великого і дієвого механізму співпраці Китай – ЄС.

У 2012 р. Китаєм та країнами Центрально-Східної Європи (ЦСЄ) ухвалено спільне рішення (за ініціативою китайської сторони) про започаткування формату співробітництва «16+1». До формату «16+1» залучені: Албанія, Боснія та Герцеговина, Болгарія, Естонія, Латвія, Литва, Македонія, Польща, Румунія, Сербія, Словаччина, Словенія, Угорщина, Хорватія, Чорногорія, Чехія та Китай. З початку заснування відбулось п'ять самітів у форматі «16+1». Україна до цього процесу не залучена. Завдяки співпраці в рамках формату «16+1» було підписано багато угод з торгівлі та стимулювання взаємних інвестицій, сформовано законодавчу базу для подальшого зміцнення співробітництва.

У 2014 р. обсяг торгівлі між Китаєм і країнами ЦСЄ сягнув 60,2 млрд дол. США, тобто становив майже десяту частину обсягу торгівлі з усіма європейськими країнами. Загальна сума інвестицій китайських компаній у регіон ЦСЄ до 2014 р. досягла 5 млрд дол. США. Натомість інвестори з країн ЦСЄ за той самий період вклали 1,2 млрд дол. США в китайську економіку.

Україна має виключне географічне положення та необхідні ресурси для того щоб співпрацювати з Китаєм як у форматі «16+1» з його розширенням до формату «17+1», так і в двосторонньому форматі, що також має значний потенціал та переваги. Однак для реалізації зазначеного потенціалу потрібні стратегічне бачення та відповідальні дії українського керівництва.

*Держава (через відповідні установи) має брати активну участь у створенні необхідних умов для спільного виходу українських та китайських підприємств на європейський ринок. Україна потенційно може бути логістичним центром транзиту китайських товарів у Європу***.**

9. Спільний Українсько-китайський банк розвитку. Для реалізації спільних з Китаєм проектів доцільно було б розглянути можливість створення спільного Українсько-китайського банку розвитку. Китай має багатий досвід у сфері започаткування та діяльності банків розвитку, які

мік до негативного впливу зовнішніх факторів, обмежували можливості центральних банків з регулювання грошово-кредитної системи та утримання бажаної величини обмінного курсу.

На сучасному етапі розвитку глобальної економіки посилилися взаємопроникнення і дифузія фінансово-інвестиційних ринків, зокрема, тісною стала залежність між валютним і фондовим сегментами світового фінансового ринку. Так, коефіцієнт парної кореляції між показниками середньоденного обороту світового валютного ринку та капіталізацією фондового ринку становить 0,84. Обмінний курс національної валюти впливає на основоположні економічні параметри країни, а саме: на відсоткову ставку, тобто на вартість залучення позичкового капіталу та доходність банківських депозитів; на ринкову доходність суверенних облігацій та інших інструментів фондового ринку. Тому фондовий ринок суттєво взаємопов'язаний з валютним ринком. Крім того, фондовий ринок швидко реагує на зміни у державному курсовому регулюванні, яке значною мірою впливає на ліквідність, рівень інфляції, обсяг інвестицій, вартість грошей.

У міжнародному контексті бажання іноземців купувати активи резидентів США, Швейцарії тощо активізує фондові ринки зазначених країн і, як наслідок, сприяє зміцненню їх національних валют. З іншого боку, несподівана зміна переваг портфельних інвесторів та їх відмова від активів певних країн зазвичай викликає падіння обмінних курсів у цих країнах. Саме відплив іноземного капіталу з ринків, що формуються, у 2013–2015 рр. став одним із чинників повсюдного знецінення їх валют.

Одним із вагомих чинників, що провокує масовий відплив капіталу і розпродаж активів на ринках, що формуються, є підвищення відсоткових ставок Федеральною резервною системою (ФРС) США. Зокрема, у травні 2013 р., коли голова ФРС озвучив наміри згорнути програму «кількісного пом'якшення», ціни на боргові папери країн, що розвиваються, знизилися у середньому на 10%, згодом мав місце каскад девальвацій у цих країнах (від індійської рупії до турецької ліри). З іншого боку, низький рівень відсоткових ставок ФРС США як показник низької вартості ресурсів для учасників фінансового ринку є індикатором вищої глобальної ліквідності, що позитивно впливає на приплив іноземного капіталу на ринки, що формуються, та сприяє зростанню вартості їх фінансових активів.

2. Міжнародна експансія провідних фондових бірж світу і виникнення нових осередків «фінансової могутності» у Східній Азії. Логічним наслідком глобалізації економічної діяльності та транснаціоналізації бізнесу

стала інтернаціоналізація інститутів фондового ринку. Більшість провідних фондових бірж активізували власні зусилля щодо експансії на закордонні ринки, відкриття філій, представництв, розповсюдження у світовій мережі інтернет-пропозицій. Таким чином фондові біржі трансформувались з національних у міжнародні учасники перерозподілу капіталу.

Швидкий розвиток інформаційно-мобільних технологій у фінансовій сфері, концентрація капіталу та інтелектуальних ресурсів на цьому напрямі значно прискорили глобальну фінансову інтеграцію і піднесли роль фінансового сектора в глобальній економіці. На початку XXI ст. виникла світова фінансова мережа, яка пов'язала основні фінансові центри (Нью-Йорк, Лондон, Токіо, Цюріх, Франкфурт, Амстердам, Париж, Гонконг, Сингапур), до яких згодом приєднались нові фінансові центри (Шанхай, Шеньчжень, Сан-Паулу, Варшава).

Як домінуючі тенденції розвитку фондових бірж світу слід відзначити і посилення конкуренції за іноземного інвестора, об'єднання і поглинання інших бірж, зростання їх капіталізації і прискорення обігу цінних паперів. Так, провідні фондові біржі світу почали акціонуватись і об’єднуватися з біржами інших країн. У 2008 р. біржа Nasdaq придбала сім скандинавських і балтійських бірж. Материнська компанія Лондонської біржі досягла угоди про придбання TMX Group (однієї з бірж Торонто).

Посиленими темпами відбувалася інтеграція фондових ринків країн Європи, результатом якої стала міждержавна консолідація інфраструктури фондового ринку. У ЄС до 2018 р. планується закінчити розробку нормативної бази для формування Союзу ринку капіталу (англ. – Capital Market Union), в рамках якого діятимуть уніфіковані правила обігу і торгівлі цінними паперами, а також застосовуватимуться єдині правила і стандарти державного регулювання.

У посткризовий період інтенсифікувався процес глобальних переміщень фінансової могутності та формування нових фінансових центрів у Гонконзі і Китаї, відбулося зростання світової ваги азійських бірж Токіо, Сеулу і Шеньчженю. Загалом упродовж 1995–2012 рр. сукупна капіталізація фондових ринків країн, які розвиваються, збільшилася з менш ніж 2 трлн дол. США до 13 трлн дол. США. Для порівняння: за той же час сукупна капіталізація фондових ринків розвинених країн збільшилася тільки удвічі.

У 2012 р. у топ-10 фінансових центрів світу потрапили міста чотирьох азійських країн: на III та IV сходинках традиційно розташувались Гонконг і Сингапур, V місце обіймав Токіо, на VII місце перемістився Сеул. Частка

Оскільки південні регіони України періодично потерпають від посухи, що негативно впливає на врожайність у цих регіонах, проект будівництва польових іригаційних споруд у цих районах із залученням китайських технологій виглядає достатньо перспективним. Китайські банківські установи та страхові компанії вже підтвердили свою зацікавленість у фінансуванні цих проектів на суму 1,5 млрд дол. США. Освоєння нових орних земель в Україні варто розглядати як перспективну можливість збільшувати експорт сільгоспродукції у КНР. З метою подальшого розвитку співробітництва України та Китаю в сільськогосподарській галузі варто створити спільний аграрний сільськогосподарський парк, діяльність якого можна спрямувати на дослідження та розробку нових технологій вирощування сільськогосподарської продукції та «зелених технлогій» у галузі сільського господарства.

8. Спільний вихід українських і китайських підприємств на європейські ринки. Враховуючи стратегічну спрямованість України на інтеграцію в ЄС та прагнення Китаю зберегти свої позиції на європейському ринку (ЄС є найбільшим торговим партнером Китаю), уряд нашої країни разом із китайськими партнерами має розробити програму спільного виходу українських та китайських підприємств на європейський ринок. Одним із напрямів програми може бути створення логістичного центру для транзиту китайських товарів у Європу та постачання українських товарів до ЄС. До розроблення цієї програми мають бути залучені також представники провідних українських та китайських підприємств, наукові установи.

Іншим напрямом реалізації програми спільного виходу на європейський ринок може бути створення спільних підприємств на українській території із залученням китайських інвестицій. В умовах запровадження нової моделі розвитку Китаю, яка передбачає внутрішнє споживання як рушійну силу розвитку економіки, зростатимуть доходи китайських працівників, що знижуватиме привабливість китайського ринку з точки зору дешевої робочої сили та впливатиме на зростання ціни кінцевої продукції, в тому числі тієї, що експортується. Натомість рівень розвитку економіки України та доходів громадян відставатиме від китайського, що приваблюватиме іноземних інвесторів. З часом структура китайського експорту змінюватиметься до збільшення експорту більш високотехнологічної продукції, тоді як виробництво продукції низькокваліфікованою робочою силою буде переноситись в інші країни. Створення спільних підприємств за участю китайських інвесторів та налагодження виробництва, зокрема, продукції

варто розглядати як можливість розширення морських шляхів для українських суден та потенційних маршрутів перевезення українських товарів у інші країни світу. Іншим напрямом співпраці між Україною та Китаєм із будівництва глибоководного порту може стати прокладання альтерантивного Морського шовкового шляху через територію України. Сьогодні навряд чи можна говорити про те, щоб Україна стала альтернативою Греції в побудові Морського шовкового шляху, однак це питання може розглядатися у перспективі.

Слід звернути увагу на те, що в травні 2015 р. Росія також проводила переговори з Китаєм з приводу будівництва глибоководного порту в Криму і сторони схвально поставились до ідеї його будівництва. Очевидно, що це не в інтересах України. Враховуючи ці обставини, уряд України має розглянути можливість будівництва такого порту на узбережжі материкової України. Потенційними ділянками для таких проектів можуть стати території портів Миколаєва, Чорноморська чи інші території.

6. Співпраця у сфері запровадження «зелених технологій». Починаючи з 2012 р. Китай активно реалізує стратегію «зеленого розвитку», що передбачена XII п'ятирічним планом розвитку економіки КНР. Китай активно інвестує в енерго- та ресурсозберігаючі технології для покращення стану довкілля, зменшення споживання енергоресурсів та мінеральної сировини. За темпами приросту інвестицій у зелені технології Китай сьогодні посідає одне з перших місць у світі. Враховуючи незадовільний екологічний стан в Україні, варто вивчати досвід Китаю у сфері розвитку «зелених технологій» та розробляти спільні з китайською стороною проекти. Крім того, з огляду на багатий досвід Китаю у сфері створення наукових та технологічних парків, перспективним видається створення спільного українсько-китайського наукового чи технологічного парку з розробки та запровадження «зелених технологій».

7. Реалізація проектів в агропромисловій сфері. В 2013 р. між Україною та Китаєм була підписана угода про реалізацію аграрних проектів, які стосуються освоєння орних земель та будівництва польових іригаційних проектів. Китайська сторона виступала з ініціативою вирощування в Україні рису за безводною технологією. Порівняно зі звичайним способом вирощування рису, ця технологія дозволяє зекономити близько 65% води та підвищити урожайність мінімум на 20%. Крім того, запровадження нових технологій вирощування рису дозволило б збільшити обсяг його власного виробництва в Україні та, відповідно, зменшити його імпорт.

капіталізації фондового ринку Китаю в капіталізації світового ринку в 2008 р. становила 4,38%, у 2010 р. – 7,27%, у 2011–2012 рр. вона досягла 9,8%, а у 2013 р. дещо знизилася до 8,8%.

Зростання масштабів і питомої ваги фондових ринків країн, що розвиваються, з часом зумовить більшу диверсифікацію джерел залучення фінансового капіталу у світовому масштабі, перегрупування світових фінансових потоків з урахуванням азійського вектора, а також зростаючу орієнтацію урядів і корпоративних позичальників на фінансові центри Гонконгу, Сингапуру, Китаю.

3. Поглиблення процесу віртуалізації світового фінансового ринку та розвиток нових форм віртуалізації. На світовому фондовому ринку віртуалізація проявилась як становлення глобальної інтегрованої цифрової (віртуальної) інфраструктури фондового ринку; консолідація капіталу бірж на основі інформаційно-комунікаційних платформ; розвиток електронних комунікаційних мереж для поширення альтернативних торговельних систем позабіржової торгівлі. У банківському секторі проникнення інформаційно-комунікаційних технологій мало такі особливості: розвиток послуг із дистанційного обслуговування клієнтів банків; розширення сфери обігу електронних грошей; становлення розгалужених і диверсифікованих електронних платіжних систем; обслуговування банками електронних платежів клієнтів; інтеграція електронних платежів із міжнародними платіжними системами, активне впровадження технологій інтернет-еквайрингу і оформлення кредитів на основі інтернет-банкінгу.

Широке використання віртуальних фінансових операцій генерувало такі позитивні ефекти для фінансових установ і глобального фінансового ринку в цілому, як: автоматизація робочих процесів і зниження операційних витрат постачальників фінансових послуг, зниження трансакційних витрат для клієнтів, становлення гнучкого режиму проведення фінансових операцій, що сприяє підвищенню ефективності надання фінансових послуг, а також зростання швидкості обертання грошей і розширення сфери безготівкових розрахунків, посилення інтеграційних зв'язків у рамках глобального фінансового простору. Водночас з віртуалізацією фінансових операцій було пов'язане виникнення таких проблем і ризиків: коливання цін на фінансові активи, нестабільність фінансового сектора, загрози для безпечного функціонування платіжних систем.

4. Формування траєкторії розвитку світової валютної системи як полівалютної, за якої функції міжнародних розрахунків, накопичення

та міри вартості виконують кілька національних і регіональних валют (долар США, євро, юань, регіональні валюти країн Африки та Латинської Америки). Незважаючи на те, що долар зберігає домінуючі позиції в рамках світової валютної системи, в довгостроковому періоді дедалі реалістичнішим є сценарій «виштовхування» долара з «валютного Олімпу» і заміни його монополії на «валютну олігополію». Крім того, зростає значення і розширюється сфера обігу регіональних валют (євро, південноафриканського ранда, центральноамериканського песо).

Процеси регіональної валютної інтеграції ведуть до поступового поділу світового валютного простору на регіональні валютні блоки; поширюється тенденція до використання національних валют країн, що розвиваються, і колективних валют у межах регіональних утворень. З огляду на те, що частка країн із низьким і середнім рівнями доходів у світовому ВВП уже перевищила 50% (за паритетом купівельної спроможності валют), зростатиме регіональне значення та потенціал інтернаціоналізації таких валют, як китайський юань, індійська рупія, південноафриканський ранд, бразильський реал тощо.

Тенденція до більш активного використання євро як валюти міжнародних розрахунків і світової резервної валюти стримується ймовірністю виникнення чергового витка боргової кризи, а також вадами Європейської валютної системи, які були винесені на поверхню в ході глобальної та європейської боргової кризи: неможливістю здійснення девальвації національних валют для підвищення конкурентоспроможності країн зі слабкою економікою, недостатністю суспільної підтримки для переходу на євро в окремих країнах ЄС, невиконанням критеріїв конвергенції новими членами ЄС, великими суверенними боргами у периферійних країнах, розбіжностями в банківській та фіскальній системах країн ЄС, які не можуть бути враховані при проведенні єдиної валютної політики.

В епоху тектонічних зсувів світової валютної системи та поширення «валютних війн» як засобу утримання національної конкурентоспроможності деяких змін зазнали національні режими валютного регулювання – як у розвинених країнах, так і у країнах, що розвиваються. Йдеться, зокрема, про посилення втручання центральних банків розвинених країн у процеси на валютних ринках шляхом проведення валютних інтервенцій з метою запобігання надмірного зміцнення курсів національних валют; модифікацію валютних режимів країн, що розвиваються, у напрямі підвищення гнучкості курсу та прогресуюче використання проміжних режимів обмінного курсу;

Китаю могутнього партнера, що, в свою чергу, матиме незаперечне військово-політичне значення і сприятиме посиленню безпеки країни.

4. Українсько-китайська співпраця в енергетичній сфері. Наприкінці 2013 р. сторони підписали низку угод, спрямованих на активізацію економічної співпраці між Україною та Китаєм, включаючи інфраструктурні та енергетичні проекти. Однією з цих угод є угода про надання Китаєм Україні кредиту на суму 3,5 млрд дол. США на будівництво заводів з газифікації вугілля. Цей проект є достатньо перспективним з огляду на те, що він зорієнтований на вирішення енергетичних проблем у нашій країні. Враховуючи складну ситуацію в Україні з газопостачанням, а також наявність у Китаю досвіду та відповідних технологій з газифікації вугілля, можна зробити висновок про те, що кредитування будівництва заводів з газифікації вугілля в Україні могло би бути перспективним напрямом співпраці між Україною та Китаєм. Будівництво таких заводів дасть можливість зменшити потребу в імпорті, насамперед російського газу. Крім того, реалізація цього проекту дозволить створити нові робочі місця в регіонах залягання вугільних запасів, передусім Донецькій та Луганській областях. Однак при прийнятті рішення щодо імпорту китайських технологій варто провести ретельну експертизу, в першу чергу – на відповідність цих технологій міжнародним екологічним стандартам. І тільки за умов отримання позитивного висновку щодо такої відповідності можна було би приймати рішення щодо проведення закупівель китайських технологій та обладнання в рамках спільного українсько-китайського проекту.

5. Співпраця у сфері розвитку інфраструктури. В рамках пакету економічної співпраці між Україною та Китаєм Китай запропонував Україні будівництво глибоководного порту в Криму з відповідною портовою інфраструктурою. Вартість проекту становила близько 3 млрд дол. США. При цьому китайська сторона готова була виділити кредит і не вимагала державних гарантій. Водночас китайська сторона висувала вимогу щодо отримання 50% власності у статутному капіталі майбутнього підприємства, зайнятого обслуговуванням морського порту.

Слід зазначити, що Україна потребує сучасної портової інфраструктури, оскільки наявність морських портів у країні є важливим напрямком розширення торговельних шляхів. Україна має вигідне географічне положення, тому може запропонувати і транзитні шляхи для морських суден з інших країн. Будівництво глибоководного порту за участю китайських партнерів

Президентом Казахстану під час участі Президента України в бізнес-форумі «Казахстан – Україна».

Слід звернути увагу і на можливості створення спільних українсько-китайських підприємств (близько 70% китайського експорту за кордон становить продукція, вироблена в Китаї на підприємствах з іноземними інвестиціями, а наразі китайські компанії є потужними інвесторами в інших країнах). Відповідно слід вдосконалити нормативно-правову базу України з метою спрощення порядку створення спільних підприємств з китайськими інвестиціями в Україні.

3. Участь України в проекті розбудови Шовкового шляху. Останнім часом Китай активно розвиває ідею розбудови економічного та морського Шовкових шляхів, які мають з'єднати Китай з Європою. Китайська сторона серйозно розглядає Україну як транзитну країну, через яку ці шляхи потенційно можуть проходити. Під час відкриття представництва Китайської торгової асоціації в Києві 7 вересня 2015 р. голова асоціації Вейдзян Чжоу зазначив, «що завдяки щасливому випадку Україна географічно розташована дуже вигідно». На церемонії голова асоціації також запропонував українській стороні низку проектів, які спрямовані на залучення України до розбудови Нового шовкового шляху.

Уряд країни має уважно розглянути запропоновану техніко-економічну документацію і прийняти власні рішення, які б задовольнили обидві сторони. Зволікати з рішеннями сьогодні неможливо, оскільки, незважаючи на всю привабливість українського географічного положення, Україна не є єдиною країною, через територію якої Шовковий шлях може проходити. Вже сьогодні конкурентами України є Росія, Білорусь та Греція, з якими Китай на сьогодні активно співпрацює. Через територію Росії та Білорусі вже прокладено залізничну колію, яка з'єднує Китай з Європою. В Греції Китай на 50 років взяв у оренду морський порт Пірей, який за останні роки перетворився на один з найбільших європейських портів. Хоча ці шляхи не входять до маршруту Шовкового шляху, однак у випадку відсутності конструктивної позиції українського уряду та зволікання з реакцією на запропоновані проекти ніщо не завадить китайській стороні змінити свої початкові плани та обрати нових партнерів.

Участь України в розбудові транспортних Шовкових шляхів, крім економічного ефекту, матиме також і геополітичне значення. У випадку активної участі України в цьому проекті наша держава має шанс перетворитись на впливову регіональну країну і отримати в особі

триваюче накопичення офіційних валютних резервів та утримання обмінних курсів на заниженому рівні у динамічно зростаючих країнах Азії.

5. Зростання ролі міжнародних фінансових організацій (МФО) у подоланні проблем посткризового розвитку світу та запровадження ними комплексу інновацій, спрямованих на підвищення ефективності власної діяльності. Під час глобальної кризи та у посткризовий період проявилася критично важлива роль МФО як інститутів глобальної фінансової архітектури, що активно залучені до екстреного фінансування та антикризової політики у світі, фінансового забезпечення реформ у системно важливих для світової економіки сферах.

Для реагування на нові виклики посткризового розвитку та підвищення ефективності власної діяльності у практику МФО було запроваджено такі інновації: а) перехід від двостороннього нагляду до багатостороннього; б) вдосконалення методик і процедур раннього попередження фінансових криз; в) проведення оцінок вразливості зовнішнього сектора країн-членів; г) підготовка доповідей про світову фінансову стабільність і «ефекти зараження» на міжнародних ринках; д) посилення впливу МФО на результати реформ у країнах-членах; е) підвищення якості управління ризиками кредитного портфеля МФО; є) зміна стратегічних напрямів діяльності МБРР: націленість на боротьбу з бідністю і посилення системи соціального захисту, сприяння підвищенню екологічної безпеки і протидія змінам клімату, налагодження співробітництва з партнерами для мобілізації більшого обсягу ресурсів, формування механізмів раннього попередження кризових ситуацій; ж) модернізація умов кредитування Міжнародним валютним фондом і підвищення гнучкості традиційного інструменту «стенд-бай»; з) подвоєння лімітів доступу позичальників до ресурсів Фонду, введення нових строків кредитування. В цілому у рамках міжнародної фінансової архітектури більш значущими стали регіональні МФО – Європейський стабілізаційний механізм, Європейський інвестиційний банк, Міжамериканський банк розвитку, Азійський банк розвитку.

6. Посилення залежності країн-експортерів сировини від коливань курсу долара США до світових валют і зниження темпів зростання сировинних економік в умовах ревальвації долара. У період «фінансіалізації» сировинних ринків почав спостерігатися високий ступінь кореляції між цінами на сировинні товари і обмінними курсами валют, які широко використовуються для carry-trade спекуляцій (див. детально підрозділ 1.2). Коефіцієнти парної кореляції індексу цін на мінерали, руди і метали з об-

мінним курсом американського долара до СПЗ і до євро (для періоду 2000–2014 рр.) становлять 0,86 і 0,84 відповідно; коефіцієнти кореляції агрегованого індексу цін на всі види сировини з курсом долара до зазначених валют становлять 0,86 і 0,82.

Таким чином, одним із факторів зниження світових цін на сировину в 2011–2015 рр. стало зміцнення курсової позиції долара до основних світових валют. Ревальвація долара США мала також вагомі вторинні ефекти, серед яких – вплив на темпи економічного зростання країн із ринками, що формуються. П.Друк, Н.Магуд і Р.Маріскал показали, що у періоди підвищення вартості американського долара гальмується реальне зростання ВВП у країнах із ринками, що формуються. Аналогічно, зниження вартості долара пов'язане з більш динамічним економічним зростанням в цих країнах[3]. Така закономірність справджується для всіх регіональних груп: країн Латинської Америки, Східної Азії, Близького Сходу і Північної Африки, Східної та Центральної Європи. Цей ефект особливо відчутний у країнах – нетто-експортерах сировини. Менш тісний взаємозв'язок між темпами економічного зростання і курсовою динамікою долара спостерігається у Східній Азії, Центральній Америці і Мексиці.

Головним каналом трансмісії цього явища є ефект доходу, який походить від впливу обмінного курсу долара США на рівень світових цін на сировинні ресурси. З підвищенням вартості долара до основних світових валют ціни на сировину в доларах мають тенденцію до зниження. У свою чергу, нижчі ціни на сировину знижують попит на внутрішньому ринку країн – експортерів сировини внаслідок зниження реальних доходів (у доларах). Це спрацьовує таким чином: здешевлення сировини у доларах знижує доларову купівельну спроможність експортерів сировини та зменшує (доларовий) реальний дохід країни. Збіднення економіки негативно позначається на попиті на внутрішньому ринку і пригнічує економічну активність. Іншими словами, погіршення умов зовнішньої торгівлі означає зниження купівельної спроможності економіки щодо придбання імпорту, що, надалі стає причиною падіння внутрішнього попиту і обсягів виробництва у малій відкритій економіці.

Однак зовнішній шок у вигляді погіршення умов торгівлі збільшує попит на зовнішньому ринку на товари вітчизняного виробництва, тобто веде до збільшення експорту. На тлі зростання попиту на товари, вироблені всере-

[3] Druck, Pablo, Magud, Nicolas E. and Mariscal, Rodrigo. (2015). Collateral Damage: Dollar Strength and Emerging Markets' Growth. *IMF Working Paper,* July.

Китай залишається одним із найбільших реципієнтів іноземних інвестицій і утримує цю позицію впродовж понад 30 років. Важливою причиною цього є те, що китайські підприємства в багатьох випадках розвивають коопераційні відносини з іноземними підприємствами, створюючи нові спільні підприємства з різними організаційно-правовими формами (акціонерні, товариства з обмеженою відповідальністю та ін.). Як правило, іноземний партнер отримує суттєву частку в статутних фондах новостворених підприємств та володіє контрольною часткою капіталу. Для китайської сторони важлива постійна присутність іноземного партнера, оскільки останній бере участь в управлінні підприємством, дбає про його розвиток та несе відповідальність за результати економічної діяльності.

У майбутньому *кооперація в різних її формах має бути основою ділової співпраці українських компаній з китайськими партнерами.*

2. Збільшення експорту продукції обробної промисловості з України в Китай. Сьогодні основним видом експортної продукції України в Китай є продукція мінерального та сировинного походження. Світовий досвід свідчить про те, що така форма експорту породжує проблеми волатильності експортних надходжень і невисокої доходності експортних операцій. Це також підтверджує досвід поставок української залізної руди до Китаю. Тривалий час левову частку українського експорту в Китай становив експорт залізної руди (майже до 90%). Проте з часом Китай спромігся модернізувати свої металургійні заводи і налагодити власне видобування залізної руди. Крім того, істотно знизились світові ціни на мінерали, руди і метали. Це призвело до значного скорочення поставок української руди в Китай (приблизно на 65%), а також до зменшення надходжень валютної виручки в Україну, скорочення обсягів виробництва та гальмування економічного розвитку країни.

У стратегічному плані Україна має відходити від постачання сировинної та мінеральної продукції до Китаю і переорієнтовуватись на постачання готової продукції. Безумовно, вирішення цього завдання потребує застосування арсеналу інструментів промислової і структурної політики держави, а також впровадження системи заходів із заохочення і підтримки національного експорту.

Перспективним засобом для досягнення збільшення експорту української продукції до Китаю є створення українського логістичного центру в Казахстані, ініціатива щодо створення якого була висловлена

українського експорту до країн світу: продукція чорної металургії (вона свого часу і забезпечувала левову частку українського експорту до Китаю);

- українська сторона демонструє низьку активність щодо реалізації кредитних угод з Китаєм стосовно низки проектів в енергетичній, транспортній та сільськогосподарській галузях; це зумовлюється як непослідовністю та недостатнім рівнем кваліфікації державних службовців в Україні (залучених до опрацювання відповідних рішень), так і висуненням китайською стороною в деяких випадках необґрунтованих вимог щодо гарантування державою ризиків комерційних проектів та їх реалізації під патронатом держави; водночас у багатьох випадках китайські інвестиції та кредити є важливими і створюють умови для збільшення українського експорту, розвитку інфраструктури та зміцнення енергетичної бази країни;
- український уряд демонструє пасивність щодо запропонованої участі України в реалізації програм «Економічний пояс Шовкового шляху» та «Морський шовковий шлях XXI ст.»;
- впродовж тривалого періоду між країнами зберігається низький рівень інвестиційної активності;
- Україна та Китай сьогодні співпрацюють в агропромисловій, техніко-економічній та фінансовій сферах. Країни мають величезний потенціал щодо поглиблення співпраці, який пов'язаний з участю України у створенні єдиної системи інфраструктурних і торгових шляхів у Євразії, що має об'єднати східну та західну частини континенту і стати аналогом Великого шовкового шляху в XXI ст.

Враховуючи роль Китаю у сучасних світових процесах та глобальній економіці, уряд країни має більш уважно ставитись до ініціатив китайської сторони щодо розвитку співпраці, оскільки китайський ринок є одним із найбільших у світі та таким, що динамічно розвивається. Крім того, Китай сьогодні є одним з найбільших у світі інвесторів, що також є важливим для економіки України.

6.3. Пропозиції щодо вдосконалення та активізації співпраці між Україною і Китаєм у фінансово-економічній сфері

1. Виробнича кооперація між китайськими та українськими підприємствами. Для створення довготривалих взаємовигідних економічних відносин з Китаєм потрібно враховувати особливості ведення бізнесу китайськими компаніями як усередині країни, так і за кордоном. Відомо, що

дині країни, а також на товари, які не є об'єктом зовнішньої торгівлі, має місце т.зв. ефект «переключення витрат». Унаслідок реалізації цього ефекту може відбуватися покращення торговельного балансу. З іншого боку, як ми вже зазначали, внутрішній попит зменшується внаслідок дії ефекту доходу. Якщо останній ефект є достатньо вагомим, то попит на внутрішньому ринку та реальний ВВП зменшуються, незважаючи на поліпшення торговельного балансу.

П.Друк, Н.Магуд і Р.Маріскал на основі даних за 1970–2014 рр. довели, що ефект доходу зберігає свою дію навіть за умов прояву ефекту «переключення витрат», який виникає при девальвації валют країн із ринками, що формуються, відносно долара США. Тобто фактично ефект доходу при ревальвації курсу долара спрацьовує щодо зниження внутрішнього попиту у цих країнах, послаблюючи потенційний ефект від девальвації національних валют. Автори дослідження також показали, що негативні ефекти зміцнення долара США є більш відчутними при гнучкіших режимах обмінних курсів. Більш гнучкий режим уможливлює масштабнішу короткотермінову адаптацію до шоку скорочення доходів. Значна девальвація обмінного курсу (порівняно з фіксацією курсу чи утриманням його в межах «коридору») спричиняє ефект порівняно більшого скорочення доходу, впливаючи таким чином на внутрішній попит значнішою мірою, аніж за наявності більш жорстких механізмів підтримання обмінних курсів валют.

7. Досягнення рекордного в історичному ракурсі рівня державного боргу у розвинених країнах і накопичення ризиків макрофінансової нестабільності у світовому масштабі. За даними МВФ, рівень загального боргу в розвинених країнах збільшився з 77,3% ВВП у кінці 2007 р. до 99,3% у кінці 2009 р., і надалі продовжував зростати: на кінець 2015 р. відношення боргу до ВВП становило 112,5%. Надмірний рівень боргового навантаження у розвинених країнах справляє багатосторонній негативний вплив на стан міжнародних фінансів: посилення ступеня економічної непевності та тиску на рівень світових відсоткових ставок; зменшення банківського кредитування корпоративного сектора та уповільнення темпів інвестиційної діяльності; підвищення ризиків ліквідності / платоспроможності урядів і погіршення перспектив боргової стійкості та макрофінансової стабільності; підвищення волатильності світового фінансового ринку і зростання вартості зовнішнього фінансування для країн із ринками, що формуються.

Одним із наслідків існування проблеми надмірного боргового навантаження стало вироблення світовою спільнотою стандартів і «найкращої

практики» фіскальних консолідацій у площині бажаних (допустимих) обсягів коригування, періоду дії та оптимальних фіскальних інструментів консолідації. Зокрема, було визначено набір інструментів фіскальної консолідації, чий негативний вплив на економічне зростання у короткостроковому періоді мінімальний і має позитивні економічні ефекти у довгостроковому періоді: скорочення державних субсидій підприємствам і зростання податків на власність, зменшення реального розміру пенсій і соціальних допомог (крім допомог дітям), підвищення екологічних податків. Було також ідентифіковано інструменти консолідації, що мають найбільш вагомі негативні наслідки в економічному плані: скорочення видатків на освіту, зменшення державних інвестицій, підвищення внесків на соціальне страхування і податків на корпоративні прибутки. Відповідно до «найкращої» світової практики, фіскальні консолідації бажано розпочинати у період економічного зростання, проводити поступово (упродовж кількох років) та уникати різкого скорочення видатків бюджету чи підвищення податків, які б генерували первинний циклічно скоригований баланс загального уряду обсягом понад 3,5% річного ВВП.

8. Посилення дії «ефектів зараження» у рамках світової фінансової системи та виникнення осередків нестабільності у розвинених країнах. У практиці функціонування міжнародних ринків з очевидністю почали проявлятися «ефекти зараження» (англ. – contagion effects), коли реальні і фінансові шоки стали з легкістю поширюватися від однієї країни до іншої. І хоча цей феномен заявив про себе ще в кінці XX ст., однак до глобальної кризи 2008–2009 рр. вважалося, що до дії «ефектів зараження» є вразливими лише країни з ринками, що формуються. Остання глобальна криза виникла у розвинених країнах із масштабними та інтегрованими фінансовими системами і принципово відрізнялася від циклів «бум-спад», які традиційно зосереджувалися у країнах із ринками, що формуються. Виявилося, що ринки розвинених країн також можуть потерпати від «хронічних хвороб» незрілих ринків – несиметричності інформації та пов'язаної з нею паніки і «стадної» поведінки інвесторів, недосконалості фінансового регулювання та неспроможності державних органів ідентифікувати і нівелювати дію системних ризиків.

У ході глобальної фінансово-економічної кризи 2008–2009 рр. і при виникненні кризових сплесків регіонального масштабу після 2009 р. поширення кризових імпульсів на ринки інших країн відбувалося за такими основними каналами: *фондового ринку* (глобальний «апетит до ризиків», динаміка фондових індексів S&P500, DAX тощо, волатильність світових фондових індексів); *банківського сектора* (глобальна ліквідність, відсоткові ставки

дження державних гарантій за оновленим переліком проектів та подати до банку заявки на індивідуальні кредити щодо кожного з проектів.

Транспортна інфраструктура

У галузі розвитку транспортної інфраструктури була підписана кредитна угода між ДП «Дирекція з будівництва та управління проектом «Повітряний експрес» та Експортно-імпортним банком Китаю у розмірі 372 млн дол. США. Кредит планувалось виділити двома траншами, перший – в обсязі 52 млн дол. США – було виділено у 2013 р. і направлено на виконання проектних підготовчих робіт. Другий – на 320 млн дол. США – мав бути направлений на будівельні роботи і закупівлю рухомого складу.

З самого початку передбачалось, що кошти проекту будуть використані на створення швидкісних пасажирських перевезень між ст. «Київ-Пасажирський» і міжнародним аеропортом «Бориспіль» та розвиток інфраструктури міжнародного аеропорту «Бориспіль». Будівництво залізниці мало бути закінчене до відкриття Чемпіонату Європу з футболу в Києві Євро-2012. Однак своєчасно цей проект не було реалізовано. Згідно із заявою першого заступника Держінвестпроекту К.Бондара під час робочої зустрічі з радником із торгово-економічних питань при Посольстві КНР Лю Цзюнем, проблему можна вважати вирішеною. Під час наради, що відбулась 12 листопада 2014 р., було прийнято рішення про будівництво тунелю в аеропорту «Бориспіль», позаяк наземне будівництво в підсумку могло би створити перешкоди для роботи аеронавігаційного обладнання аеропорту. В рамках кредиту було використано 52 млн дол. США на виконання проектних та підготовчих робіт. Решта коштів має бути використана на будівництво інфраструктурних об'єктів. У зв'язку з тим, що Держінвестпроект було ліквідовано, правонаступником проекту є Міністерство інфраструктури України. Майбутнє цього кредиту також залишається невизначеним.

Отже, за результатами проведеного дослідження виявлено такі проблемні аспекти співпраці між двома сторонами:

- починаючи з 2013 р. між Китаєм і Україною триває зниження товарообороту, що є наслідком девальвації української валюти, водночас спостерігається збільшення частки Китаю в загальній структурі українського експорту; за період з 2012–2015 рр. український експорт до Китаю посилив свою сировинну спрямованість, але з певними змінами, зокрема, у структурі українського експорту зросла частка зернових та олії, а зменшилась частка експорту руди; це пояснюється тим, що протягом 2014–2015 рр. Китай налагодив власне виробництво продукції, яка традиційно становить основу

До реалізації проекту також було залучено відому компанію-будівельника вугільних шахт «China Coal Mine Construction Corp» (CCMCGC), яка спільно з Хефейським проектним дослідним інститутом вугільної промисловості (КНР) завершила адаптацію ТЕО будівництва шахти до вимог китайських фінансових інститутів, які планують взяти участь у фінансуванні проекту.

Відповідно до отриманих даних проектна потужність шахти «Любельська» N1-2 становить: за рядовим вугіллям – 7,8 млн т на рік, за товарною продукцією – 6 млн. Проведено також геологічне вивчення ділянки «Любельська» N3 з апробованими запасами обсягом 133,3 млн. т. Реалізація проекту «Любельська» N1-2 дасть можливість створити 3 тис. робочих місць і до 7 тис. супутніх робочих місць. Працююча шахта забезпечить надходження до державного бюджету і до бюджетів Львівської області та Жовківського району в сумі понад 140 млн дол. США на рік у вигляді податку на прибуток і додатково понад 30 млн дол. США плати за користування надрами і надходжень до соціальних фондів.

Згідно з розрахунками Хефейського проектного дослідного інституту, що були здійсненні в 2014 р., загальний обсяг фінансування будівництва шахти «Любельська» N1-2 становитиме 1,081 млрд дол. США, термін будівництва – до 38 місяців, період окупності – 22 місяці від часу введення шахти в експлуатацію. Собівартість видобутку однієї тонни продукції – 28,7 дол. США. Однак чиновники Міненерговугільпрому вважають, що для остаточного рішення доцільно провести контрольне буріння із залученням незалежних експертів для підтвердження марочного складу вугілля.

Наведений аналіз стану проекту «Любельська» N1-2 дає підстави зробити висновок про те, що чиновники Міненерговугільпрому не довіряють висновкам провідних установ світового та національного рівнів і начебто збираються здійснювати незалежну оцінку та розвідувальні роботи з підтвердження промислових потужностей шахти. На сьогоднішній день реальних дій Міненерговугільпрому не відбувається. Доля проекту і надалі залишається невизначеною. Країна втрачає час та реальні можливості щодо вирішення енергетичної проблеми та проблеми зайнятості.

Наразі Державний банк розвитку КНР очікує від Мінекономрозвитку офіційного листа з переліком проектів, які українська сторона має намір профінансувати за рахунок кредитної лінії. У разі попереднього погодження банком цих проектів «Нафтогаз» зможе робити наступні кроки щодо підтвер-

державних облігацій розвинених країн, ставки LIBOR, міжнародні ставки за кредитами і депозитами); *торговельним* (зміна цін на експортовані та імпортовані товари, зміна світового попиту на експортовану продукцію тощо); *валютним* (динаміка валютних курсів торговельних партнерів, зміна реального обмінного курсу національної валюти, валютні кризи у країнах зі схожими умовами); *макроекономічним* (темпи інфляції та рівень безробіття у країнах-сусідах і партнерах).

Друга хвиля фінансово-економічної кризи «накрила» країни ЄС у 2010 р.; частково вона була викликана невирішеністю фундаментальних проблем боргових економік у 2008–2009 рр. Тягар приватних боргів було перенесено на суверенні баланси, внаслідок чого рівень державного боргу упродовж 2008–2014 рр. збільшився на 29% ВВП у 28 країнах ЄС і на 27,2% ВВП у країнах єврозони. Факторами, що обумовили виникнення та посилення гостроти боргової кризи в ЄС, стали також великі макроекономічні дисбаланси на периферії єврозони, розгортання кризи недовіри серед учасників фінансового ринку, формування «петлі зворотних зв'язків» між фінансовим станом банків і урядів, слабкість системи державного регулювання фінансових посередників і низький ступінь координації фіскальної політики у межах Європейського валютного союзу.

9.Накопичення проблем у банківському секторі розвинених країн і повільне відновлення кредитування реальної економіки після глобальної кризи. Запровадження нових стандартів банківського нагляду після глобальної кризи 2008–2009 рр., поширене використання політики нульових відсоткових ставок центральними банками провідних країн, виникнення фінансових інновацій, які підривають діючі бізнес-моделі глобальних банків, накопичення «поганих активів» на банківських балансах, а також взяття на озброєння органами ЄС стратегії рятування банків за рахунок їх кредиторів – так званої стратегії «bail-in», замість традиційних методів «bail-out», породжують масу проблем і викликів для глобальних банків. Так, серед країн ЄС лише у Німеччині і Франції частка «поганих активів» у складі загального кредитного портфеля банків становить близько 4%, в багатьох країнах ЄС вона досягає 10%, а в Італії – перевищує 15%[4]. Серед нових

[4] Kastrop, S. Macroeconomic Policies in Europe: Quo Vadis? Lecture in Joint Vienna Institute (February, 12, 2016).

членів ЄС частка «поганих активів» становить 11,7% в Угорщині; 16,3 – у Хорватії; 12,3 – у Румунії; 16,8% у Болгарії[5].

Значна кількість центральних банків розвинених країн стала практикувати політику від'ємних відсоткових ставок за депозитами банків у центральному банку. Внаслідок цього на початку 2016 р. негативна доходність дворічних облігацій державної позики спостерігалася у Швеції, Чехії, Німеччині, Нідерландах, Франції, Бельгії, Данії, Австрії та Японії. Така політика мала на меті заохотити банки кредитувати реальну економіку. Однак у дійсності вона ще більше знизила прибутковість банківської діяльності (оскільки банки не бажали переносити від'ємні відсоткові ставки на своїх вкладників) і загострила їх фінансові труднощі.

Унаслідок кволого кредитування банками підприємницького сектора, за оцінками Дослідницького департаменту ОЕСР, на початку 2013 р. рівень інвестиційної діяльності в 15 країнах ЄС становив лише 82% від рівня І кв. 2008 року, а до кінця 2015 р. цей показник підвищився до 87%[6]. Серед країн «ядра» ЄС лише Німеччині вдалося перевищити рівень інвестиційної діяльності початку 2008 р.

10. Зростання геоекономічної ролі Китаю та виникнення для країн із низьким і середнім рівнем доходів нових можливостей фінансово-економічного співробітництва з КНР. З 2001 р. у Китаї офіційно стала впроваджуватися стратегія «глобалізації», основними складовими якої є активізація вкладення китайських інвестицій за кордоном; інтенсифікація співпраці з іншими країнами у сфері розробки і добування природних ресурсів на їх території; розвиток зовнішньої торгівлі товарами і послугами; розширення практики контрактної співпраці в рамках технологічних проектів; стимулювання китайського експорту машинобудівної продукції; розвиток закордонної співпраці у галузі науки, технологій та розвитку талантів; збільшення експорту китайської робочої сили.

Ключовими рисами зовнішньоекономічної стратегії Китаю стали: а) інтернаціоналізація державної політики; б) визначення та деталізація принципів економічної та технологічної співпраці Китаю на міжнародному рівні; в) формування галузевих пріоритетів для закордонних інвестицій, серед яких – електроенергетика, металургія, нафтохімія, залізничні колії, транспорт, електронні комунікації, видобувні галузі; г) всебічне стимулювання закор-

[5] International Monetary Fund (October 2015). Global Financial Stability Report. Retrieved from http://www.imf.org/External/ Pubs/FT/GFSR/2015/02/index.htm

[6] Kastrop S. Macroeconomic Policies in Europe: Quo Vadis?

підписана 25 грудня 2012 р. Обсяг кредиту за Угодою становить 3,656 млрд дол. США. Кредитна угода також була підписана в 2012 р. між ВАТ «Лисичанськвугілля» та Державним банком розвитку Китаю обсягом 85 млн дол. США. Планувалось, що ці кошти мають бути спрямовані на реконструкцію та модернізацію шахти ім. Мельника. На реалізацію проекту було використано 78,5 млн дол. США. Кредитні кошти надавались для реалізації інвестиційних проектів.

На кошти кредиту між ДБР КНР та НАК «Нафтогаз України» планувалось реалізувати п'ять інвестиційних проектів, які мали на меті зменшення споживання імпортованого газу та збільшення видобутку газу в Україні. Чотири проекти було подано НАК «Нафтогаз України» до Міністерства економічного розвитку та торгівлі України для оцінки їх економічної ефективності та внесення до Державного реєстру. П'ятий проект передбачає встановлення індивідуальних теплових пунктів у багатоквартирних будинках. Інвестиційна пропозиція за ним розробляється Міністерством регіонального розвитку, будівництва та житлово-комунального господарства України.

Певною мірою невикористання кредитних коштів пов'язане з окупацією східних територій України в Донецькому вугільному басейні, де планувалось будувати три із запланованих об'єктів. Водночас один із запланованих об'єктів мали будувати на заході України у Львівсько-Волинському вугільному басейні (він гальмується через бюрократичні процедури погодження інвестиційних проектів в Мінекономрозвитку, Міненерговугільпрому та Мінрегіонбуду).

Зима 2015–2016 рр. яскраво висвітлила проблеми країни із забезпеченням промисловості і населення електричною енергією. Попри всі запевнення Міненерговугільпрому, в зиму країна увійшла непідготовленою – вугільні склади теплоелектростанцій були напівпорожніми. Деякі електростанції зупиняли свою роботу, що могло призвести до трагічних наслідків – втрати балансу Єдиної енергетичної системи України. Були також проблеми із поставками коксівного вугілля на металургійні комбінати, адже шахти з таким вугіллям залишились в окупованій зоні Донбасу. Однак коксівне вугілля є у Львівсько-Волинському вугільному басейні, де були всі підстави для будівництва потужної шахти «Любельська» N1-2.

Розробкою ТЕО для будівництва шахти займались кілька міжнародних консультантів, зокрема: німецька компанія IMC-Montan Consulting, Польська гірнича академія, CETCO (США) з численними вітчизняними та іноземними науково-дослідними інститутами.

У 2015 р. між китайською та українською сторонами досягнуто домовленості про інвестування інфраструктурних проектів з будівництва житла. Відповідний меморандум підписали в Києві уповноважений глави Мінрегіону України та уповноважений дочірньої компанії Китайської державної міжнародної трастово-інвестиційної корпорації «CITIC Construction Co. Ltd». У Мінрегіоні повідомляють, що кредит надається під мінімальні відсотки, терміном на 15 років, з правом пролонгації. У планах – виділення Україні кредиту в розмірі 15 млрд дол. США у сфері будівництва. У міністерстві додали, що в Україні буде реалізовано пілотний проект інвестиційною вартістю до 1 млрд дол. США. Компанія «CITIC» розглядатиметься як генеральний підрядник – замовник з реалізації проектів. Наразі Мінрегіон займається підготовкою відповідних проектів. Меморандум передбачає розвиток державної житлової політики, будівництво доступного житла, формування фонду соціального житла, розгортання молодіжного житлового будівництва, кредитування індивідуальних сільських забудовників, реалізацію інфраструктурних проектів.

У свою чергу Державна іпотечна установа України та профільна фінансова установа КНР уклали меморандум про спільну реалізацію в Україні державної програми, яка дасть змогу громадянам отримати житло в оренду з подальшим правом викупу під 3% річних у гривні.

Розвиток українсько-китайського співробітництва стає дедалі багатовекторнішим. Обидві сторони до налагодження більш продуктивної взаємодії підходять передусім з позиції забезпечення національних інтересів. КНР враховує реальні можливості та перспективи України в агропромисловій сфері й напрацювання в технічних галузях, таких як літакобудування. Для України на сьогодні Китай виступає як ринок просування своєї продукції, а також джерело залучення інвестицій в економіку. Привабливість цього напряму зовнішньої політики Української держави визначається багатьма чинниками, серед яких не останнє місце посідає постійно зростаюча політична та економічна вага КНР у світі.

Енергетика

Упродовж 2012 р. між Україною та Китаєм було підписано кілька кредитних договорів щодо співпраці в транспортній, енергетичній галузях та розвитку інфраструктури. Більшість з цих проектів так і не була реалізована.

Генеральна кредитна угода між НАК «Нафтогаз України» та Державним банком розвитку КНР (ДБР КНР – China DevelopmentBank Corporation) була

донних інвестицій китайських компаній шляхом кредитної підтримки великих інвестиційних проектів, створення спеціалізованих фінансових установ, страхування закордонних інвестицій, надання податкових пільг інвесторам, послаблення валютного контролю, надання інформаційно-консультаційних послуг із питань інвестування за кордон, реалізація освітніх програм та професійна підготовка кадрів.

Основними формами, методами та інструментами міжнародної співпраці Китаю стали вільні економічні зони, іноземні та закордонні інвестиції, міжнародна допомога, надання зв'язаних кредитів, упровадження спільних економічних проектів і проектів розвитку інфраструктури. Вагомим вектором стратегії «глобалізації» Китаю стала транснаціоналізація його енергетичної політики та започаткування ним міжнародних інфраструктурних проектів. Через будівництво нових транскордонних транспортних коридорів та впровадження закордонних енергетичних проектів Китай створював умови для безпечних та економічно вигідних поставок китайських товарів на зарубіжні ринки, зміцнюючи таким чином свої позиції як експортера, а також вирішував проблеми постачання енергоресурсів для суб'єктів національної економіки. Успішність інфраструктурних та енергетичних проектів Китаю зумовлювалася передусім ефективністю державно-приватного партнерства: державні органи, окремі компанії та банківські установи спільно діяли заради закріплення на зарубіжних ринках. Незважаючи на те, що китайські компанії та банківські установи є, в основному, державними, запровадження ними сучасних принципів корпоративного управління дозволяло досягати високих результатів.

11. Зменшення вразливості економік країн із ринками, що формуються, до відпливу іноземного капіталу і підвищення їх стійкості до фінансових і боргових криз. Такі трансформації були пов'язані зі збільшенням валютних резервів як буферних запасів підтримки міжнародної ліквідності, підвищенням гнучкості обмінних курсів і зменшенням частки боргів у іноземних валютах. Так, обсяг міжнародних резервів країн з низьким і середнім рівнями доходів збільшився з 1,67 млрд дол. США у кінці 2005 р. до 4,17 млрд дол. США у 2009 р. та до 6,12 млрд дол. США у 2014 р. [7].

Дослідження МВФ визначає кілька факторів забезпечення стійкості економік з ринками, що формуються, до відпливу капіталів. По-перше, зараз такі економіки глибше інтегровані у світові ринки капіталів і мають більше

[7] International Debt Statistics 2016. World Bank Group. P. 19.

зарубіжних активів, включаючи резерви в іноземних валютах. Це дає їм більшу свободу дій в управлінні фінансовими потоками у випадку скорочення надходження іноземного капіталу. По-друге, з часом покращилася економічна політика багатьох країн із ринками, що формуються. Кращі стратегії управління державним боргом та макропруденційна політика спричинили зміни валютної структури державного та приватного боргу економік цих країн. Як результат, вони стали менш вразливими до різкого зниження вартості національних валют, через що збільшувалося навантаження зовнішніх боргів і зростав ризик дефолту.

По-третє, іншою важливою зміною став перехід до більш гнучких режимів валютного курсоутворення, що допоміг пом'якшити наслідки глобального скорочення обсягів зовнішнього фінансування. Через падіння вартості валют у кінцевому рахунку виведення капіталів стало менш вигідним і допомогло залученню нових капіталів, здешевивши вітчизняні активи для іноземних інвесторів. Загалом зовнішні фактори «виштовхування» потоків капіталу – глобальне зростання, схильність інвесторів до прийняття ризиків, а також різниця відсоткових ставок – наразі мають менший вплив на економіки тих країн із ринками, що формуються, у яких наявні більш гнучкі режими валютного курсу[8].

Загалом проведення урядами країн із ринками, що формуються, раціональної фінансової політики у формі збалансованої бюджетно-податкової політики, яка дозволила зменшити обсяг державного боргу; запровадження макропруденційної політики, що мала своїм результатом зменшення масштабів неспівпадань валют активів і зобов'язань; гнучкого режиму обмінних курсів, який дозволяв амортизувати зовнішні шоки; а також накопичення офіційних золотовалютних резервів та їх використання у несприятливі часи – надавало можливість пом'якшувати ефекти відпливу іноземного капіталу.

Новітні тенденції розвитку глобальних фінансів у 2015–2016 рр.

У зазначений період країни з ринками, що формуються, опинилися у досить складній ситуації, яка характеризувалася уповільненням темпів економічного зростання, підвищенням відсоткових ставок на світових ринках, зменшенням надходження іноземного капіталу і масовими девальваціями національних валют. Така комбінація несприятливих факторів обумовлює утримання фінансово-економічних ризиків для країн із ринками, що формуються, на доволі високому рівні.

[8] International Monetary Fund (April 2016). World Economic Outlook. Retrieved from http:// www.imf.org/ external/pubs/ft/weo/2016/01/pdf/text.pdf

підготовку поставок сучасних навчально-тренувальних літаків L-15 у деякі африканські країни. За словами керівника «CATIC», початок експорту навчально-тренувальних літаків третього покоління означає, що Китай офіційно вийшов на міжнародний ринок торгівлі найсучаснішими військовими товарами й може успішно змагатися із Заходом і Росією в цьому сегменті ринку. Контракт на поставки 12 літаків L-15 уже був підписаний 13 листопада 2012 р. Літак L-15 оснащений двигунами АІ222К-25Ф українського виробництва, створеними запорізькими ВАТ «Мотор-Січ» і ДП «Івченко-Прогрес» за участі Харківської науково-виробничої корпорації «ФЕД».

27 січня 2015 р. з метою розвитку техніко-економічного співробітництва уряди України та КНР підписали відповідну угоду. КНР надасть близько 8 млн дол. США для реалізації українських проектів. Це дасть змогу залучити безоплатну допомогу уряду КНР у розмірі 50 млн китайських юанів (близько 8 млн дол. США) для реалізації пріоритетних проектів української сторони. Також кошти будуть спрямовані на підтримку охорони здоров'я, освіту й подолання наслідків надзвичайних ситуацій.

Фінансова сфера

З метою покращення техніко-економічного співробітництва Україна й Китай домовилися про взаємний обмін валютами – гривнею і юанем (своп-лінії на суму 2,4 млрд дол. США). Відповідні домовленості були досягнуті між Президентом України П. Порошенком і прем'єр-міністром Китаю Л.Кецяном під час зустрічі в Давосі.

Більше того, у травні 2015 р. Національний банк України та Народний банк Китаю підписали двосторонню угоду про валютний своп китайський юань/гривня на суму до 54 млрд грн і 15 млрд китайських юанів. Це відбулося під час XXXIII засідання Клубу голів центральних банків країн Центральної Азії, Чорноморського регіону та Балкан у м. Шанхай (КНР). Нова угода терміном на три роки набрала чинності з 23 червня 2015 р. Ця угода є надзвичайно важливою для країн як стратегічних партнерів і сприятиме розвитку торговельного та інвестиційного співробітництва між Україною і Китаєм. Кошти, отримані за угодою, можуть бути використані для фінансування торговельних операцій і прямих інвестицій між двома країнами. Практичне втілення домовленостей про валютний своп дає змогу зменшити тиск на валютний курс з боку імпортерів та допомагає в стабілізації вітчизняного грошово-кредитного ринку.

зазначеної моделі літака в КНР. Умови перспективного співробітництва не розголошуються за бажанням китайського замовника.

Новий Ан-178, який створюється на заміну Ан-12, призначений для ефективного виконання всіх основних завдань транспортного літака, включаючи матеріально-технічне забезпечення, транспортування техніки, доставку обладнання. Значущою конкурентною відмінністю Ан-178 є можливість перевезення всієї лінійки вантажів, які пакуються, включаючи великогабаритні морські контейнери 1С. У виробничій кооперації за програмою Ан-178 задіяно близько 200 компаній з 14 країн. На сьогодні ДП «Антонов» просуває програму Ан-178 у тому числі в країнах Близького Сходу та Середньої Азії: інтерес до нового українського транспорту вже підтвердили ОАЕ та Азербайджан.

Зі свого боку КНР демонструє зацікавленість у налагодженні спільного виробництва авіаційних двигунів з Державним концерном «Укроборонпром». Як відомо, наразі китайська авіаційна компанія «AVIC» планує налагодити з українським держпідприємством «Івченко-Прогрес» спільне виробництво авіаційних двигунів. Про намір спільного виробництва заявив президент китайської авіакомпанії Л.Цзумін під час міжнародної виставки сучасної авіаційної техніки «Airshow China-2014» у Китаї у 2014 р. Раніше в «Укроборонпромі» повідомляли, що китайська авіакомпанія «A-VIC» проявила зацікавленість у швидкому завершенні організації виробництва авіаційних двигунів АІ-322 і АІ-322ф на території Китаю.

На сьогодні українська сторона розглядає можливість виробництва китайських бойових літаків з українськими двигунами, які за планами мають надходити до ВПС України. Ідеться про китайські легкі штурмовики L-15 розробки компанії «Hongdu». Планується, що фюзеляжі штурмовика направлятимуться в Україну з Китаю й забезпечуватимуться різними системами українського виробництва. Цей літак є легким тренувально-бойовим штурмовиком, який комплектується авіадвигунами, що випускаються на українському підприємстві «Мотор-Січ», і спроможний розвивати надзвукову швидкість.

Така зацікавленість китайської сторони пояснюється тим, що у 2013 р. КНР уже мала успішний результат виробництва перших шести навчально-тренувальних літаків L-15 з українськими двигунами, які поставлялися виключно на експорт. Про це в рамках XV Міжнародної виставки «Aviation Expo/China-2013» повідомив генеральний менеджер Китайської корпорації з імпорту та експорту авіатехнологій («CATIC» – China National Aero and Technology Import and Export Corporation) М.Чжипін. Китай здійснює

1. Слабка динаміка економічного зростання у розвинених країнах і зниження темпів зростання країн з ринками, що формуються, що негативно відбивається на динаміці експорту. Темпи економічного зростання розвинених країн залишаються дуже слабкими і підвищилися лише до 1,9% у 2015 р., порівняно з 1,8% у 2014 р. і 1,2% у 2013 р. Показники економічного зростання країн з низьким і середнім рівнями доходів, яким був властивий високий динамізм після глобальної кризи 2008–2009 рр., нині зменшуються п'ять років поспіль. Так, якщо середній темп приросту реального ВВП цієї групи країн становив 7,4% у 2010 р. і 6,3% у 2011 р., то у 2015 р. було досягнуто лише 4% приросту ВВП[9].

Багато країн із ринками, що формуються, не провели структурних реформ, необхідних для підвищення продуктивності і збільшення обсягів пропозиції, а тому потрапили у «пастку» середніх доходів. Крім того, ряд циклічних факторів загострили економічні проблеми цих країн – закінчення періоду високих цін на сировинні товари, підвищення з грудня 2015 р. відсоткових ставок ФРС США, масові девальвації національних валют, які збільшили тягар доларових боргів.

Реальний ВВП країн СНД у 2015 році у середньому зменшився на 2,8%, у тому числі: ВВП України скоротився на 9,9%, Білорусі – на 3,9%, Росії – на 3,7%. Багато країн регіону зазнали негативних «ефектів зараження» від спаду в Росії, а масові девальвації валют у регіоні збільшили ризики, пов'язані з невідповідністю валют активів і пасивів на балансах корпорацій та урядів.

Слабке зростання зовнішнього попиту погіршує можливості для нарощування експорту, що має особливо болісні наслідки для країн із високим ступенем відкритості економіки. Найбільш потужними каналами впливу на динаміку експорту у світовому масштабі слід визнати такі:

- *з боку Китаю*: експортери сировини та відкриті економіки зазнають суттєвого впливу від падіння попиту на імпорт у Китаї;
- *з боку Росії*: країни Центральної і Східної Європи постраждали від уповільнення економічної активності в Росії;
- *з боку країн зони євро*: слабкіше за очікуване зростання у єврозоні може негативно позначитися на країнах, які тісно інтегрувалися в європейські глобальні мережі створення вартості. Темпи зростання

[9] Там само.

реального ВВП єврозони становили 0,9% у 2014 р., 1,5% у 2015 р. і очікуються на рівні 1,8% у 2016 р.

2. Підвищення відсоткових ставок у США і зменшення доступності зовнішнього фінансування для країн із ринками, що формуються. Відхід ФРС США від політики низьких відсоткових ставок породжує значні проблеми із фінансуванням для країн із ринками, що формуються. У 2017 р. у США очікується більш жорстка монетарна політика, втілюючи яку, ФРС підніматиме відсоткові ставки. Монетарне «стиснення» у США спричиняє зменшення припливу іноземного капіталу на ринки, що формуються (принаймні тимчасово), а також посилює нестабільність таких потоків. Цей феномен відображає погіршення балансу між ризиками і доходністю інвестицій на ринках, що формуються, за оцінками міжнародних інвесторів, тоді як доходи від вкладень капіталу у найбільш розвинені економіки зростають. За висновками багатьох експертів, приплив іноземного капіталу на ринки, що формуються, ймовірно, буде більш волатильним в умовах підвищення відсоткових ставок, а обсяги чистого припливу капіталу зменшуватимуться.

Серед країн з низьким і середнім рівнями доходів країни Центральної і Східної Європи відзначаються особливо високим ступенем залежності від зовнішнього фінансування. За оцінками експертів ЄБРР, країни цього регіону у 2016–2017 рр. наражаються на дію таких ризиків[10]:

- *посилення монетарної політики швидше, ніж очікувалося, та тривала ревальвація долара відносно ключових валют* підштовхуватиме інвесторів до переоцінки перспектив ринків, що формуються; підвищення курсу американського долара та вища вартість позик у доларах посилюватимуть тиск на баланси корпорацій та урядів у країнах зі значними обсягами зовнішніх боргів – у Росії, Туреччині, Угорщині та Україні;
- *«зараження» від поновлення розпродажу активів із ринків, що формуються, а також від нестабільності на цих ринках,* унаслідок погіршення найважливіших економічних параметрів, може призвести до відпливу капіталів та дефіциту ліквідності;
- *чергове погіршення фінансової ситуації в країнах зони євро* (викликане, наприклад, недієздатністю програми фінансової допомоги Греції) продовжує залишатися фактором ризику, який ще більше поглиблюватиме фінансові проблеми країн Центральної і Східної Європи.

[10] Transition Report 2015–2016. European Bank for Reconstruction and Development. Retrieved from tr-ebrd.com

українське сільське господарство, де воно стало лідером. У першу чергу – це соняшникова нерафінована олія. Цей товар входить до номенклатури товарів критичного імпорту КНР, і спеціальними рішеннями певні державні компанії зобов'язуються закуповувати його в Україні.

Така ситуація пояснює зацікавленість Китаю у вкладенні власних інвестицій в агропромисловий сектор України. У 2013 р. Державна продовольчо-зернова корпорації України й Сіньцзянська виробничо-будівельна корпорація (Китай) підписали меморандум про співпрацю з підтримки пріоритетних проектів у сільському господарстві. Меморандумом передбачена сума китайських інвестицій в український агросектор на рівні понад 2,6 млрд дол. США. Ця сума є безпрецедентною для вітчизняного сільського господарства. Виконання інвестиційної програми із Сіньцзянською виробничо-будівельною корпорацією дозволило б досягти таких цілей: створення нових робочих місць на аграрних підприємствах, забезпечення громадян високоякісними продуктами харчування, збільшення експортного потенціалу українського сільськогосподарського сектору.

Китай готовий вкладати значні ресурси і в модернізацію зернової логістики України. Про це неодноразово заявляв посол КНР в Україні Ч.Сіюнь.

Техніко-економічного сфера

КНР зацікавлена в налагодженні співробітництва з Україною в галузі ***машинобудування та виробництва літаків***. Саме пошук нових перспективних розробок для налагодження виробництва на власних промислових потужностях є чи не найпоширенішою практикою у рамках промислової політики КНР. Наразі китайська сторона вивчає можливості серійного виробництва нового українського транспортного Ан-178 вантажопідйомністю до 18 т розробки ДП «Антонов» (Київ) на потужностях у КНР. І це не випадково: ДП «Антонов» – провідний український розробник і виробник авіатехніки, визнаний світовий лідер у ніші транспортних літаків найширшого призначення. Підприємство співпрацює з 76 країнами світу. Плани співробітництва України та КНР за програмою Ан-178 закріплені протоколом про наміри, підписаним китайською «Beijing A-Star Aerospace Technology Co.» та ДП «Антонов» у рамках церемонії першого польоту Ан-178 у Києві. Документ, зокрема, передбачає закупівлю китайською компанією в Україні двох Ан-178 з подальшою організацією виробництва

Цінова привабливість на імпорт кукурудзи для китайських споживачів у таких умовах суттєво знизилась. За даними «International Grain Consulting», обсяг імпорту Китаєм кукурудзи в 2016 р. становив 3,17 млн т, що на 33% нижче, ніж у 2015 р. і майже вдвічі нижче, ніж у 2014 р. Очікується, що в 2017 р. обсяг імпорту Китаєм кукурудзи і надалі знижуватиметься і становитиме 1,5 млн т. Тенденція до скорочення попиту на імпортну кукурудзу також вплине і на українських експортерів кукурудзи. Враховуючи останні тенденції на зерновому ринку Китаю, в майбутньому слід очікувати зниження попиту Китаю на українську кукурудзу.

Протягом останніх п'яти років експорт до Китаю української аграрної продукції зріс у 12 разів – із 85,7 млн дол. у 2012 році до 1,024 млрд дол. у 2016 році, а його частка в структурі аграрного експорту зросла з 0,5% до 6,7%. Найактивніше до Китаю поставляли українську соняшникову олію (24% у структурі українського аграрного експорту), пшеницю (18%), кукурудзу (17%) і соєві боби (6%). У 2016 році експорт соняшникової олії з України сягнув рекордної позначки у 4,8 млн т, перевищивши показник 2015 р. на 23%. Виручка від її продажу становила 3,7 млрд дол. США, що на 22,3% більше, ніж у попередній рік[202].

У 2016 р. Україна поставила до Китаю молочну сироватку на суму 2,1 млн дол., що становить 15% всього експорту вітчизняної молочної сироватки.

У 2016 році на ринок Китаю було відправлено першу пробну партію свіжої, а не замороженої української черешні обсягом 120 т. Китайські бізнесмени оцінили перший досвід закупівель свіжої черешні в Україні як позитивний і планують в сезоні 2017 р. збільшити їх обсяги.

Україна і Китай протягом 2017 р. можуть узгодити протокол ветеринарних вимог на експорт вітчизняної яловичини, після чого українські сільгоспвиробники зможуть розпочати поставки продукції на ринок Китаю вже в 2017 р.

Китай також розглядає можливість імпорту українського соняшникового шроту і сухого бурякового жому, а також інших товарів.

Тенденцію до збільшення обсягів постачання вітчизняної агропродукції до КНР пояснює голова Асоціації українсько-китайського співробітництва та колишній посол України в Китаї І.Литвин. За його словами, є певна залежність китайського державного резерву від продукції, яку виробляє

[202] Офіційний веб-сайт Державної статистичної служби України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http: http://www.ukrstat.gov.ua

Греція перебуває у перманентній стадії погоджень і переговорів із офіційними кредиторами; при цьому тягар державного боргу Греції є надмірним, а ризики виходу Греції з єврозони – доволі високими.

До цього слід додати, що у разі проведення США більш жорсткої монетарної політики, позики на зовнішніх ринках можуть різко подорожчати. Також може суттєво зрости і відплив капіталів із ринків, що формуються, включаючи країни Центральної та Східної Європи.

Фактором, який пом'якшує вплив більш жорсткої грошово-кредитної політики у США на вартість зовнішнього фінансування для європейських країн із ринками, що формуються, є започаткування програми «кількісного пом'якшення» в єврозоні. Зіткнувшись зі зниженням темпів інфляції та перспективою низьких темпів економічного зростання, ЄЦБ оголосив із січня 2015 р. програму «кількісного пом'якшення», що передбачає щомісячний викуп фінансових активів (боргових цінних паперів урядів країн єврозони) на суму близько 60 млрд євро. Очевидно, що монетарні умови в країнах єврозони та країнах, які тісно пов'язані з єврозоною, пом'якшилися в результаті реалізації зазначеної програми, а країни Центральної та Східної Європи скористалися можливістю залучення додаткових обсягів капіталу із «зрілих» ринків країн ЄС.

3. Зменшення припливу іноземного капіталу на ринки, що формуються (крім країн – нових членів ЄС). Чистий приплив іноземного капіталу на ринки, що формуються, суттєво уповільнився починаючи з 2010 р. і значно зменшився за обсягами у 2015 р. Уповільнення в основному було пов'язане з погіршенням перспектив економічного зростання і пожорсткішанням монетарної політики у США.

За даними МВФ, у 45 країнах із ринками, що формуються, обсяги чистого припливу капіталу у період IV кв. 2014 – III кв. 2015, порівняно з 2010 р., зменшилися на 1,123 трлн дол. США. Цей показник зменшується до 448 млрд дол. США при виключенні з вибірки країн Китаю та Росії. У прив'язці до їхньої економічної активності сукупне зменшення чистого припливу капіталу становило 4,9% ВВП країн, включених МВФ до вибірки. Ця величина відображає зміну чистого припливу іноземного капіталу, обсягом 3,7% ВВП у 2010 р. на його відплив, обсягом 1,2% ВВП у рік з IV кв. 2014 до III кв. 2015 р.[11].

Зменшення чистого припливу іноземного капіталу стало результатом як скорочення валового надходження капіталу, так і збільшення відпливу капі-

[11] International Monetary Fund (April 2016). World Economic Outlook.Retrieved from http:// www.imf.org/ external/pubs/ft/weo/2016/01/pdf/text.pdf

талу для усіх чотирьох видів активів, які формують фінансовий рахунок платіжного балансу: прямих іноземних інвестицій, портфельних інвестицій, портфельних інвестицій у пайові цінні папери та боргові цінні, а також інших інвестицій (включаючи банківські потоки). При цьому відплив капіталів у 2015 р. припинився. Прямі іноземні інвестиції та інші інвестиції – дві найбільші складові валового припливу капіталів – засвідчили найбільший спад порівняно з піковими значеннями, які мали місце до глобальної фінансової кризи. Портфельні інвестиції у боргові цінні папери сягнули пікової позначки у 2010–2012 рр., після чого пішли на спад. Нарешті, обсяги портфельних пайових інвестицій протягом 2000–2015 рр. залишалися вельми незначними для більшості країн із вибірки МВФ.

За оцінками МВФ, значною мірою скорочення чистого припливу капіталу могло бути викликане стурбованістю інвесторів щодо послаблення перспектив економічного зростання країн із ринками, що формуються порівняно з економічно розвиненими країнами. Такі інвестори зменшили «апетит до ризиків», а останнім часом далися взнаки і перспективи пожорсткішання фінансових умов у ряді економічно розвинених країн[12].

Падіння експорту і зменшення припливу капіталу на ринки, що формуються, призвели до тиску на обмінні курси національних валют країн з ринками, що формуються, зумовили їх знецінення. Так, за рік – з вересня 2014 р. до вересня 2015 р. – російський рубль і українська гривня девальвували на 44%, білоруський рубль – на 35%, молдавський лей – на 26%, грузинський ларі, турецька ліра і азербайджанський манат – на 25%. Національні валюти Таджикистану, Туркменістану, Сербії та Румунії знецінилися на 17–21%[13]. Після девальвацій вартість обслуговування зовнішніх боргів у багатьох країнах із ринками, що формуються, підвищилася, що ще більше загострило проблеми, пов'язані із зменшенням припливу іноземного капіталу та падінням цін на сировинні товари.

4. Загострення геополітичних проблем та їх негативний вплив на схильність інвесторів до прийняття ризиків. Зростання геополітичної непевності довкола подій в Росії та Україні, а також на Близькому Сході може продовжити спад у країнах СНД та зменшити «апетити до ризиків» інвесторів в інших країнах. Геополітична напруженість також позначається на Туреччині та Південно-Східному Середземномор'ї, а глобальна та регіональна загроза

[12] Там само.

[13] Transition Report 2015–2016. European Bank for Reconstruction and Development. Retrieved from tr-ebrd.com

корпорацією був на межі зриву. За словами тодішнього в.о. голови правління корпорації В.Томіленка, така ситуація була пов'язана з логістичними проблемами – необхідністю перевезти великі обсяги зерна в короткі терміни.

Після чого відбулися додаткові робочі зустрічі з Китайською національною корпорацією машинної промисловості та генеральних підрядів (ССЕС). Сторони обговорили можливості поглиблення стратегічної співпраці з китайськими партнерами та необхідності її успішної реалізації в майбутньому. ПАТ «ДПЗКУ» продовжує спрямовувати отримані від Експортно-імпортного банку Китаю кредитні кошти відповідно до їхнього цільового призначення. Зокрема, на закупівлю зернових культур в українських сільгоспвиробників з метою їх подальшого експорту китайській стороні – відповідно до Генерального договору про співпрацю у сфері сільського господарства між ССЕС та ПАТ «ДПЗКУ».

Оцінюючи ризики розвитку торговельного співробітництва між Україною і Китаєм в агропромисловій сфері, слід зазначити, що сьогодні Китай є другим у світі найбільшим виробником зернових після США, а внутрішній ринок зернових у Китаї перебуває під пильним наглядом держави (забезпечення країни необхідними запасами продовольства вважається стратегічним завданням забезпечення продовольчої безпеки країни). Стійкий попит на імпорт зернових у Китаї зумовлений значною кількістю населення та підвищенням рівня добробуту в умовах стрімкого економічного зростання країни. Крім того, тривалий час уряд Китаю реалізовував політку підтримки фермерів, які вирощують зернові (в тому числі й через встановлення завищених цін на зернові внутрішнього виробництва). В результаті ціни на зернові культури на внутрішньому ринку Китаю стали перевищувати ціни імпорту відповідних культур.

У таких умовах китайським компаніям – споживачам зернових було вигідніше імпортувати зернові з-за кордону. Протягом 2014–2015 рр. обсяг експорту українських зернових до Китаю значно зріс. Так, експорт кукурудзи за відповідний період зріс майже вдвічі – з 1,5 млн т до 3,85 млн т, експорт ячменю – з 179,1 тис. т до 318 тис. т. Однак у квітні 2016 р. китайський уряд проголосив політику «маркетизації» закупівлі зернових, що означає перехід на ринкові ціни при здійсненні закупівель. Політика підтримки цін на зернові діятиме тільки стосовно виробників пшениці та рису. Заява про відмову від державного регулювання і підтримки цін на зернові культури зумовила зниження ринкових цін на внутрішньому ринку, зокрема на кукурудзу.

експорті. Загалом в 2015 р. Україна поставила в Китай 3,13 млн т кукурудзи. Гарні результати співпраці в агропромисловій сфері КНР з Україною пов'язані насамперед із тим, що Китай у 2015 р. на 33% збільшив витрати на створення запасів зерна, харчових масел та інших видів сировини. У результаті на ці цілі було спрямовано 154,6 млрд юанів (24,7 млрд дол. США). Згідно з даними аналітиків «Oil World», у квітні 2015 р. Китай збільшив імпорт соняшникової олії до 81 тис. т, що значно перевищує показник за аналогічний місяць роком раніше (35 тис. т).

За підсумками 2016 р. Китай імпортував з України на 30,9% менше кукурудзи порівняно з 2015 р. – у обсязі 2,68 млн т. Це зумовлено гарними результатами врожаю кукурудзи в Китаї в 2015 р., а також наявністю власних потужних запасів кукурудзи на кінець 2015 р.

Очевидно, що Китай залишається найбільшим ринком експорту української кукурудзи за кордон.

Китай – густонаселена країна, можливості якої з нарощування власного виробництва кукурудзи практично вичерпані. Водночас споживання цієї культури постійно зростає, що рік від року збільшує її імпортний потенціал і змушує китайських імпортерів шукати для себе дедалі нових постачальників. Через виснаження власних запасів і зростання цін на внутрішньому ринку Китай, який посідає друге місце у світі за обсягом споживання кукурудзи, вийшов із пропозицією про підготовку ще ряду великих угод з Україною. За повідомленнями одного з покупців, у той час як ціна на місцеву кукурудзу, яку продають в одному з основних портів Китаю Шеньчжень, становить 400 дол. США за 1 т, вартість на українську продукцію на період квітень–травень закріпилася на рівні 240 дол. США.

На збільшення поставок українських зернових до Китаю вплинуло зниження інтересу китайських покупців до американської кукурудзи через вимоги американських постачальників покласти витрати з можливих ризиків, пов'язаних з імпортом генетично модифікованої продукції, на замовників, тобто на китайську сторону. На запитання, чому китайські компанії-покупці не замовили кукурудзу із США, чиї ціни є більш конкурентними, торговий менеджер з Державного торгового дому відповів про неприйнятність для китайської сторони зміни умов договору.

Водночас, попри сприятливу ситуацію для збільшення експорту української агропродукції на китайський ринок, існують ризики щодо виконання контрактних зобов'язань. Нагадаємо, що в 2014 р. контракт між Державною продовольчо-зерновою корпорацією України та китайською

терористичних проявів з боку Ісламської держави зростає як у Іраку, так і в Сирії. Геополітична напруженість спричиняє послаблення експортних можливостей та упевненості гравців на фінансових ринках.

Опосередкованим наслідком геополітичних проблем виступає нинішня міграційна криза в Європі, викликана зростанням припливу біженців. Вона здатна збільшити навантаження на державні бюджети європейських країн, порушити торгові обміни внаслідок посилення цими країнами безпеки своїх кордонів, а також викликати політичну напруженість та суперечності всередині Європейського Союзу. За висновками багатьох експертів міграційна криза підриває єдність країн ЄС і може призвести до розпаду Шенгенської угоди. Вихід Великої Британії з ЄС, який наразі відбувається, став небезпечним прецедентом для інших членів ЄС, який, крім того, зменшив економічний потенціал об'єднання. У сусідів ЄС на Близькому Сході й в Україні тривають збройні конфлікти, а Росія стає все більш агресивною на кордонах ЄС, що породжує прямі загрози його безпеці у військово-політичному плані. Отже, ціла низка економічних, соціальних і політичних факторів суттєво підвищує ризики дезінтеграції Європи, що, серед іншого, впливатиме і на євроінтеграційний курс України.

5. Уповільнення зростання економіки Китаю і перенесення акценту внутрішньої політики з інвестицій на споживання; нарощування виробництв із високою доданою вартістю і збільшення закордонних інвестицій. Потягом останніх років в Китаї спостерігається уповільнення темпів економічного зростання, що має як циклічний, так і структурний характер. Структурне уповільнення впливає одночасно і на експорт, і на імпорт Китаю, а циклічне уповільнення обумовлює скорочення попиту, що виливається у зменшення імпорту і майже не впливає на експорт. Зменшення приросту обсягів виробництва в Китаї, безумовно, впливає на рівень глобального попиту та призводить до скорочення китайського імпорту товарів і послуг. Враховуючи те, що Китай на сьогодні є основним торговим партнером як для розвинених країн, так і для країн, що розвиваються, скорочення обсягів китайського імпорту призводить до зменшення обсягів експортного виторгу в різних групах країн.

Наслідки від уповільнення економічного розвитку Китаю поширюються, значною мірою, на країни Європи та Центральної Азії (ЄЦА). У структурі експорту країн ЄЦА до Китаю суттєва частка припадає на природні ресурси (вугілля, вироби з вугілля, нафту, паливо, природний газ та мінерали) – їх частка зросла з 1% у 1996 р. до 12% у 2014 р. Казахстан – важливий торговий партнер

Китаю – за 2000–2014 рр. втричі збільшив експорт сировинної продукції в цю країну. На відміну від регіону ЄЦА країни ЄС експортують в Китай переважно високотехнологічну продукцію. Так, Німеччина у 2000–2014 рр. збільшила експорт зазначеної продукції до Китаю в шість разів. Структурні зміни в Китаї, зумовлені збільшенням кількості кваліфікованої робочої сили і зростанням виробництва високотехнологічної продукції, створюватимуть умови для зменшення експорту цієї продукції з Німеччини в Китай.

Девальвації національних валют країн ЄЦА, що мали місце у 2014–2016 рр., створюють можливості для збільшення експорту низькотехнологічної продукції до Китаю та на ринки інших країн, де позиції Китаю традиційно були міцними. Крім того, виробники країн, які девальвували національні валюти, мають змогу збільшити збут товарів на внутрішньому ринку за рахунок витіснення китайських товарів. Однак це не означає, що такі країни автоматично збільшуватимуть експорт до Китаю чи на ринки третіх країн. Країни із більш диверсифікованою структурою експорту матимуть більше шансів збільшити експорт власної продукції, тоді як країни, що спеціалізуються на експорті сировинних товарів, для досягнення позитивного впливу девальвації на розвиток експорту повинні збільшувати інвестиції у виробництво товарів зі значним вмістом доданої вартості.

Вплив трансформаційних змін в економіці Китаю буде різним відносно різних сегментів світового ринку сировинних товарів. Зокрема, вплив на рівень цін на нафту та нафтопродукти буде малопомітним, оскільки частка Китаю на світовому ринку нафти незначна. Більш суттєвим є вплив економічних процесів у Китаї на світовий ринок металів і виробів із них. На Китай припадає майже половина світової виплавки сталі (1,6 млрд т). За оцінками експертів, у китайській металургії налічується, щонайменше, 300 млн т надлишкових сталеливарних потужностей. У 2014 р. в КНР було виведено з експлуатації 31,1 млн т цих потужностей. На початку червня 2016 р. ціни на сталеву продукцію внутрішнього виробництва в Китаї помітно знизились, що призвело до падіння цін на сталь і в інших регіонах світу. Причинами падіння цін на сталь у Китаї, крім надлишку виробничих потужностей, стали також зниження ділової активності у будівництві та накопичення обсягів нереалізованої металопродукції невеликими китайськими компаніями.

Суттєве збільшення обсягу «вихідних» прямих інвестицій Китаю має під собою об'єктивні підстави. Починаючи з 2003 р. частка внутрішнього нагромадження основного капіталу в Китаї становила близько 40% ВВП і забезпечувала зростання ВВП на рівні до 12% щороку. Після світової фінансової

технологій провінції Цзяньсу спільно з Національним університетом кораблебудування ім. Адмірала Макарова (м. Миколаїв).

У березні 2014 р. у Тяньзцінському університеті іноземних мов створено Шевченківський центр українсько-китайських культурних зв'язків. У квітні 2014 р. у Далянському університеті іноземних мов (провінція Ляонін) у рамках Угоди з Київським національним лінгвістичним університетом засновано Центр вивчення України ім. Т.Г.Шевченка. У жовтні 2015 р. у Шанхайському університеті іноземних мов створено Центр дослідження України, де китайські студенти розпочали вивчення української мови та літератури.

У 2014–2015 рр. активізувалося обговорення питання створення центрів дослідження України в китайських університетах. Так, Шевченківський центр українсько-китайських культурних зв'язків було засновано у Тяньцзіньському університеті іноземних мов (березень 2014 р.), а Центр дослідження України ім. Тараса Шевченка – у Даляньському університеті іноземних мов (квітень 2015 р. та жовтень 2015 р.). У жовтні 2014 р. між Національним технічним університетом України «Київський політехнічний інститут» та Університетом м. Хуейчжоу було підписано Договір про створення в КНР спільного вищого навчального закладу.

Агропромислова сфера

Протягом останніх років між Україною та КНР налагодилися перспективні взаємозв'язки в агропромисловій сфері. На сьогодні Україна з Китаєм уклали значну кількість контрактів на постачання зернових, м'яса та м'ясопродукції на китайський ринок. Для цього китайська сторона провела ряд заходів щодо сертифікації української агропродукції. У 2015 р. Китай уклав з Україною додаткові контракти на постачання 600 тис. т зернових. За словами міністра аграрної політики і продовольства України, у 2015 р. за китайським контрактом було відвантажено понад півмільйона тонн зернових та ще додатково 600 тис. т до законтрактованих обсягів.

У 2014 р. Україна, незважаючи на численні труднощі, війну та економічну кризу, виконала взяті перед китайською стороною зобов'язання й поставила в КНР 1,6 млн т кукурудзи. Нагадаємо, що в 2012 р. це зобов'язання було дано в обмін на масивний кредит від Китаю на розвиток АПК, який отримала Державна продовольчо-зернова корпорація (ДПЗКУ). Згідно з офіційними даними митниці Китаю, у січні 2015 р. Україна стала найбільшим експортером кукурудзи, поставивши 470,047 т за місяць, випередивши США, що посідають перше місце в загальносвітовому

запрошення в Україну фахівців з традиційної китайської медицини для читання лекцій у вищих медичних навчальних закладах, а також створення в Україні лікувально-діагностичного Центру традиційної китайської медицини. З метою налагодження співпраці між Україною та Китаєм у сфері боротьби з фальсифікацією ліків у 2012 р. було підписано Меморандум про взаєморозуміння між Державною службою України з лікарських засобів та Державною адміністрацією КНР з контролю продуктів харчування та лікарських засобів.

Між Україною та Китаєм реалізуються такі перспективні форми науково-технічної співпраці, як *українсько-китайські центри та технопарки*: у м. Цзінань (провінція Шаньдун), у м. Харбін (провінція Хейлунцзян) та у м. Шанхай. Перший Українсько-китайський парк високотехнологічного співробітництва було відкрито у м. Цзінань у листопаді 2002 р. Основною метою діяльності цієї структури є формування ефективного механізму для налагодження взаємовигідного трансферу високих технологій, спільної розробки науково-технічних проектів та їх впровадження у виробництво; створення спільних підприємств з реалізації наукомісткої та високотехнологічної продукції.

У січні 2003 р. у м. Харбін (провінція Хейлунцзян) було відкрито українсько-китайський Центр зварювання і споріднених технологій, Угоду про його створення було підписано між Інститутом електрозварювання ім. Є.Патона НАН України й Харбінським інститутом зварювання. У лютому 2011 р. у м. Шанхай відкрито новий Українсько-китайський технопарк, який займається співпрацею у галузі морських наук і технологій, біомедицини, нових матеріалів, аерокосмонавтики, нових джерел енергії та ін.

У червні 2011 р. було підписано Меморандум про взаєморозуміння між Державним агентством з питань науки, інновацій та інформатизації України і Міністерством науки і техніки Китайської Народної Республіки щодо надання підтримки у створенні українсько-китайського інституту зварювання ім. Є.Патона. Згідно з Меморандумом сторони мали надаваи підтримку Інституту електрозварювання та Промисловому науково-дослідному Інституту провінції Гуандун КНР у створенні зазначеного Інституту зварювання, одним із напрямів якого є застосування технологій зварювання у медицині.

У листопаді 2012 р. у м. Чженьцзян (провінція Цзяньсу) відкрито українсько-китайський Центр з трансферу технологій суднобудування та океанічного проектування, створений на базі Університету науки і

кризи частка внутрішнього нагромадження підвищилася до 45% ВВП, однак темпи економічного зростання знизились. Зважаючи на звуження можливостей для ефективного використання основного капіталу всередині країни, створювалися об'єктивні умови для вивозу капіталу за межі Китаю.

У 2015 р. обсяг прямих закордонних інвестицій Китаю досяг величини 167 млрд дол. США, що становить 70% від обсягу «вхідних» прямих іноземних інвестицій. Протягом останніх років у рамках програми інтернаціоналізації китайські компанії активно виходили на зарубіжні ринки для створення зовнішнього попиту на власну продукцію. Якщо раніше китайські компанії отримували технології та можливість виходу на зовнішні ринки завдяки іноземним інвестиціям, то зараз китайські компанії досягають власних цілей за рахунок закордонних інвестицій.

Важливою складовою перебалансування економіки Китаю є збільшення кількості висококваліфікованої робочої сили. За останні роки рівень освіченості населення в Китаї значно збільшився, що дозволило збільшити і кількість кваліфікованих робочих місць у секторах високих технологій. Зростання кількості кваліфікованої робочої сили в Китаї впливає на місце країни в міжнародному поділі праці. Китай починає створювати конкуренцію на ринках сучасних технологій, на яких раніше панували західні країни. Водночас підвищення рівня кваліфікації робочої сили в Китаї створюватиме попит на низькокваліфіковане виробництво в інших країнах світу, в тому числі й в Україні. В таких умовах підприємствам з регіону ЄЦА стане легше конкурувати з китайськими компаніями на ринках продукції з низьким вмістом доданої вартості.

Що стосується України, то, враховуючи негнучкість сектора малих і середніх підприємств, нові можливості щодо збільшення виробництва в низькокваліфікованих галузях, на наш погляд, автоматично не зумовлять помітне збільшення обсягів виробництва в Україні. Для використання нових можливостей, що виникатимуть в процесі перебалансування китайської економки, українські компанії мають активніше вивчати нові ринкові ніші, готувати відповідні кадри та запроваджувати гнучкі методи управління для своєчасного реагування на нові ринкові можливості.

Як вже зазначалося, одним із напрямів політики перебалансування економіки Китаю є збільшення обсягів закордонних інвестицій. Уряд Китаю заохочуватиме в першу чергу приватні інвестиції, забезпечуючи підтримку через державні банки розвитку. Україна потенційно представляє інтерес для китайської сторони через унікальне географічне розташування. Китай

розглядає Україну як транзитну територію, через яку може проходити проект розбудови «Великого шовкового шляху» в форматі «Економічного поясу шовкового шляху», а також «Морського шовкового шляху XXI ст.». Китайська сторона заявляла про готовність фінансувати інфраструктурні проекти в рамках зазначених ініціатив, проте українська сторона доволі пасивно реагує на висунуті КНР пропозиції. Протягом останніх років між Україною та Китаєм було підписано кілька кредитних договорів щодо співпраці в транспортній, енергетичній галузях та розвитку інфраструктури. Більшість з цих проектів так і не була реалізована (див. підрозділ 6.2).

Ризики і перспективи для України в нових умовах

Щодо перспектив на майбутнє, то, за висновком Н.Рубіні, світова економіка зазнає впливу суттєвих факторів ризику і входить у стадію «анемічного» економічного зростання, що супроводжуватиметься посиленням непевності і здешевленням ризикових активів – цінних паперів, сировинних товарів і кредитних ресурсів[14]. На дію зазначених глобальних чинників накладаються несприятливі процеси і явища всередині України: відсутність почуття впевненості в інвесторів та споживачів, впровадження жорсткішої фіскальної та монетарної політики в ході здійснюваного у країні макроекономічного коригування та програми реформ, зростання тарифів в енергетичній сфері, банкрутство банків і макроекономічна дестабілізація.

Обмінний курс долара США перебуває на стадії зміцнення, яка розпочалася всередині 2014 р. П.Друк, Н.Магуд і Р.Маріскал оцінюють імовірність високого обмінного курсу долара у коротко- та середньостроковій перспективі на рівні, вищому ніж у 80%. Це узгоджується із циклами підвищення курсу долара США, які спостерігаються вже 68 років. За таких умов очікуються низькі ціни на сировинні товари. Сукупність зазначених факторів свідчить про високу вірогідність сценарію послаблення внутрішнього попиту та уповільнення реального зростання ВВП у країнах із ринками, що формуються, порівняно з іншими групами країн.

Окрім цього, у контексті зростання відсоткових ставок у США, внаслідок згортання надзвичайно м'якої монетарної політики минулих років, курс долара США, очевидно, буде високим. Приплив іноземного капіталу на ринки, що формуються, буде, у кращому випадку, скромним (якщо не відбудеться реверсу потоків капіталу), а ціни на сировинні товари перебуватимуть на

[14] Roubini, N. (2016). 2008 Revisited? *Project Syndicate*, March 2.

плани співробітництва (на 2001–2005 рр. та 2006–2010 рр.), а також прийнято третій План співробітництва в космічній галузі на 2011–2015 рр.

Перше засідання нової підкомісії відбулося у квітні 2011 р. у Києві, під час якого розглядався стан виконання Програми на 2011–2015 рр. Нова редакція програми була затверджена під час другого засідання підкомісії, яке відбулося у жовтні 2012 р. у Пекіні. Третє засідання підкомісії відбулося в Україні у 2015 р., на ньому було затверджено четверту Програму співробітництва в космічній галузі на 2016–2020 рр.

Для розвитку співробітництва в *освітній галузі* було створено відповідну *Підкомісію,* перше засідання якої відбулося у лютому 2012 р. у м. Санья (провінція Хайнань). Було затверджено План першочергових заходів з розвитку українсько-китайського співробітництва в галузі освіти на 2012–2014 рр., який сприяє реалізацію низки конкретних проектів динамізації взаємовигідної співпраці в галузі освіти та науки, зокрема вдосконалення договірно-правової бази, обмін інформацією та досвідом, а також всебічну підтримку вивчення української мови в КНР та китайської – в Україні.

Під час засідання підписано оновлену міжвідомчу Угоду про співробітництво в галузі освіти, відповідно до положень якої кількість державних стипендій, що надає одна сторона студентам іншої сторони, була збільшена у 4 рази починаючи з 2013 р.

Наразі в Україні створено п'ять Інститутів Конфуція, де вивчають китайську мова та культуру, – в Луганському національному університеті ім. Т.Шевченка (2007 р.), Київському національному університеті ім. Т.Шевченка та Харківському національному університеті ім. В.Каразіна (2008 р.), у Південноукраїнському національному педагогічному університеті ім. К.Ушинського (2012 р.), а також у Київському національному лінгвістичному університеті (2013 р.). Крім того, у Київській гімназії східних мов №1 створено клас Конфуція.

Підкомісія з питань співробітництва в галузі медицини розпочала діяльність у травні 2012 р. Під час першого засідання в Києві були розглянуті шляхи подальшого розвитку співпраці в галузі охорони здоров'я. Друге засідання підкомісії, яке відбулося в м. Гуанчжоу 19 листопада 2013 р., головним чином було присвячено питанням співпраці у галузі традиційної китайської медицини.

У рамках реалізації Меморандуму про взаєморозуміння та співробітництво між МОЗ України та Державною адміністрацією традиційної китайської медицини, який було підписано 5 грудня 2013 р., планувалось

КНР, яка створена у 2011 р., а також низка профільних підкомісій, у тому числі *Підкомісія з питань науково-технічного співробітництва*. Підкомісія створена на заміну Спільної українсько-китайської комісії з науково-технічного співробітництва, що проіснувала з 1997 по 2010 рр. та провела 8 засідань. За час існування попередньої Комісії спектр напрямів співробітництва був розширений, також було спільно профінансовано роботи в 98 науково-технічних проектах у рамках відповідних дворічних програм співробітництва. Пріоритетними напрямами співробітництва у галузі науково-технічної співпраці визначено: енергоефективність, авіабудування, суднобудування, раціональне природокористування, розвиток аерокосмічних, інформаційних та комунікаційних технологій, а також підготовку і стажування аспірантів та молодих вчених.

У ході першого засідання підкомісії, яке відбулося у липні 2012 р. у Пекіні, було затверджено Програму науково-технічного співробітництва між Україною та КНР на 2013–2014 рр., що передбачало реалізацію низки конкретних проектів між науково-дослідними та освітніми установами обох країн. Під час засідання було відзначено, що здобутками попередньої Програми (на 2011–2012 рр.) стали реєстрація 4 патентів, втілення у виробництво 11 наукових винаходів та публікація 17 профільних наукових досліджень.

У червні 2015 р. у м. Харбін (провінція Хейлунцзян) відбувся Перший українсько-китайський форум з науково-технічного співробітництва, організаторами якого стали Харбінський політехнічний інститут (ХПІ) спільно з Державною адміністрацією КНР з питань іноземних експертів та Китайською інженерною академією. Українським партнером виступила Академія технологічних наук України (АТНУ).

У жовтні 2015 р. делегація Інституту електрозварювання ім. Є.О.Патона НАН України відвідала Пекін, де у приміщенні Посольства України в КНР провела міжнародний семінар, присвячений розвитку співробітництва з китайськими партнерами. У рамках семінару була представлена нова стратегія міжнародної співпраці Інституту Патона, а також презентовані нові інноваційні розробки в галузі сучасних електронно-променевих технологій.

Підкомісія з питань співробітництва в космічній галузі створена на заміну Українсько-китайської підкомісії у сфері дослідження і використання космічного простору в мирних цілях, яка проіснувала з 1997 по 2010 рр. та провела сім засідань. За цей період було виконано два спільні п'ятирічні

низькому рівні. Таким чином, у найближчі 2–3 роки зовнішнє оточення для економіки України залишатиметься несприятливим.

Ураховуючи високий ступінь відкритості економіки і фінансової системи України, структуру експорту і хронічний дефіцит платіжного балансу, слабкість фінансового сектора і перманенту втечу капіталу, ***найбільш очевидними факторами впливу глобальних фінансів на українську економіку*** є такі:

- *значення обмінного курсу долара США до світових валют і рівень світових цін на сировинні товари;*
- *стан глобальної ліквідності (рівень відсоткових ставок провідних центробанків) і ступінь глобального «апетиту до ризиків»,*
- *рівень спредів для країн із ринками, що формуються, і траєкторія обмінних курсів у країн – торговельних партнерів України,*
- *стан банківського сектора та успіх програм фіскальної консолідації у країнах єврозони.*

Трансмісія зовнішніх фінансових шоків до фінансової системи України зазвичай відбувається за макроекономічним каналом, торговельним каналом, валютним каналом, каналом фондового ринку і банківським каналом. У таких умовах факторами / рушійними силами поширення кризових імпульсів в економіці України виступають: рецесія в країнах – торговельних партнерах, зниження світових цін на товари українського експорту, девальвація національних валют торговельних партнерів, звуження глобальної ліквідності, зменшення глобального «апетиту до ризиків» (підвищення індексу волатильності VIX), зростання фінансових спредів для країн із ринками, що формуються.

Ідентифікація фінансових трансформацій у світовому масштабі та «сфер проникнення» глобальних явищ до національної валютно-фінансової системи дозволяють окреслити поточні виклики і можливі напрями розвитку економіки України під впливом глобальних зрушень в 2016–2017 рр.:

1) ***утримання загалом низького рівня цін на сировинні товари*** (з можливими короткостроковими коливаннями як вгору, так і вниз), який негативно впливатиме на обсяги експортної виручки, породжуватиме труднощі з платіжним балансом, визначатиме утримання заниженого обмінного курсу гривні на тривалому часовому проміжку і обумовлюватиме необхідність радикального підвищення національної конкурентоспроможності та проведення політики стимулювання експорту;

2) ***поступове підвищення відсоткових ставок ФРС США і зменшення пропозиції позичкових коштів для країн з ринками, що формуються***, в таких умовах не варто очікувати швидкого відновлення припливу іноземного капіталу з приватних джерел до економіки України, тим паче після проведення реструктуризації зовнішнього державного боргу в 2015 р.; з огляду на це продовження співробітництва України з МФО у середньостроковому періоді є безальтернативним;

3) ***уповільнення темпів зростання і перебалансування економіки Китаю*** консервуватиме світовий попит на сировину, визначатиме утримання цін на сировинні товари на низькому рівні і перешкоджатиме вартісному зростанню українського експорту (на глобальних ринках металопродукції частка Китаю як імпортера перевищує 50%). Водночас ***переорієнтація Китаю на інтернаціоналізацію національного бізнесу й активне вкладення прямих інвестицій за кордон*** для України створює можливості стати реципієнтом китайських інвестицій та долучитися до міжнародних інфраструктурних проектів, ініційованих Китаєм;

4) ***ризики продовження збройного конфлікту на Сході України, збереження напруженості на Близькому Сході і продовження міграційної кризи у ЄС*** погіршуватимуть очікування інвесторів і створюватимуть перешкоди для активізації зовнішньої торгівлі у світовому масштабі; тому Україна знову ж таки має розвивати співробітництво з офіційними кредиторами і донорами з метою залучення зовнішнього офіційного фінансування, а також шукати альтернативні можливості для експорту на ринки динамічно зростаючих країн Південно-Східної Азії та Латинської Америки, навіть в умовах дії Угоди про асоціацію між Україною та Європейським Союзом.

1.2. Ідентифікація та оцінка ефектів зміни курсової позиції долара США на світовому ринку та коливання світових цін на сировинні товари для вартісних обсягів національного експорту

Традиційно динаміка світових цін на сировинні товари була похідною від змін фундаментальних факторів, які визначали попит і пропозицію сировинних товарів[15] на світових ринках. Однак на початку 2000-х років став

[15] До групи сировинних товарів (англ.: commodities), для якої ЮНКТАД розраховує цінові індекси, включаються продовольчі товари (пшениця, рис, кукурудза, цукор, банани, перець, рибопродукти, яловичина, свинина, соєві продукти), тропічні напої,

– надійшов у 2013 р. і був спрямований на виконання проектних підготовчих робіт. Другий – на 320 млн дол. США – мав профінансувати будівельні роботи і закупівлю рухомого складу. Китайські кредити надаються на привабливих умовах: тривалий термін (15–20 років) під низьку відсоткову ставку (LIBOR+3%) з пільговим періодом сплати відсотків, як правило, – до 3 років.

Незважаючи на готовність китайської сторони розвивати співпрацю у сфері реалізації енергетичних та інфраструктурних проектів, позиція України залишається невизначеною та непослідовною. Саме тому більшість інфраструктурних проектів залишаються нереалізованими. До впровадження проектів із розвитку сільськогосподарської інфраструктури сторони так і не приступили.

Аналіз фінансово-економічної співпраці України з Китаєм свідчить про те, що її основною формою залишається зовнішня торгівля товарами. При цьому Україна в основному є постачальником сировинної продукції та продовольчих товарів, тоді як Китай постачає в Україну переважно товари обробної промисловості. Рівень інвестиційної активності між країнами залишається низьким. Протягом останніх років Китай виявляє готовність брати участь у реалізації низки енергетичних та інфраструктурних проектів і надати значні обсяги кредитних ресурсів на реалізацію цих проектів. Однак ***непослідовність і пасивність української сторони, а також неприйнятність окремих інструментів співпраці, що пропонуються КНР, є причиною низького рівня інвестиційного співробітництва між Україною і Китаєм. Недостатньою мірою використовується потенціал реалізації масштабних інвестиційних проектів у сфері енергетики та інфраструктури, сторони покладаються переважно на кредитні та торговельні важелі міждержавного співробітництва. Взаємне фінансово-економічне співробітництво стримується частою зміною кадрового складу державних органів в Україні, некомпетентністю державних службовців і нерозумінням стратегічних інтересів країни, небажанням брати на себе відповідальність і невмінням обстоювати інтереси власної країни при опрацюванні угод з китайськими партнерами.***

Важливим напрямом двосторонніх відносин України з КНР є **співпраця у галузі освіти, науки і техніки**. Головними інститутами реалізації такого співробітництва є Комісія зі співробітництва між Урядом України та Урядом

налагодити власне виробництво металевої продукції і нині він значною мірою здатен задовольнити власні потреби за рахунок внутрішнього виробництва. Більше того, сьогодні Китай є одним з потужних експортерів металевої продукції на світові ринки. Враховуючи цей чинник, а також зниження попиту на світових ринках, що спричинено повільними темпами відновлення світової економіки після глобальної кризи (одним із драйверів цього процесу є уповільнення темпів економічного зростання в Китаї), світові ціни на металеву продукцію в найближчій перспективі навряд чи зростатимуть. Безперечно, це негативно впливатиме на виробництво металевої продукції в Україні, адже наша металургійна галузь зазнає суттєвих збитків від падіння світових цін на металеву продукцію.

Станом на 01.01.2015 р. обсяг прямих інвестицій з КНР в економіці України становив лише 24 млн дол. США. Найбільший обсяг китайських інвестицій вкладено в галузі промисловості – 30,5% (у т.ч. деревообробної промисловості – 20%); сільського господарства – 20%; транспорту – 15%; оптової та роздрібної торгівлі – 14%. У свою чергу обсяг інвестицій з України в Китай становить близько 2 млн дол. США[201].

За останні три роки Китай став найбільшим кредитором України. З 2012 р. Китай підписав з Україною чотири кредитні угоди загальним обсягом 6,7 млрд дол. США. Перша угода була підписана між ПАТ «Державною продовольчо-зерновою корпорацією України» (ДПЗКУ) та Експортно-імпортним банком Китаю і передбачала фінансування на суму 3 млрд дол. США. Друга угода була підписана між НАК «Нафтогаз України» та Державним банком розвитку Китаю із сумою планового фінансування 3,6 млрд дол. США. В рамках першої кредитної угоди станом на листопад 2015 р. ДПЗКУ використала 1,5 млрд дол. США на закупівлю зернових для китайської сторони.

Ще одна кредитна угода була підписана в 2012 р. між ВАТ «Лисичанськвугілля» та Державним банком розвитку Китаю обсягом 85 млн. дол. США. Планувалось, що ці кошти мають бути спрямовані на реконструкцію та модернізацію шахти ім. Мельника. На реалізацію проекту було використано 78,5 млн дол. США. Четверта кредитна угода була підписана між ДП «Дирекція з будівництва та управлінням проектом «Повітряний експрес», яке входило до складу Держінвестпроекту, та Експортно-імпортним банком Китаю у розмірі 372 млн дол. США. Кредит планувалось виділити двома траншами: перший – в обсязі 52 млн дол. США

[201]Офіційний веб-сайт Державної статистичної служби України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http: http://www.ukrstat.gov.ua

набирати обертів процес «фінансіалізації» сировинних ринків – участі фінансових інвесторів у торговельних операціях із сировинними і напівсировинними товарами. Розгортання процесу «фінансіалізації» сировинних ринків пояснюється тим, що фінансові інвестори намагалися диверсифікувати власні портфелі шляхом інвестування у сировинні товари, що було частиною їх інвестиційних стратегій, націлених на зменшення концентрації на акціях, облігаціях і валютах. Така поведінка диктувалася бажанням покращити співвідношення між доходністю і ризикованістю інвестиційного портфеля за рахунок більшої диверсифікації активів.

На рис. 1.1 відображена траєкторія світових цін на сировинні товари упродовж 2000–2015 рр. Цінова динаміка відслідковувалася на основі трьох індексів: агрегованого індексу світових цін на сировинні товари, індексу цін на мінерали, руди і метали та індексу цін на продовольчі товари і сільськогосподарську сировину, які обчислюються ЮНКТАД (Комісією ООН з питань торгівлі і розвитку). Рисунок демонструє загалом висхідний тренд номінальних доларових цін починаючи з 2000 р. Доларові ціни на сировинні товари за 2002–2004 рр. підвищилися на 38,5%, а далі процес зростання набув стрибкоподібного характеру. В цілому з 2005 р. по І півріччя 2008 р. ціни на світових ринках підвищилися в середньому на 132,9%, або більше ніж у 2,3 раза. Однак ІІ кв. 2008 р. і І кв. 2011 р. стали поворотними для зламу позитивних тенденцій. На кінець 2015 р. агрегований індекс цін на сировинні товари у поточних доларах США був меншим на 42% відносно І кв. 2011 р., індекс цін на продовольчі товари – на 32%, а індекс цін на мінерали, руди і метали – на 53%.

У період «фінансіалізації» сировинних ринків почав спостерігатися високий ступінь кореляції між цінами на сировинні товари, цінами на фінансові активи і валютними курсами на глобальних ринках, що пояснюється спекулятивною активністю інвесторів і вільним перетіканням капіталів між фінансовими і товарними ринками. Так, одним із факторів зниження світових цін на сировину у період 2011–2015 рр. стало зміцнення курсової позиції долара США до основних світових валют. Тобто рішення щодо купівель-продажів на товарних ринках стали диктуватися не лише оцінками впливу фундаментальних факторів на специфічний сегмент ринку, але й міркуван-

рослинна олія і масла, сільськогосподарська сировина (льон, бавовна, шерсть, табак, джгут, каучук), метали, руда і мінеральні продукти (залізна руда, марганцева руда, алюміній, нікель, мідь, свинець, цинк, олово, вольфрам, срібло, сира нафта).

нями управління портфелем активів, які пов'язані з можливостями отримання прибутків за рахунок включення у портфель нових активів.

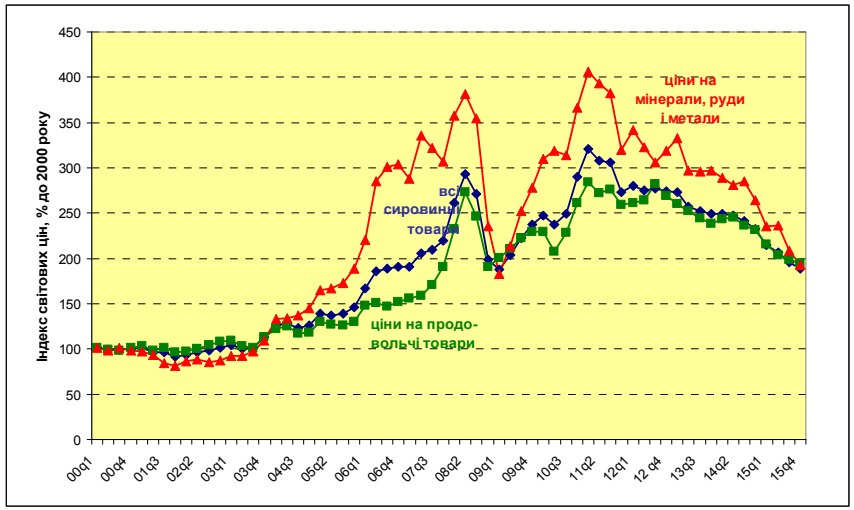

Рис. 1.1. **Індекс світових цін на сировинні товари за кварталами в 2000–2015 рр.**

Джерело: складено автором за даними ЮНКТАД.

Різноспрямована динаміка цін на сировинні товари в доларах і обмінного курсу долара США до світових валют пояснюється дією таких чинників:

1) зниження вартості долара США до інших валют робить сировинні товари, ціни на які номінуються в доларах США, дешевшими для споживачів, що зумовлює підвищення попиту на ці товари;

2) доходи виробників/постачальників сировинних товарів у країнах недоларової зони зменшуються, що стимулює скорочення пропозиції сировинних товарів або підвищення доларових цін (Г.Тілл вказував на те, що девальвація долара зменшує купівельну спроможність експортної виручки виробників сировинних товарів, тому вони намагаються компенсувати втрату доходів від девальвації долара шляхом підвищення доларових цін)[16];

3) поширення спекулятивних операцій на ринках сировинних товарів і використання долара для фінансування спекуляцій carry-trade призводить до того, що знецінення долара США до основних світових валют підвищує

[16] Till, H. (2008).The oil markets: Let the data speak for itself. In Amenc, N., Maffei, B. and Till, H. (Eds.).*Oil Prices: The True Role of Speculation.* Risk and Asset Management Research Centre.

2013 р. і становив, відповідно, 2,7 та 2,8 млрд дол. США[200]. Це є свідченням абсолютної нееластичності та неконкурентоспроможності українських товарів, що експортуються в Китай. Український експорт має переважно сировинний характер, тоді як Китай продовжує експортувати в Україну готову продукцію.

У 2014 р. основними товарними групами експорту України в Китай були залізна руда, питома вага якої в загальній структурі експорту становила 60,1%, зернові – 13,8%, жири та олія – 13,6%, котли і машини – 4,1% та деревина – 3,7%. За 5 місяців 2015 р. структура українського експорту помітно змінилась. Так, на 152,2% зросла питома вага зернових, досягнувши 29,7%, на 62,5% збільшилася частка жирів та олії, досягнувши 22,1%. Водночас питома вага руди знизилась на 36,3% і становила 38,3%. Суттєвих змін у структурі українського імпорту з Китаю не відбулося. Частка імпорту котлів та машин у 2014 р. становила 14,7%, за 5 місяців 2015 р. вона залишилась на тому самому рівні. Частка електричних машин к 2014 р. становила 20,6%, а за 5 місяців 2015 р. – 19%. Імпорт взуття за відповідні періоди становив, відповідно, 4,95 та 4,6% у структурі імпорту, чорних металів, відповідно, 4,1–5,6%, засобів наземного транспорту – 3,8 та 3,1%, хімічних продуктів та сполук – 3,7 та 5,3%.

Зменшення обсягу експорту руди та хімічної продукції до Китаю, серед іншого, пояснюється тим, що протягом останніх років Китай зміг налагодити власний видобуток та виробництво відповідної продукції, що призвело до зниження попиту на українську продукцію. Надмірне виробництво сталі в Китаї вплинуло на збільшення китайського експорту руди: тільки за 8 місяців 2015 р. він зріс на 26%. Усього за рік експорт залізної руди з Китаю, за деякими оцінками, становитиме 105 млн т. А ще два роки тому він становив 61,4 млн т. Падіння попиту на руду у свою чергу призвело до зниження цін на цей вид продукції. Так, з початку 2014 р. котирування контрактів на залізну руду з вмістом заліза 62% знизились на 62,4% – зі 140 дол. США за т до 52,7 дол. США станом на I кв. 2015 р. Суттєве зниження вартості руди призвело до зниження валютної виручки гірничорудних підприємств України, незважаючи на збільшення фізичних обсягів експорту на 7,7%.

Тривалий час китайський ринок металевої продукції був одним з основних для українських виробників. Проте за часи реформ Китай спромігся

[200] Офіційний веб-сайт Державної статистичної служби України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http: http://www.ukrstat.gov.ua

гають у розробленні деталізованих принципів економічної та технологічної співпраці Китаю на міжнародному рівні, інтернаціоналізації державної політики, всебічному стимулюванні закордонних інвестицій китайських компаній методами: кредитної підтримки ключових закордонних інвестиційних проектів, створення спеціалізованих фінансових установ для інвестування за кордон, страхування закордонних інвестицій, надання податкових пільг, послаблення валютного контролю, інформаційного забезпечення щодо можливості інвестування за кордон, проведення освітніх програм та підготовки кадрів, а також у визначенні галузевих пріоритетів для закордонних інвестицій Китаю (електроенергетика, металургія, нафтохімія, залізничні колії, транспорт, електронні комунікації, видобувні галузі).

При цьому китайське керівництво розглядає закордонні енергетичні та інфраструктурні проекти як засіб вирішення енергетичних проблем країни, спосіб експорту китайських технологій та робочої сили. А через будівництво нових транскордонних транспортних коридорів та впровадження внутрішніх інфраструктурних проектів Китай створює умови для безпечних та економічно вигідних поставок китайських товарів на закордонні ринки, зміцнюючи таким чином свої позиції як експортера.

6.2. Результати фінансово-економічного співробітництва України і Китаю у період 2012–2015 рр.: здобутки та проблемні аспекти

Аналіз фінансово-економічного співробітництва між Україною та Китаєм у період 2012–2015 рр. свідчить про те, що стан економічного розвитку нашої країни протягом останніх років позначився на міжкраїнних стосунках негативно: за період з кінця червня 2012 р. по кінець червня 2015 р. товарообіг між двома країнами зменшився майже утричі – з 9,7 млрд дол. США до 3,3 млрд дол. США. Девальвація гривні майже втричі призвела до зниження імпорту китайських товарів, що значно зменшило обсяг негативного сальдо торговельного балансу між двома країнами, який в 2014 р. знизився на 48% порівняно з 2013 р. – з 5,2 млрд дол. США до 2,7 млрд дол. США. Однак варто відзначити, що навіть за таких умов Китай зберігає позитивне сальдо торгового балансу в торгівлі з Україною, тоді як Україна – негативне. Крім того, девальвація гривні не зумовила зростання обсягу експорту готової продукції з України в Китай. Обсяг українського експорту в Китай у 2014 р. залишився майже на тому ж рівні порівняно з

попит на альтернативні активи (в тому числі й сировинні товари), а зміцнення позицій долара на валютному ринку проявляється у відпливі капіталу з ринку сировинних товарів.

На початку 2000-х років на ринок сировинних ф'ючерсів увійшла група фінансових інвесторів, що відкривали позиції на сировину, ґрунтуючись на їх оцінках доходності-ризикованості сумарного портфеля активів. У такий спосіб нові гравці на товарних ринках – інвестиційні фонди, пенсійні фонди, хедж-фонди, а також фонди суверенного добробуту, активізували сегмент ф'ючерсів і опціонів на ринку сировинних товарів. З 2002 р. до середини 2008 р. кількість ф'ючерсних і опціонних угод на сировину на світових товарних біржах збільшилася більше ніж утричі[17]. Тільки у 2007 р. обсяги торгів ф'ючерсами і опціонами на сільськогосподарську продукцію збільшилися на 32%, на енергоносії – 28,6%, а на промислові метали – на 29,7%[18]. Після 2005 р. інвестиції в сировинні товари створювали для інвесторів надійний ступінь захисту проти інфляції та девальвації долара. Проте фінансові спекуляції на ринках сировинних товарів посилювали цінові сплески у період буму та провокували більш значне падіння цін на сировину у період спаду[19].

Під час розквіту фінансіалізації товарних ринків, доходність ф'ючерсів на сировинні товари стала добре корелюватися з обмінними курсами валют, які широко використовуються для carry-trade спекуляцій.

Для дослідження та оцінки взаємозв'язків між динамікою обмінного курсу долара США до основних світових валют та динамікою цін на сировинні товари, які впливають на обсяги експортної виручки України, нами було використано такі джерела даних, як:

1) статистична база ЮНКТАД (unctadstat.unctad.org), що вміщує дані стосовно агрегованого індексу доларових цін на сировинні товари (всі товарні групи) у відсотках до 2000 р., індексу світових цін на продовольчі товари та продовольчі товари без урахування тропічних напоїв і масел, а також індексу світових цін на мінеральні продукти, руди і метали;

2) дослідницька база Федерального резерву штату Saint Louis (research.stlouisfed.org), де наявні дані щодо індексу цін виробників в США, обмінного курсу дол. США до євро;

[17] Trade and Development Report 2009.United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD). New York, Geneva. P. 55.

[18] Burghardt, G. Volume surges again. (2008). *Futures Industry Magazine,* March/April.

[19] Trade and Development Report 2009. United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD). New York, Geneva. P. 24.

3) база даних OECP (http://stats.oecd.org), що містить дані стосовно обмінного курсу дол. США до кошика світових валют, з яких складаються СПЗ;

4) дані Національного банку і Державної служби статистики України щодо реального ВВП, експорту товарів і торговельного балансу України.

Для дослідження відповідних взаємозв'язків використовувалися квартальні дані, а період дослідження охоплював I кв. 2000 р. – IV кв. 2014 р.

На рис. 1.2 динаміка обмінного курсу дол. США до СПЗ показана у взаємозв'язку з індексом світових цін на мінерали, руди і метали. Графічні дані з очевидністю підтверджують той факт, що періоди девальвації долара США до основних світових валют співпадали з періодами підвищення світових цін на сировину, а зміцнення позицій долара на світовому валютному ринку мало одним із своїх наслідків падіння світових цін. Таким чином, у сучасній системі світових фінансово-економічних відносин ревальвація долара США на міжнародних валютних ринках становить серйозну економічну проблему для експортерів сировини.

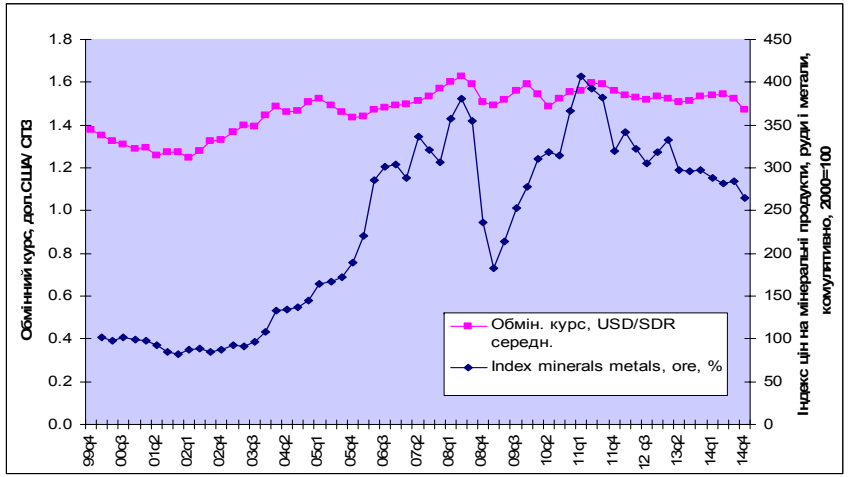

Рис. 1.2. **Обмінний курс долара США до СПЗ та індекс ЮНКТАД доларових цін на мінерали, руди і метали**

Джерело: складено автором за даними ЮНКТАД і OECP.

Серед досліджуваних змінних ***найвищий ступінь кореляційного зв'язку з обмінним курсом американського долара США до СПЗ і до євро продемонстрували індекс цін на мінерали, руди і метали (0,86 і 0,84 відповідно) та агрегований індекс цін на всі види сировини (0,86 і 0,82)***. Коефіцієнти парної кореляції відповідних змінних відображені в табл. 1.1.

масштабністю та амбітності ініціативу, яка об'єднує у світі понад 60 держав із населенням майже 4,4 млрд осіб і сумарним ВВП – 29% від світового. У рамках цієї стратегії було розроблено дві програми – економічний пояс Шовкового шляху та Морський шлях XXI ст.

Представляючи свою концепцію розвитку торговельних шляхів, китайський лідер сформулював п'ять основних завдань цього проекту: 1) посилення координації держав регіону в політичній сфері; 2) інтенсифікація будівництва єдиної дорожньої мережі; 3) розвиток торгівлі шляхом ліквідації торговельних бар'єрів, зниження витрат торгівлі та інвестицій, підвищення швидкості та якості економічних операцій у регіоні; 4) збільшення валютних потоків за рахунок переходу на розрахунки в національних валютах; 5) посилення ролі народної дипломатії, розширення прямих зв'язків між народами країн регіону.

Для реалізації цього проекту було розроблено ідею створення Економічного поясу вздовж історичного маршруту Шовкового шляху, який тягнеться від прибережної зони Китаю через Середню Азію, на Близький Схід і в Європу, а також ідею створення Морського шовкового шляху XXI ст. Для реалізації запропонованої ідеї було створено Фонд Шовкового шляху, а також Азійський банк інфраструктурних інвестицій зі статутним фондом 100 млрд дол.США.

У результаті активної та ефективної зовнішньої політики Китай суттєво посилив свою міжнародну присутність та участь у світових економічних процесах. Досягнення Китаю у сфері міжнародних валютно-кредитних відносин та вражаюче зростання обсягів зовнішньої торгівлі були відзначені міжнародними організаціями, зокрема Міжнародним валютним фондом.

Рішенням Ради директорів МВФ 30 листопада 2015 р. китайський юань було включено до валютної корзини SDR (СПР, спеціальні права запозичення) поряд із доларом США, євро, японською єною та англійським фунтом. Офіційно розрахунки курсу СПР з урахуванням китайського юаня розпочато з 1 жовтня 2016 р. Китайський юань посідає третє місце в корзині СПЗ, його частка становить 10,92%.

Отже, проведене дослідження дозволило ідентифікувати основні форми, методи та інструменти міжнародної економічної та фінансової співпраці Китаю з іншими країнами, такі як: вільні економічні зони, іноземні та закордонні інвестиції, міжнародна допомога, надання зв'язаних кредитів, упровадження спільних економічних проектів і проектів з розвитку інфраструктури. В цілому характерні риси і особливості геоекономічної стратегії Китаю поля-

Темпи зростання закордонних інвестицій за період з 2002 по 2010 рр. у середньому становили 50% на рік. У 2010 р. за обсягом закордонних інвестицій Китай випередив Японію та Велику Британію, які є одними з найбільших інвесторів у світі.

Одним з пріоритетних напрямів закордонних інвестицій китайських банків **є інвестування в іноземні енергетичні активи та ресурси**. Для фінансування закордонних енергетичних проектів уряд Китаю дозволив використовувати валютні резерви, які перебувають під контролем Державного управління з валютного контролю. Китай фактично отримав можливість купувати нафту та газ на вигідних умовах під гарантоване забезпечення поставок цих енергоносіїв, так звані енергетично забезпечені кредити.

Практика надання енергетично забезпечених кредитів БРК передбачає високий рівень співпраці між урядом, бізнесом та БРК. Усі три сторони тісно співпрацюють з метою віднаходження компромісних рішень у питаннях співпраці з іноземними партнерами. Як правило, БРК відіграє роль мосту між досягненням стратегічних цілей уряду Китаю та комерційною діяльністю китайських компаній і виконує функцію координатора між урядом та КЕК. Фактично практика надання енергетично забезпечених кредитів стала можливою завдяки продуктивній співпраці уряду, КЕК та БРК. Завдяки такій співпраці уряд Китаю досягає важливої для держави цілі, а саме – забезпечення надходжень нафти і газу та диверсифікації валютних резервів країни.

Згідно зі статистичними даними ЮНКТАД, у 2010 р. Китай посів 5-те місце за обсягом закордонних інвестицій та 17-те – за обсягом накопичених прямих закордонних інвестицій. Незважаючи на активізацію діяльності китайських інвесторів, Китай значно відстає від головних інвесторів у світі за обсягом накопичених зовнішніх інвестицій. Чисельність зайнятих на зарубіжних підприємствах Китаю в 2010 р. перевищила 1,1 млн осіб, з яких на місцях прийнято 780 тис. осіб. Станом на 25 червня 2015 р. обсяг сукупних закордонних китайських інвестицій становив близько 744 млрд дол. США. Очікується, що до 2020 р. цей обсяг зросте до 2 трлн дол. США[199].

Іншим напрямом посилення міжнародної присутності Китаю у світі стала ініціатива президента країни Сінь Цзіньпіна «Один пояс, один шлях», спрямована на відновлення історичного торгового шляху, що має з'єднати Китай з Європою. Китай запропонував світовій спільноті безпрецедентну за

[199] Офіційний веб-сайт Національного бюро статистики Китаю [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.stats.gov.cn/english/

Таблиця 1.1

Коефіцієнти парної кореляції обмінного курсу долара США та цінових індексів на сировину

Показник	Обмінний курс долар/СПЗ з лагом 1 квартал	Обмінний курс долар/євро з лагом 1 квартал
Індекс світових цін на сировинні товари (всі групи), *% до 2000 р.*	0,86	0,82
Індекс світових цін на продовольчі товари, *% до 2000 р.*	0,82	0,78
Індекс світових цін на мінерали, руди і метали, *% до 2000 р.*	0,86	0,84

Джерело: власні розрахунки за даними ОЕСР і ЮНКТАД.

Високі значення коефіцієнтів парної кореляції засвідчують щільний кореляційний зв'язок між обраними змінними. Позитивний знак коефіцієнтів кореляції вказує на те, що зростання обмінного курсу долара США до євро та СПЗ (девальвація долара) на світових ринках пов'язується із підвищенням світових цін на сировину, а ревальвація долара супроводжується зниженням світових цін.

Логічно допустити, що зміни світових цін на сировинні товари відбиваються на обсягах експортної виручки України, оскільки в структурі національного експорту домінують сільськогосподарська сировина, продовольчі товари і металопродукція. Дані рис.1.3 демонструють, що з 2002 р. в Україні простежується чіткий взаємозв'язок між вартісними обсягами експорту товарів і динамікою світових цін на сировину: підвищення цін супроводжується збільшенням експортної виручки, а зниження цін – скороченням виручки.

Динамічні ряди цінових індексів на сировину та обсяг експортної виручки України мають тісний ступінь кореляційного зв'язку. ***Значення коефіцієнтів парної кореляції приросту світових цін на сировину та обсяги експортної виручки України за квартал коливаються від 0,91 до 0,95***. Тобто вартісні обсяги експорту товарів з України залежать істотним чином від рівня світових цін на відповідні товарні групи (табл. 1.2). Такі взаємозв'язки цілком узгоджуються з теоретичними постулатами закономірностей функціонування слабкої відкритої економіки під впливом екзогенних чинників.

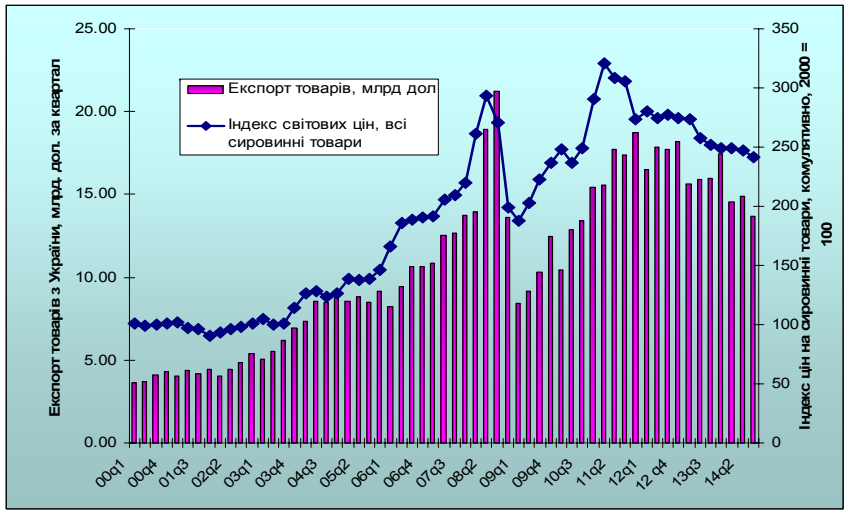

Рис. 1.3. **Динаміка світових цін на сировинні товари і квартальна експортна виручка України у 2000–2014 рр.**

Джерело: складено автором за даними ЮНКТАД і Національного банку України.

Таблиця 1.2

Коефіцієнти парної кореляції цінових індексів на сировину та експортної виручки України

Показник	Експорт товарів із України	Експорт товарів і послуг із України
Індекс світових цін на сировинні товари (всі групи), *% до 2000 р.*	0,95	0,95
Індекс світових цін на продовольчі товари, *% до 2000 р.*	0,93	0,94
Індекс світових цін на мінерали, руди і метали, *% до 2000 р.*	0,91	0,92

Джерело: власні розрахунки за даними ЮНКТАД і НБУ.

Виявлений взаємозв'язок між траєкторією світових цін на сировину і динамікою надходжень від експорту в Україні, з одного боку, та між поведінкою світових цін на сировину і змінами курсової позиції долара США та євро до СПЗ дозволяє висунути гіпотезу про вплив курсових співвідношень на світових валютних ринках на обсяги українського експорту.

Рис. 1.4 підтверджує існування динамічних взаємозв'язків між послабленням долара США відносно СПЗ і збільшенням вартісних обсягів українського експорту. Водночас періоди ревальвації долара співпадали з періо-

ками азійської фінансової кризи, в 2004 р. – унаслідок банківської кризи в Росії та в 2008 р. – унаслідок останньої світової фінансової кризи. Проте слід відзначити, що вже в наступні роки після криз завдяки зростанню довіри іноземних інвесторів до фінансового ринку Китаю обсяг облігаційних позик, як правило, стрімко зростав. Так, у 2001 р. він зріс на 44,9%, у 2006 р. – на 72,6%, а в 2010 та 2011 рр. – відповідно на 27 та 35,7%[197].

Важливим напрямом стимулювання банківського кредитування закордонних інвестицій стало рішення Міністерства торгівлі та Міністерства фінансів Китаю надавати **субсидії підприємствам, що здійснюють закордонні інвестиції**, для сплати відсотків за банківськими кредитами. Умови надання субсидій для сплати відсоткових ставок такі:

1) відсоткові субсидії надаються за кредитами в RMB, а розмір ставки відсоткової субсидії не повинен перевищувати розміру базової відсоткової ставки, що встановлюється Народним банком Китаю;

2) строк надання відсоткової субсидії має розраховуватись відповідно до строку надання кредиту;

3) загальний строк відсоткової ставки не повинен перевищувати 3 роки;

4) відсоткові субсидії надаються тільки під один кредит для фінансування закордонного проекту;

5) обсяг субсидій повинен розраховуватись у RMB[198].

З розвитком закордонної інвестиційної діяльності розширюються форми інвестування, зокрема: транснаціональні злиття, викуп пакетів акцій, вихід на закордонні фондові ринки, створення науково-дослідних центрів, облаштування торгово-економічних зон.

Визначальною рисою китайських закордонних інвестицій є зростання присутності китайських бізнесменів на так званих «неблагополучних територіях», з нестабільною економічною та політичною ситуацією, які очолюють військові хунти М'янми, Гвінеї, Судану, антизахідні режими в Ірані та Венесуелі. Як правило, ці країни володіють багатим природно-ресурсним потенціалом та мають перспективний ринок. Однак у цих країнах – із політичних та інших мотивів – не працюють транснаціональні компанії розвинених країн, що розчищає поле для діяльності китайських корпорацій.

[197] Офіційний веб-сайт Комісії з регулювання ринку цінних паперів Китаю [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.csrc.gov.cn/pub/csrc_en/

[198] Офіційний веб-сайт Міністерства торгівлі Китаю [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.csrc.gov.cn/pub/csrc_en/

вання прибутку та інші інвестиції обсягом 136,7 млрд дол. США[196]. Темпи зростання закордонних інвестицій за період з 2002 по 2010 р. у середньому становили 50% на рік. У 2010 р. Китай за обсягом закордонних інвестицій випередив Японію та Велику Британію, які є одними з найбільших інвесторів у світі.

Банк розвитку Китаю (БРК) став основним банком уряду Китаю у здійсненні стратегії глобалізації та **фінансуванні закордонних інвестицій**. Урядом країни було розроблено спеціальний план фінансування закордонних проектів. План визначає такі ключові закордонні проекти для фінансування:

– розробка ресурсів за умови, що розробка аналогічних ресурсів усередині країни є неефективною;

– створення виробництва та інфраструктури, що сприятиме збільшенню експорту китайських технологій, товарів, обладнання та робочої сили;

– створення дослідницьких центрів задля використання сучасних передових технологій, методів управління та розвитку талантів;

– укладання угод про злиття та поглинання, що покращуватиме міжнародну конкурентоспроможність підприємств та їх діяльність на міжнародних ринках.

З часом Банк розвитку Китаю (БРК) став для уряду Китаю основним щодо здійснення стратегії глобалізації та закордонних інвестицій. Задля збільшення капіталу щодо фінансування закордонних проектів, БРК, крім щорічних бюджетних асигнувань, активно розміщує різні види облігацій: власні, казначейські, муніципальні та корпоративні, комерційні цінні папери, банківські облігації комерційних банків. Більша частина облігаційних позик припадає на облігації казначейства та муніципалітетів, що становить третину від усього обсягу облігаційних позик. П'ята частина позик припадає на облігаційні позики від розміщення власних облігацій банку. Хоча частка корпоративних облігацій становить лише 8,85% від загального обсягу облігаційних позик, проте в грошовому еквіваленті це досить значна сума. Так, у 2012 р. вона становила 108,9 млрд RMB.

Обсяги облігаційних розміщень зростають з року в рік, що дає БРК можливість активно інвестувати за кордон. Якщо в 1994 р. обсяг залучених коштів через розміщення облігацій становив 75,4 млрд RMB, то в 2012 р. він зріс до 1,2 трлн RMB. Зменшення обсягу облігаційних позик порівняно з попереднім роком спостерігалось у 1999–2000 рр. і було зумовлено наслід-

[196] Офіційний веб-сайт Міністерства торгівлі Китаю [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.csrc.gov.cn/pub/csrc_en/

дами зменшення обсягів експортної виручки. ***Коефіцієнти парної кореляції обмінного курсу долара США (до СПЗ і євро) та експортної виручки України*** засвідчують високий ступінь кореляційного зв'язку.

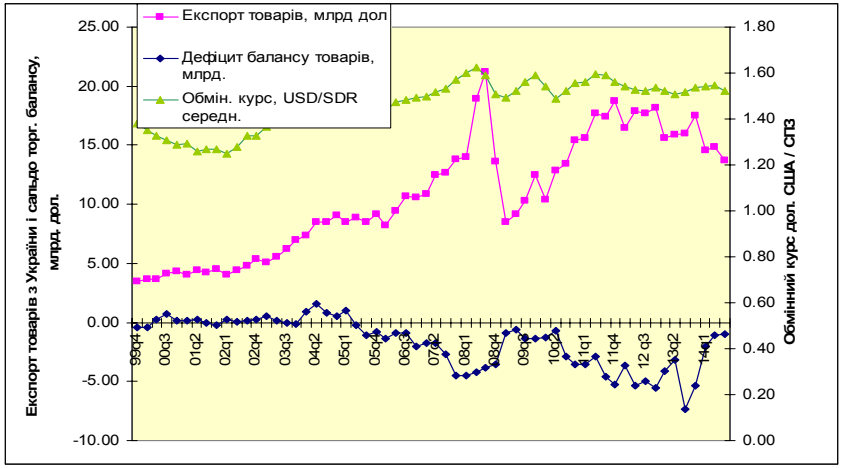

Рис. 1.4. **Обмінний курс долара США до СПЗ, вартісні обсяги експорту товарів з України та дефіцит торговельного балансу**

Джерело: складено автором за даними ОЕСР і Національного банку України.

Значення даних коефіцієнтів ***змінюються від 0,83 до 0,87*** (табл. 1.3).

Тобто зміцнення курсової позиції долара США до євро і СПЗ, що фактично спостерігається з II півріччя 2014 р., є чинником зменшення експортної виручки України внаслідок негативного впливу на рівень світових цін на сировину. Хоча слід зазначити, що у період 2014–2015 рр. скорочення експорту товарів з України стало результатом не лише глобальних змін, а й руйнування виробничої бази на Сході країни та блокування українського експорту урядом країни-агресора.

Таблиця 1.3

Коефіцієнти парної кореляції обмінного курсу долара США та експортної виручки України

Показник	Обмінний курс долар/СПЗ з лагом 1 квартал	Обмінний курс долар/євро з лагом 1 квартал
Експорт товарів і послуг за квартал, *млрд дол.*	0,87	0,84
Експорт товарів за квартал, *млрд дол.*	0,87	0,83

Джерело: власні розрахунки за даними ОЕСР і НБУ.

На наступному етапі дослідження спробуємо оцінити ефекти зміцнення долара США на світовому валютному ринку для показників експортної виручки та економічного зростання в Україні через вплив на світові ціни основних груп національного експорту. Для цього спочатку побудуємо графік залежності квартальної зміни світових цін на сировинні товари від зміни курсових співвідношень на міжнародних ринках.

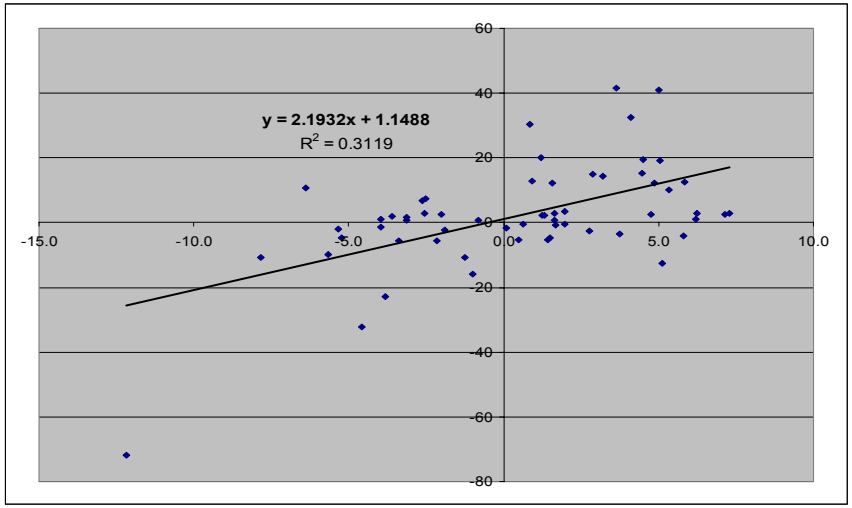

Рис. 1.5. **Залежність квартальної зміни індексу світових цін на сировинні товари від темпу девальвації (ревальвації) обмінного курсу долара США до євро**

Джерело: складено автором за даними ЮНКТАД і ОЕСР.

На рис. 1.5 зображено функцію залежності зміни світових цін на сировину (змінна *y*) від зміни курсової позиції долара США відносно євро (змінна *x*). Доволі значний розкид даних не дозволяє стверджувати про високу точність підрахунку коефіцієнтів виявленої залежності, однак із деякою ймовірністю можна свідчити: ***1% девальвації долара США до євро спричиняє підвищення світових цін на сировинні товари на 2,2%.***

Якщо ж як аргумент функції використати обмінний курс долара до СПЗ, то можна оцінити залежність квартальної зміни світових цін на сировинні товари від темпу девальвації (ревальвації) курсу долара США до СПЗ. Відповідна залежність відображена на рис. 1.6, де *y* – квартальна зміна індексу світових цін на сировину, а *x* – темп девальвації (ревальвації) обмінного курсу долара США до СПЗ. Із використанням регресійного аналізу

Узбекистан і В'єтнам – підписали Меморандум про взаєморозуміння з питання створення AIIB. За погодженням штаб-квартира AIIB розміщуватиметься у Пекіні. У січні 2015 р. кількість членів-засновників AIIB зросла до 27 – після того як Нова Зеландія, Мальдівська Республіка, Саудівська Аравія і Таджикистан офіційно приєдналася до проекту створення AIIB.

У листопаді 2014 р. голова КНР Сі Цзіньпін заявив, що Китай прискорить будівництво проекту «Пояси і дороги» і зміцнюватиме співробітництво з країнами, що беруть участь у його реалізації. Він оголосив, що Китай внесе 40 млрд дол. США у створення Фонду з будівництва Шовкового шляху. Під час зустрічі членів об'єднання країн АТЕС у Пекіні заявлено, що фонд використовуватиме кошти для забезпечення інвестиційної та фінансової підтримки проектів, спрямованих на розвиток інфраструктури, забезпечення ресурсами, промислове співробітництво та інші проекти, що пов'язують країни, які географічно розташовані уздовж «Поясів і доріг».

Наведені факти свідчать про те, що ідея створення транскордонних коридорів через відродження Шовкового шляху та будівництво Морського шовкового шляху XXI ст. є для китайського уряду пріоритетною. Проект «Один пояс, одна дорога» активно просувається на найвищому рівні керівництва країни, безпосередньо її першими керівниками. Привертають увагу також і темпи реалізації цього проекту.

Розміщення закордонних інвестицій в офшорних зонах, так званих «офшорних гаванях», пов'язане з тим, що впродовж майже 30 років реформ у Китаї існує режим преференційного оподаткування для іноземних інвесторів. Така практика інвестування породила феномен так званого «ходіння інвестицій по колу» (round-tripping investments), коли кошти вивозяться за кордон без сплати податків, а пізніше повертаються у країну у вигляді інвестицій. За оцінками експертів, близько третини прямих інвестицій мають китайське походження, саме зі сходу країни. З ухваленням у 2008 р. змін до податкового законодавства, згідно з якими запроваджуються єдині податкові вимоги як для китайських підприємств, так і для іноземних, спостерігається зменшення активності китайських закордонних інвесторів в офшорних зонах.

На кінець 2010 р. понад 13 тис. китайських компаній створили 16 тис. підприємств за кордоном у 178 країнах світу із загальним обсягом інвестицій 68,8 млрд дол. США, з яких 24 млрд дол. США – це реінвестування прибутку, 20 млрд дол. США – інвестиції в акціонерний капітал. Загальний обсяг накопичених інвестицій становив 317 млрд дол. США, з яких 59,7 млрд дол. США – це інвестиції в акціонерний капітал, 120 млрд дол. США – реінвесту-

Сі Цзіньпін також запропонував створити Азіатський інвестиційний банк з розвитку інфраструктури (AIIB) для фінансування будівництва та розбудови регіональної інфраструктури економічної інтеграції.

Як і проект економічного поясу Шовкового шляху, проект Морського шовкового шляху XXI ст. націлений на прискорення економічної інтеграції в АТР. Його заявленою метою є об'єднання в єдину мережу узбережжя Азії. За своєю ідеологією проект морського шляху практично нічим не відрізняється від «економічного поясу» і покликаний у міру свого розширення сприяти подоланню різниці економічного розвитку країн Південно-Східної Азії та формуванню міцних економічних зв'язків між країнами регіону. Як і у випадку з «економічним поясом», китайська сторона дотримується відкритої позиції щодо всіх регіональних механізмів співробітництва. Презентуючи її, Сі Цзіньпін заявив, що брати участь у регіональній економіці і торгівлі можуть всі економічні суб'єкти, обираючи форму відповідно до власних можливостей. Зі свого боку Китай пропонує себе країнам АТЕС як «інкубатор» для створення платформи з обміну інформацією і досвідом, зміцнення регіональних зон вільної торгівлі.

У грудні 2013 р. голова КНР Сі Цзіньпін на щорічній Центральній економічній робочій конференції закликав до стратегічного планування ініціативи «Пояси і дороги» з метою сприяння взаємозв'язку інфраструктури та побудови партнерства спільних інтересів[195]. У березні 2014 р. прем'єр-міністр Китаю Лі Кецян в урядовому звіті підкреслив необхідність прискорення будівництва проекту «Один пояс, одна дорога». У доповіді також ішлося про збалансований розвиток економічних коридорів Бангладеш – Китай – Індія – М'янма та Китай – Пакистан.

У травні 2014 р. у порту Ляньюньган на сході Китаю, у провінції Цзянсу, був уведений в експлуатацію перший етап логістичного терміналу, спільно побудованого Китаєм і Казахстаном. Термінал із загальним обсягом інвестицій 606 млн юанів (98 млн дол. США), розглядається як платформа для товарів з країн Центральної Азії, що експортуються за кордон, і стимул для будівництва економічного поясу Шовкового шляху.

У жовтні 2014 р. 21 азійська країна із тих, які бажають приєднатися до Азійського банку розвитку інфраструктури (AIIB) – Бангладеш, Бруней, Камбоджа, Китай, Індія, Казахстан, Кувейт, Лаос, Малайзія, Монголія, М'янма, Непал, Оман, Пакистан, Філіппіни, Катар, Сингапур, Шрі-Ланка, Таїланд,

[195] Си Дзиньпин. О государственном управлении. – Пекин : Международное издательство, 2014. – 624 с.

було встановлено: ***1% девальвації долара США до СПЗ має своїм наслідком підвищення світових цін на сировинні товари на 4,7%.***

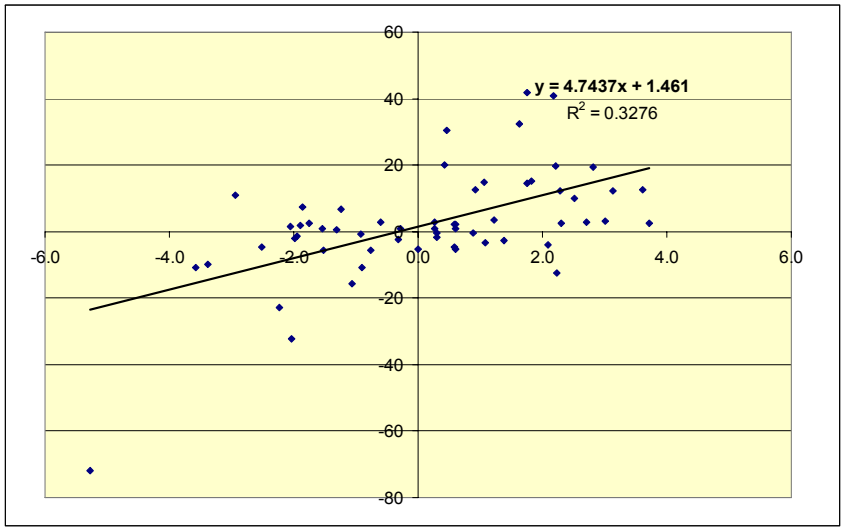

Рис. 1.6. **Залежність квартальної зміни індексу світових цін на сировинні товари від темпу девальвації (ревальвації) обмінного курсу долара США до СПЗ**

Джерело: складено автором за даними ЮНКТАД і ОЕСР.

Регресійний аналіз дозволяє аналогічним чином оцінити ефекти зміцнення чи послаблення курсової позиції долара для динаміки світових цін на продовольчі товари. Як відомо, з 2014 р. український АПК став основним сектором-експортером, тому моніторинг світових цін на продовольчі товари та оцінка відповідних взаємозв'язків із валютно-курсовими процесами мають особливе значення. У процесі дослідження було встановлено існування прямого взаємозв'язку між зміною світових цін на продовольчі товари та зміною обмінного курсу долара США до євро. І хоча коефіцієнт детермінації регресійного рівняння для зазначеної залежності був невисоким, з деякою ймовірністю можна стверджувати, що ***1% девальвації долара США до євро спричиняє підвищення світових цін на продовольчі товари на 1,8%.***

Вартісні обсяги експорту товарів з України, як ми встановили, залежать суттєвим чином від рівня світових цін на експортовану продукцію. На рис. 1.7 відображена квартальна експортна виручка України (змінна *y*) в залежності від кумулятивного індексу світових цін на сировинні товари

(змінна *x*). Оцінена степенева функція для відповідних рядів змінних $y = 0{,}021*x^{1.18}$ має високе значення коефіцієнта детермінації: R2 = 0,91.

На основі встановленої залежності було підраховано: ***зростання світових цін на сировинні товари на 1% має своїм наслідком збільшення квартального обсягу експортної виручки України приблизно на 65 млн дол. США***, відповідно, падіння світових цін викликає зменшення вартісного обсягу експорту товарів у такій же пропорції.

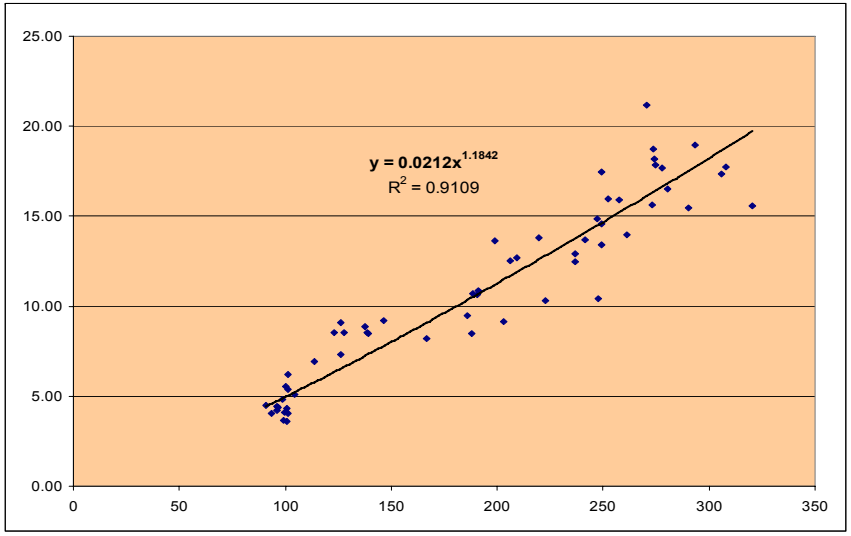

Рис. 1.7. **Залежність експортної виручки України,** *млрд дол. США,* **від динаміки світових цін на сировинні товари,** *% до 2000 р.*

Джерело: складено автором за даними ЮНКТАД і НБУ.

Аналогічним чином можна оцінити збільшення експортної виручки України при зростанні світових цін на продовольчі товари. Як вже зазначалося, обсяги експорту товарів із України мають тісний ступінь кореляційного зв'язку з індексом світових цін на продовольчі товари. Оцінена степенева функція $y = 0{,}017*x^{1,25}$ досить точно апроксимує взаємозв'язок відповідних змінних: значення коефіцієнта детермінації становить 0,86.

Вагомим компонентом українського експорту товарів є продукція чорної металургії, тому зміна світових цін на руди і метали повинна певним чином відображатися на обсягах експортної виручки. Дані рис. 1.8 вказують на залежність вартісного обсягу експорту з України (змінна *y*) від динаміки світових цін на руди і метали (змінна *x*). Запропонована степенева функція $y = 0{,}081*x^{0,902}$ має досить високе значення коефіцієнта детермінації – 0,89.

Слідуючи стратегії посилення присутності на закордонних ринках, Китай також почав реалізовувати інфраструктурні проекти в Європі з метою поєднання економічно слабших регіонів Центральної та Східної Європи. У грудні 2014 р. Китай і Сербія відкрили перший в історії міст до Європи через Дунай, який був профінансований БРК і побудований китайськими будівельними компаніями. Названий на честь Михайла Пупіна, відомого сербського вченого, 1500-метровий міст з'єднує східний промисловий район Земун з північним житловим районом Борча в Белграді. Будівництво мосту скоротило час перетину Дунаю з більш ніж 1 години до лише 10 хвилин. Китай також здійснює будівництво ТЕС у м. Станарі в Боснії (до 1,7 млрд дол. США) та автомагістралі Бар-Боляри, що поєднає Чорногорію та Сербію (984 млн дол. США).

Для цих країн інфраструктурні проекти такого масштабу упродовж 20 років були надзвичайною рідкістю, зважаючи на погані економічні умови (у Хорватії, Сербії, Боснії і Герцеговині з майже 1,5 млн безробітних), постюгославську політичну нестабільність, етнічні конфлікти та стихійні лиха (повені). Китай докладає значних зусиль щодо фінансування та модернізації застарілого транспорту та комунальної інфраструктури в цих країнах, таким чином виводячи відносини з ними на новий рівень та збільшуючи свою присутність у Європі.

Протягом останніх років китайське керівництво активно пропагує ідею створення «економічного поясу» вздовж історичного маршруту Шовкового шляху, який тягнеться від прибережної зони Китаю через Середню Азію на Близький Схід і в Європу. Крім того, воно активно просуває ідею створення Морського шовкового шляху, який простягатиметься з півдня Китаю у країни Південно-Східної Азії, Шрі-Ланку, в обхід Індії, і далі в Європу.

За фінансової підтримки БРК, урядів Таїланду та Лаосу, а також Азійського банку розвитку в 2008 р. було запущено першу залізничну магістраль протяжністю 1900 км, яка з'єднала м. Куньмін китайської провінції Юньнань зі столицею Таїланду Бангкоком. Залізниця також проходить через територію Лаоса. Крім того, ця магістраль має східне відгалуження, що поєднує В'єтнам із Камбоджею, та південне, що поєднує Бангкок із Сингапуром.

Перебуваючи з візитом в Індонезії у вересні 2013 р., голова КНР Сі Цзіньпін запропонував формувати більш згуртовану спільноту Китай-АСЕАН задля побудови Морського шовкового шляху XXI ст. та просування морського співробітництва. У своєму виступі в індонезійському парламенті

в Китай передбачають будівництво газопроводу від Чаяндінського родовища в Якутії до Владивостока, а в районі Благовещенська передбачається побудувати «рукав» для таких поставок. За цим маршрутом обсяг експорту російського газу може становити 38 млрд куб. м на рік, що істотно нижче за обсяги, які закуповуються Європейським Союзом. На рівень 38 млрд на рік Росія зможе вийти тільки в 2030 р. Уже зараз фахівці стверджують, що контракт на постачання Китаю якутського газу протягом строку його дії не окупиться, тобто буде збитковим.

Міжнародні інфраструктурні проекти

Із посиленням економічної могутності Китаю у світі постали нові виклики перед керівництвом країни, зокрема щодо необхідності закріплення на закордонних ринках, що стало завданням навіть складнішим, ніж вихід на ці ринки. З цією метою Китай бере участь у розвитку транспортної інфраструктури інших країн. Аналіз будівництва транскордонних шляхів та реалізації проектів з розвитку транспортної інфраструктури свідчить про те, що Китай насамперед інвестує в ті проекти та країни, щодо яких має економічний інтерес. Зокрема, активна участь країни у фінансуванні автошляхів у країнах Африки та Піденної Америки пояснюється не в останню чергу тим, що Китай достатньо вагомо представлений в економіках цих країн.

Наймасштабнішим китайським проектом за останні роки є будівництво залізниці Транс-Євразія від міста Чунцін на південному заході Китаю до Дуйсбургу в Німеччині. Запущений в експлуатацію в 2011 р. як спільне підприємство з Німеччиною, Китаєм, Казахстаном, Росією, 11179-кілометровий шлях залізничної колії проліг через шість країн, включаючи Білорусь і Польщу. Китай є найбільшим бенефіціаром цієї вантажної залізничної мережі, який починаючи з 2011 р. відправив по цьому шляху в Європу товарів на суму 2,5 млрд дол. США. Будівництво цієї залізниці дозволило компанії «Hewlett Packard», що має в Чунціні найбільший в Азії завод з виробництва ноутбуків, з 2011 р.відправити до Європи понад 4 млн ноутбуків

Будівництво залізниці Чунцін – Дуйсбург не є винятком із загальної стратегії Китаю щодо будівництва транснаціональних коридорів. Сьогодні ЄС – найбільший торговий партнер Китаю, відповідно країна намагається закріпитися на європейському ринку. Вигоди від новоствореної залізниці отримують і європейські країни. Якщо раніше тривалість доставки автомашин європейських виробників становила два місяці, то сьогодні вона скоротилась удвічі.

На основі оціненого регресійного рівняння можна зробити такий висновок: ***зростання світових цін на руди і метали на 1% має своїм наслідком збільшення квартального обсягу експорту товарів з України приблизно на 43 млн дол. США***, відповідно, зниження світових цін стає чинником зменшення експортних надходжень.

Оскільки експорт товарів і послуг є складовою ВВП за виробничим методом, то світові ціни на продукцію українського експорту повинні впливати не лише на вартісні обсяги експорту, а й на темпи зростання ВВП країни. У процесі дослідження ми оцінювали залежність квартальних темпів зростання реального ВВП в Україні від квартального приросту світових цін на сировинні товари. Зв'язок між зазначеними показниками виявився нестійким (R2 = 0,21), однак лінія апроксимації була зростаючою, що свідчить про здебільшого позитивний вплив підвищення світових цін на сировину, на темпи зростання реального ВВП в Україні, а також на здебільшого негативний вплив зниження світових цін.

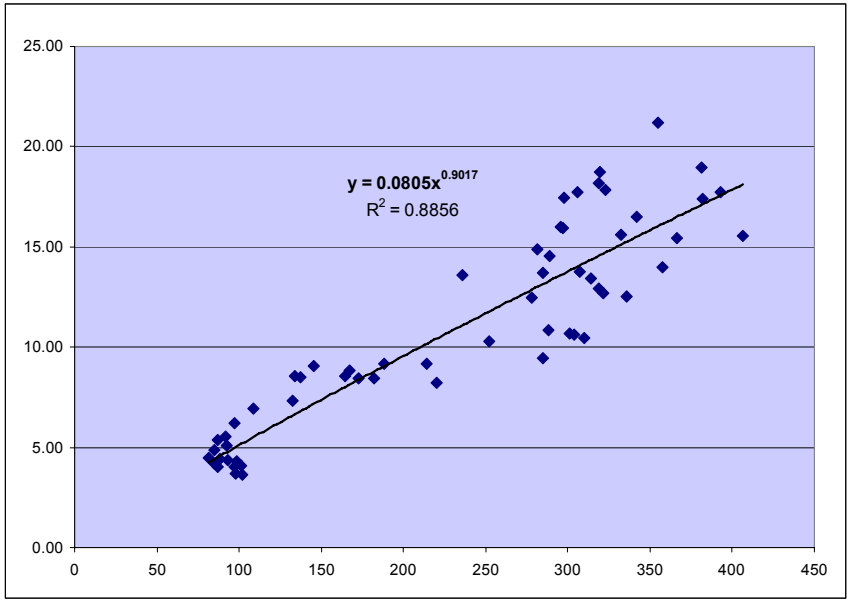

Рис. 1.8. **Залежність експортної виручки України (в млрд дол. США) від динаміки світових цін на мінерали, руди і метали,** *% до 2000 р.*

Джерело: складено автором за даними ЮНКТАД і НБУ.

З використанням апарату регресійно-кореляційного аналізу ми показали, що коливання світових цін на сировину відбиваються на обсягах експорт-

ної виручки України, а в умовах глобалізації та фінансіалізації товарних ринків стрибки цін на сировинні товари частково пояснюються коливаннями валютних курсів. Тому закономірним виглядає взаємозв'язок між значеннями обмінного курсу долара США до євро або СПЗ і надходженнями від експорту товарів в Україну. Високі значення коефіцієнтів парної кореляції відповідних змінних підтверджують існування такого взаємозв'язку (див. табл. 1.3).

У процесі дослідження було виявлено залежність експортної виручки України від значень обмінного курсу долара США до СПЗ. Рівняння апроксимації цієї залежності має вигляд: $y = 0{,}77*x^{6.63}$ ($R2 = 0{,}84$). Тобто в умовах України спостерігається високий ступінь залежності експортних надходжень від курсової позиції долара США на міжнародних валютних ринках: ***ревальвація долара викликає зниження цін на сировинні товари і зменшення експортної виручки України, а девальвація долара, навпаки, – зростання світових цін на сировину і збільшення експортної виручки***.

На рис. 1.9 відображена залежність експортної виручки України (змінна *y*) від значень обмінного курсу долара США до євро (змінна *x*). Лінія апроксимації для розкиду значень обраних змінних має вигляд: $y = 5{,}44*x^{2.91}$, де: *y* – квартальна експортна виручка України, а *x* – обмінний курс долара США до євро. Високе значення коефіцієнта детермінації ($R2 = 0{,}81$) дозволяє використовувати цю функцію як аналітичний інструментарій. Альтернативна лінійна функція має коефіцієнт незалежної змінної 22,3, що свідчить про те, що послаблення (зміцнення) курсу долара США до євро на 0,1 викликає збільшення (зменшення) виручки від експорту товарів на 2,2 млрд дол. США.

Упродовж десятиріч кволі темпи інвестиційної діяльності та відсутність структурних реформ в Україні цілком узалежнили національну економіку від валютно-курсових і цінових процесів на міжнародних ринках. Як засвідчили події 2011–2015 рр., ревальвація обмінного курсу долара США до основних світових валют стає рушійною силою зниження цін на сировинні товари, що, у свою чергу, викликає зменшення експортної виручки України і уповільнення зростання або падіння реального ВВП.

Таким чином, у результаті проведеного емпіричного дослідження:

- кількісно оцінено взаємозв'язки між динамікою обмінного курсу долара США до основних світових валют та динамікою цін на сировинні товари: 1% девальвації долара США до євро спричиняє підвищення світових цін на сировинні товари на 2,2%, при цьому кожен відсоток девальвації долара США спричиняє підвищення світових цін на продовольчі товари на 1,8%;

нижчим від рівня західних банків. Це не означає, що БРК працює як агент уряду і готовий нехтувати питанням прибутковості заради досягнення урядових цілей. БРК функціонує виключно на комерційних засадах і строго дотримується базових показників на рівні з комерційними банками.

Діяльність БРК є виключною в питаннях реалізації стратегії уряду Китаю «глобалізуватись». Завдяки фінансовій підтримці БРК іноземні енергетичні компанії отримують фінансові ресурси в умовах їх дефіциту та нестабільності світових ринків капіталу. В свою чергу ЕЗК БРК забезпечують Китай енергетичними та природними ресурсами. Завдяки грамотній системі корпоративного управління БРК також розширює свою присутність у світі та активізує участь у міжнародному розподілі капіталу.

БРК відіграє важливу роль у фінансуванні інфраструктури з транспортування енергоносіїв. Зокрема БРК профінансував будівництво нафтопроводу Атасу (Китай) – Аланьшанькоу (Казахстан) на суму 8,1 млрд дол. США, що розпочав функціонувати в 2006 р. У 2013 р. пропускну здатність нафтопроводу було розширено до 20 млн т нафти на рік. У 2007 р. БРК також брав участь у синдикованому фінансуванні будівництва газопроводу з Туркменістану через Узбекистан, Казахстан у Китай, надавши 8,1 млрд дол. США із загального обсягу фінансування в 11 млрд дол. США. Потужність газопроводу становить 40 млрд куб м газу на рік. Крім того, в 2010 р. Китай надав кредит обсягом 2,4 млрд дол. США уряду М'янми на будівництво газопроводу з М'янми до провінції Юньнань.

Важливою подією 2014 р. стало підписання китайською державною нафтогазовою компанією «CNPC» контракту на закупівлю російського газу з концерном «Газпром». Переговори щодо цієї угоди тривали близько десяти років, причому в питаннях ціни поставок сторонам вдалося домовитися тільки під час офіційного візиту президента Росії В.Путіна в Китай. Контракт, підписаний «Газпромом» і «CNPC», передбачає поставку китайським споживачам 38 млрд куб.м газу щорічно протягом 30 років. Загальна ціна угоди – 400 млрд дол. США. Поставки російського газу в Китай у рамках контракту між країнами мали розпочатися через 4–6 років. Для цього ще потрібно було побудувати газопровід, який отримав назву «Сила Сибіру». Разом із тим досі залишається невідомою ціна, за якою «Газпром» постачатиме газ у Китай. Формально, з огляду на загальну оголошену вартість контракту, терміну його дії та потужності майбутнього трубопроводу, як вважають фахівці енегетичного ринку, тисяча кубометрів газу обійдеться Китаю приблизно в 350 доларів. Поставки російського газу

50 млрд куб. м газу на рік. Однак 8 квітня 2009 р. «Газпром» раптово почав вимагати від «Туркменгазу» скоротити поставки газу на 90%. Таке рішення призвело до скорочення валютних доходів Туркменістану до 1 млрд дол. США на місяць. У таких умовах керівництво Туркменістану терміново почало вести переговори з Китаєм з приводу постачання газу в цю країну. Вже через два місяці сторони домовилися про постачання туркменського газу в Китай обсягом 40 млрд куб. м на рік. Газ мав надходити з нового родовища Південний Елотен, на розробку якого Китай виділив Туркменістану позику на суму 4 млрд дол. США. В 2011 р. Китай надав Туркменістану нову позику на продовження розробки нового родовища газу.

На тлі світової фінансової скрути китайські банки виглядали достатньо ліквідними, тому вони почали активно фінансувати енергетичні проекти під гарантовані поставки газу та нафти китайським енергетичним компаніям, за які останні розраховувались з китайськими банками. Пізніше така практика фінансування енергетичних проектів отримала назву «нафта/газ за кредит».

БРК протягом 2009–2010 рр. надав нафтовим компаніям Росії, Бразилії, Венесуели, Туркменістану та Еквадору кредити загальним обсягом 65 млрд дол. США. Єдиною позикою, в якій БРК не брав участі, була позика, надана китайською «PetroChina» еквадорській «PetroEcuador» як предплата за постачання 96 тис. барелей нафти щоденно протягом двох років.

Участь БРК у фінансуванні КЕК не означає, що цей банк виступає як донор, навпаки, БРК здійснює фінансування на комерційних засадах з метою отримання прибутку та розширення міжнародної діяльності банку. Китайські енергетичні компанії мають можливість здійснювати за кордоном розвідку та видобування енергоресурсів, а також використовувати свої активи та робочу силу. Фактично БРК фінансує вивіз китайських технологій та робочої сили. Участь КНК у закордонних проектах надає можливість виробникам технологічного обладнання з видобутку енергоносіїв збільшувати експорт власної продукції.

Керівництво БРК ретельно здійснює відбір закордонних проектів, оскільки їх фінансування спрямоване на отримання прибутку, надаючи першочергового значення забезпеченню ліквідності та якості закордонних активів. У 2010 р. коефіцієнт непрацюючих кредитів БРК становив лише 0,26%, що є найкращим показником серед китайських банків. У своїй діяльності БРК фокусується на отриманні позитивної норми прибутку, тому відповідно ставка відсотку за кредитом є ринковою. При розрахунку рівня відсоткової ставки БРК бере за основу ставку LIBOR, однак відсотковий спред може бути

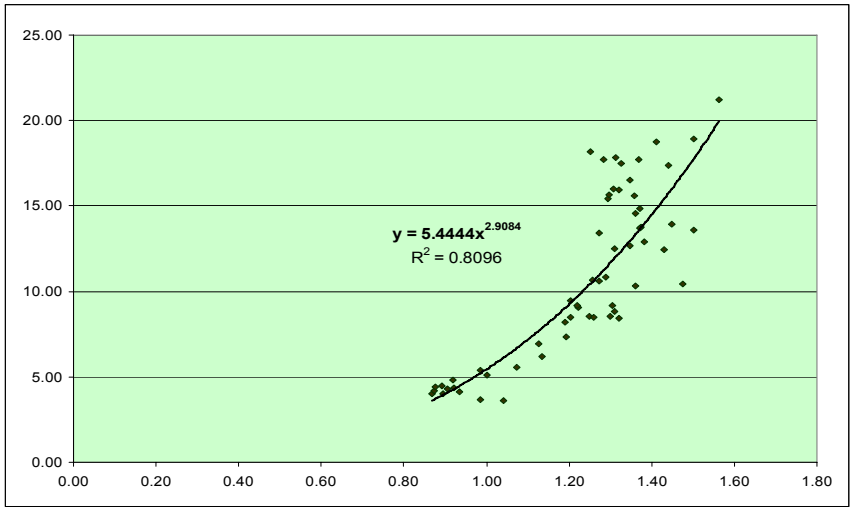

Рис. 1.9. **Залежність експортної виручки України,** *млрд дол. США*, **від значень обмінного курсу долара США до євро**

Джерело: складено автором за даними ЮНКТАД і НБУ.

- визначено ефекти зміцнення (послаблення) курсової позиції долара США до євро і СПЗ для показників експортної виручки України через вплив на світові ціни експортованих товарів: падіння світових цін на сировинні товари на 1% має своїм наслідком зменшення квартального обсягу експортної виручки України приблизно на 65 млн дол. США, а зменшення світових цін на руди і метали на 1% викликає скорочення квартального обсягу експорту товарів з України приблизно на 43 млн дол. США;

Провівши емпіричну оцінку впливу динамічних змін на глобальному ринку товарів і валют на розвиток експортного сектору України, ми отримали такі результати:

- зменшення за 2014 р. агрегованого індексу світових цін на сировинні товари на 17,5% відносно 2000 р. означало зниження доларових цін на 7% у річному вимірі; такі цінові зрушення призвели до зменшення річного обсягу експорту товарів з України на 4,8 млрд дол. США;
- триваюче зниження агрегованого індексу світових цін на сировинні товари у 2015 р. (на 18,5% у річному вимірі) стало чинником скорочення річного експорту товарів з України на 11,6 млрд дол. США.

Додатково проведені розрахунки свідчать про те, що:

- падіння кумулятивного індексу цін на мінеральні продукти, руди і метали у 2014 р. на 32,8% і зниження цін на 11% у річному вимірі стало причиною зменшення річного експорту товарів на 5,5 млрд дол. США;
- кардинальне падіння кумулятивного індексу цін на мінеральні продукти, руди і метали у 2015 р. (на 27,1% за рік) призвело до чергового зменшення річного експорту товарів з України на 12,2 млрд дол. США.

Згідно з нашими оцінками, за 2014 р. зміцнення обмінного курсу долара США до СПЗ на 4,3% і курсу долара США до євро на 8,2%, за відсутності дії інших факторів, мало б призвести до зниження агрегованого показника світових цін на сировинні товари на 10,8–10,9% за рік. Оскільки фактичне зниження цін становило близько 7%, то, очевидно, фундаментальні фактори попиту і пропозиції сировини чинили тиск до підвищення цін. Однак фактор «фінансіалізації» сировинних ринків – розпродажу інвесторами сировинних активів, внаслідок ревальвації долара США – виявився більш потужним і нейтралізував дію фундаментальних чинників.

Проведене емпіричне дослідження продемонструвало високу чутливість вартісних обсягів національного експорту до цінових процесів на світовому ринку сировинних товарів. Наші ***оцінки втрати експортної виручки України за 2014 р., зумовленої несприятливими ціновими і валютно-курсовими процесами на світових ринках, коливаються від 4,8 до 5,5 млрд дол. США. За 2015 р. оцінки втрат експортної виручки України варіюються від 11,6 до 12,2 млрд дол. США.***

Оскільки ціни на товари з низьким ступенем обробки та курсові співвідношення між провідними валютами характеризуються високою волатильністю, значним коливанням підлягають і обсяги експортної виручки України. У цих умовах мінливою та непередбачуваною стає динаміка українського ВВП. Такий стан справ впливає на загальну нестабільність платіжного балансу та є одним із чинників періодичного повторення валютних криз. Доведений вченими феномен зниження реальних цін на сировинні товари у довгостроковому періоді (гіпотеза Пребіша – Зінгера)[20] також спрацьовує не на користь України. По суті він означає, що Україна не може розраховувати на високу доходність операцій з експорту продукції з низьким вмістом доданої вартості і ***при закріпленні сировинної спеціалізації України***

[20] Arezki, Rabah, Hadri, Kaddour, Loungani, Prakash, Rao, Yao. (2013). Testing the Prebisch-Singer Hypothesis since 1650: Evidence from Panel Techniques that Allow for Multiple Breaks. *IMF Working Paper,* August.

та виробництво Австралії; 1,1 млрд дол. США – в Канаду, 1,3 млрд. дол. США – в Сингапур, переважно у торгівлю, переробну промисловість, бізнес-послуги, будівництво, а також в підприємства зі спеціального технічного обслуговування та постачання електроенергії, газу і води. Крім того, значні обсяги закордонних інвестицій (5,6 млрд дол. США) надходили в ЄС, в АСЕАН – 4,4 млрд дол. США, в Росію – 568 млн дол. США та Японію – 338 млн дол. США[194].

Інвестування за кордон стало одним з основних інструментів реалізації стратегій глобалізації та виходу назовні, суть яких полягає в: інтенсифікації співпраці щодо розробки ресурсів за кордоном, розширенні практики контрактної співпраці в рамках технологічних проектів, збільшенні закордонних інвестицій, створенні транспортних коридорів, розвитку логістики та морських перевезень.

Безпосереднім втіленням стратегії глобалізації стала стратегія виходу на зовнішні енергетичні ринки. Втілювати цю стратегію керівництво Китаю вирішило через енергетичні компанії своєї країни (надалі КЕК), а саме – «CNPC», «PetroChina» та «CNOOC». Фінансову підтримку КЕК забезпечували визначені урядом банки, в першу чергу Банк розвитку Китаю (БРК), Експортно-імпортний банк Китаю та Банк Китаю. Тривалий час ці банки спеціалізувались на фінансуванні внутрішніх проектів, тож відповідного досвіду щодо фінансування зовнішніх проектів не мали. Для реалізації стратегії підтримки КНК на зовнішніх ринках уряд приймає рішення щодо перетворення цих установ у сучасні банківські установи, спроможні надавати сучасні фінансові послуги на рівні сервісу провідних банків розвинених країн.

Міжнародні енергетичні проекти Китаю

Уряд Китаю прийняв рішення про можливість використовувати для фінансування закордонних енергетичних проектів валютні резерви країни, які перебувають під контролем Державного управління з валютного контролю. В умовах, що склались, Китай фактично зміг купувати нафту та газ на вигідних умовах під гарантоване забезпечення поставок цих енергоносіїв, що реалізувалося з використанням так званих енергетично забезпечених кредитів (надалі ЕЗК).

Світова фінансова криза 2008–2009 рр. кардинально вплинула на енергетичні потоки та діяльність енергетичних компаній провідних гравців енергетичного ринку. Свого часу Росія купувала у Туркменістану 42–

[194] Офіційний веб-сайт Комісії з регулювання ринку цінних паперів Китаю [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.csrc.gov.cn/pub/csrc_en/

них інвестицій. Управління коштами НІФ здійснює Інвестиційна корпорація Китаю (ІКК), яка є національним суверенним фондом, що відповідає за управління частиною валютних резерів Китаю. ІКК була створена у 2007 р. з близько 200 млрд дол.США активів. Станом на 2013 р. ІКК мала 575,2 млрд дол.США в активах під своїм управлінням.

У 2007 р. у Китаю було 1,4 трлн дол. США валютних резервів, а вже в 2013 р. цей показник виріс до 3,4 тлрн дол. США. ІКК була створена з наміром використовувати ці резерви, за зразком «Temasek Holdings» у Сингапурі. Державна центральна «Huijin Investment Corporation» була приєднана до ІКК на правах дочірньої компанії. Вже на кінець 2008 р. китайські закордонні інвестиції становили 55,91 млрд дол. США[192]. Незважаючи на вплив глобальної фінансової кризи на інвестиційні процеси по всьому світу, обсяг закордонних інвестицій Китаю в 2009 р. становив 56,53 млрд дол. США[193].

Цікавим прикладом закордонного інвестування Китаю є те, що після скуповування пакету акцій іноземних компаній пізніше відбувається їх злиття або поглинання. Зокрема, в 2010 р. 40% закордонних інвестицій були вкладені в транснаціональні поглинання та злиття обсягом 29,7 млрд дол. США. При інвестуванні Китай надає перевагу галузям видобування та переробки природних ресурсів. Крім того, попитом користуються підприємства з виробництва та постачання електроенергії, обслуговування спеціальної техніки та фінансова галузь.

До найважливіших реципієнтів китайських інвестицій відносяться країни – торговельні партнери та підприємства, що створені в офшорних зонах. Зокрема, в 2010 р. 38,5 млрд дол. США було вкладено в Гонконг – у сферу бізнес-послуг, фінанси, нерухомість, обробну промисловість, торгівлю та перевезення; 6,1 млрд дол. США було вкладено в Британські Острови, 3,5 млрд дол. США – в Кайманові Острови, 3,2 млрд дол. США – в Люксембург, переважно в сферу бізнес-послуг; 1,3 млрд дол. США – у виробничу сферу Швеції; 1,7 млрд дол. США – у видобувні підприємства, нерухомість

[192] Wang, Duanyong. (2011). China's Overseas Foreign Direct Investment Risk: 2008–2009. *South African Institute of International Affairs Occasional Paper*, January,. 73. Retrieved from https://www.files.ethz.ch/isn/145949/saia_sop_73_duanyong_20110125.pdf

[193] Salidjanova, Nargiza. (2011). Going Out: An Overview of China's Outward Foreign Direct Investment. U.S.China Economic & Security Review Commission, USCC Staff Research Report, March 30. P.1. Retrieved from http://www.uscc.gov/sites/default/files/Research/GoingOut.pdf

у системі міжнародного поділу праці завдання виведення із злиднів основної маси населення залишаться невирішеними.

Виявлені залежності та отримані оцінки взаємозв'язків валютно-курсових і цінових процесів на світових ринках та їх наслідків для економіки України свідчать про кричущу необхідність зміни моделі економічного розвитку України у напрямі диверсифікації структури національного експорту та активізації виробництв з високою часткою доданої вартості, а також кардинального підвищення національної конкурентоспроможності.

1.3. Фінансові канали і механізми впливу глобальних факторів на стан ринку цінних паперів України

В умовах глобалізації взаємозв'язок фінансово-інвестиційної сфери з іншими сферами суспільного життя значно посилюється, міжнародні інтеграційні торговельно-економічні відносини стають більш значущими, а політичні, економічні та соціальні ризики зростають. Обмін інвестиціями між країнами відзначаються дедалі більшою динамічністю та іноді непередбачуваністю, що періодично призводить до виникнення локальних, регіональних і світових криз. Тому в умовах відкритої економіки ризики не тільки для України, а й для інших країн зі слабкою інституціональною архітектурою є значними і потребують ретельного аналізу і постійного моніторингу. Сприятливі перспективи мають ті країни, які оперативно відслідковують глобальні, регіональні та національні ризики, а також послідовно формують конкурентоспроможну модель соціально-економічного розвитку.

На обсяги та вектори інвестування в сучасному фінансово-інвестиційному просторі впливають, насамперед, такі види ризиків за сферами їхньої дії:

– *міжнародні* (ризики, пов'язані з глобальною інтеграцією, міжнародною інвестиційною кон'юнктурою, інформаційним фоном у світі щодо конкретних об'єктів інвестування);

– *політичні* (ризики, пов'язані з політичною нестабільністю, з якістю державного управління, з рівнем податкового навантаження та стабільністю податкового законодавства, з впровадженням антиінвестиційного або протекціоністського законодавства тощо);

– *соціальні* (ризики проведення загальнонаціональних, галузевих, профспілкових страйків і протестів, низький рівень інтегрованості суспільства до прийнятих світових цінностей, інертність населення щодо ділової активності при інвестуванні або наданні фінансування, значна частка пассіонаріїв у

суспільстві; консервативність, необізнаність населення щодо поведінки на фінансових ринках тощо);

– *економічні* (ризики, пов'язані з динамікою зростання ВВП, з відпливом і припливом капіталу в країну, з рівнем внутрішнього інвестування та ПІІ, з інфляцією, з впливом конкуренції між бізнес-структурами, ризики ліквідності та інші комерційні ризики);

– *фінансово-кредитні* (ймовірність зміни державної грошово-кредитної політики, ризики стабільності фондового і фінансового ринків певної країни, динаміка валютних коливань, ризики впливу деривативів на фінансовий стан у певній країні тощо);

– *правові* (характеризують ступінь ризиків інституційної спроможності забезпечувати правовідносини, що захищають провідні людські цінності та право власності в країні);

– *екологічні* (ризики різноманітних екологічних катастроф і потрясінь типу: землетрусів, пожеж, цунамі, аварій на АЕС і великих хімічних підприємствах тощо);

– *кримінальні* (до них можна віднести рекет, розкрадання майна, шахрайські дії інвестиційних та господарських партнерів, несприятливу криміногенну ситуацію) тощо[21].

Активний розвиток фінансів у світі значною мірою впливає на країни, що інтегровані у світову економіку. Фінансова глобалізація суттєво посилила неконтрольований рух капіталу в світі, що зробило національні фінансові ринки чутливішими і вразливішими, знизило дієвість державного регулювання, яке обмежене національними кордонами, призвело до появи дедалі більшої кількості гравців та інструментів, які в багатьох випадках функціонують хаотично і деструктивно, що призводить до суттєвої дестабілізації на валютних ринках цінних паперів світу. Ступінь кореляції між різними сегментами фінансового ринку (ринку деривативів на товари і сировину, кредитного ринку, валютного ринку і ринку цінних паперів) також посилився, що пов'язано з розвитком інформаційно-програмного забезпечення, інтернет-технологій та медійної сфери.

У країн з високим ступенем інституційної спроможності, що мають довгострокове бачення соціально-економічного розвитку своєї держави, є перспективи скористатися перевагами фінансової глобалізації для формування більш конкурентоспроможної економіки і фінансового ринку:

[21] Редзюк Є.В. Інвестиційний менеджмент : навчальний посібник. – К. : НАКККіМ, 2014. – 288 с.

I блок – це галузі паливно-енергетичного комплексу та інфраструктури (енергетика, транспорт, зв'язок, портове господарство, залізничні та автодороги, освоєння родовищ нафти);

II блок – ряд сучасних галузей машинобудування (електроніка, інструментальна промисловість, приладобудування, виробництво ЕОМ, засоби зв'язку, обладнання для освоєння морських нафтових ресурсів на континентальному шельфі);

III – промисловість будматеріалів, хімічна промисловість, металургія;

IV – легка, текстильна, харчова, фармацевтична промисловість, виробництво пакувальних матеріалів, медичне обладнання;

до V блоку включені галузі сільського господарства (тваринництво, рослинництво, лісне господарство, рибне господарство, водні промисли); і, насамкінець, VI блок – туризм та сфера послуг.

Згідно з визначеними пріоритетами залучення іноземного капіталу створюються відповідні умови для надходження капіталу у відповідну галузь. Ці умови охоплюють податкові, регуляторні, митні та інші важливі питання, що пов'язані з веденням господарської діяльності за участі іноземних інвесторів, захищають їх права та інтереси відповідно до міжнародної практики. Ці заходи дозволили Китаю перетворитись на найбільшого реципієнта іноземних інвестицій у світі.

Для реалізації глобальної стратегії інтегрування в світовий економічний простір уряд спонукає китайські підприємства до виходу на зовнішні ринки та здійснення зовнішньоекономічної діяльності. В березні 2009 р. були затверджені «Правила адміністрування закордонних інвестицій», якими на провінційний рівень були делеговані 85% повноважень щодо узгодження питань, пов'язаних із **закордонними інвестиціями**. На кінець 2009 р. китайськими підприємствами було створено 18 закордонних торгово-економічних зон, які сприяють здійсненню інвестицій за кордон малими та середніми підприємствами. Ці зони також сприяють створенню виробничих потужностей у країнах-реципієнтах відповідно до місцевих умов, рівня розвитку інфраструктури та наявності повного виробничого процесу[191].

З метою активізації закордонних інвестицій уряд Китаю вдається і до ряду інших заходів, зокрема, в 2007 р. було створено Національний інвестиційний фонд (НІФ), діяльність якого спрямована на здійснення закордон-

[191] Bernasconi-Osterwalder, Natalie, Johnson, Lise, Zhang, Jiangping. (2012). Outward Investment: An emerging policy framework. The International Institute for Sustainable development. P. 56.

бюджету країни для надання гарантій за кредитами, а також розширені можливості установ з гарантування кредитів для полегшення отримання кредитів малими та середніми підприємствами. Крім того, китайський експортно-імпортний банк упровадив серію міжнародних спільних програм щодо фінансування торгівлі. Так, було розпочато спільну програму з Експортно-імпортним банком США щодо фінансування торгівлі обсягом 20 млрд дол. США. В рамках цієї програми фінансування отримали банки Росії, Туреччини, Індії, Чилі та багатонаціональні фінансові установи (наприклад Афро-ексім банк).

Іншим напрямом стимулювання фінансування торгівлі стало **розширення співпраці з міжнародними фінансовими установами**. Зокрема, уряд Китаю придбав облігації Міжнародної фінансової корпорації обсягом 1,5 млрд дол. США. Народний банк Китаю підписав двосторонні валютні своп-угоди з центральними банками Аргентини, Білорусі, Індонезії, Малайзії, Гонконгу, Китаю та Кореї. Китайське керівництво також проголосило програму надання позики обсягом 15 млрд дол. США країнам ASEAN, 10 млрд дол. США африканським країнам та іншим країнам Шанхайської організації співробітництва. Крім того, було прийняте рішення щодо створення Інвестиційного фонду співпраці Китай-ASEAN обсягом 10 млрд дол. США.

Для активізації зовнішньої торгівлі та інвестицій були запровадженні спеціальні заходи, спрямовані на **спрощення митних процедур**, логістики та зберігання товарів. Суттєвим досягненням у цій сфері можна вважати впровадження практики розгляду митних декларації до приходу товарів у пункт призначення шляхом передачі їх електронними засобами та впровадження практики цілодобового митного клірингу.

Вагомим чинником розширення зовнішньої торгівлі стало підписання **угод про вільну торгівлю** з іноземними країнами. Сьогодні у Китаю 12 таких угод та ще 6 перебувають у стадії підготовки.

Іноземні інвестиції відіграють ключову роль у технічному переозброєнні Китаю. З метою залучення іноземного капіталу в економіку країни керівництво країни, ухваливши закони та нормативно-правові акти, що, за оцінками експертів СБ, відповідають міжнародній практиці, а в деяких питаннях навіть є більш пільговими, ніж у більшості розвинених країн, створило дієве та надійне законодавче поле, що забезпечує захист інтересів іноземних інвесторів. Очільники Китаю чітко визначили пріоритетність галузей та напрямів залучення іноземних інвесторів, які можна об'єднати в шість блоків:

1) за рахунок дерегуляції в національну економіку за помірною вартістю залучається міжнародний капітал;

2) виникає додаткова ліквідність на внутрішньому ринку та можливість отримати дохід на міжнародних ринках капіталу, коли національний ринок занадто вузький і малоліквідний;

3) за рахунок системного зв'язку з міжнародним ринком капіталу формується більш конкурентний внутрішній ринок капіталу;

4) міжнародні стандарти і норми поступово впроваджуються і на внутрішньому фінансовому ринку, що в цілому сприяє уніфікації та кращому сприйняттю цих заходів інвесторами.

Аналізуючи сучасні явища і процеси на світовому ринку цінних паперів, можна відзначити, що частина з них позитивно впливає на економічне зростання країн – реципієнтів іноземного капіталу, а саме через: надання додаткової і більш дешевої ліквідності; диференційований вибір фінансових послуг, капіталів та інвестицій; можливість зваженого хеджування ризиків; підвищення якості обслуговування фінансових інститутів. Однак розвиток країни – реципієнта іноземного капіталу зазнає негативного впливу внаслідок системного поширення спекулятивних фінансових операцій і збільшення волатильності на ринках цінних паперів світу; поглиблення фінансових диспаритетів і формування глобальних фінансових структур у центрі й на периферії; перетікання потужних капіталів транснаціональних корпорацій і приватних осіб, які обмежено контролюються національними органами влади і можуть дестабілізувати певні сфери діяльності, регіони, країни і компанії. Численні фінансові кризи у країнах з ринками, що формуються, засвідчили дестабілізуючий вплив міжнародного спекулятивного капіталу на країни з вільним доступом до міжнародного капіталу при несформованості у них ринкових інститутів і незбалансованості макроекономічного середовища.

У сучасному світі проявляються тенденції до посилення впливу фінансової глобалізації на діяльність фінансових інститутів і корпорацій, включених до міжнародних фінансово-інвестиційних процесів, а також на економічну політику держав – реципієнтів іноземного капіталу. Очевидним є вагомий вплив грошово-кредитної політики Федеральної резервної системи США та провідних центробанків світу на стан фінансово-інвестиційних ринків світу. Так, підвищення відсоткових ставок Федеральною резервною системою США провокує на ринках, які розвиваються, масовий відплив капіталу і розпродаж активів, оскільки співвідношення доходність-ризик для активів з

ринків, що формуються, суттєво погіршується при зниженні безризикових відсоткових ставок у розвинених країнах (рис. 1.10).

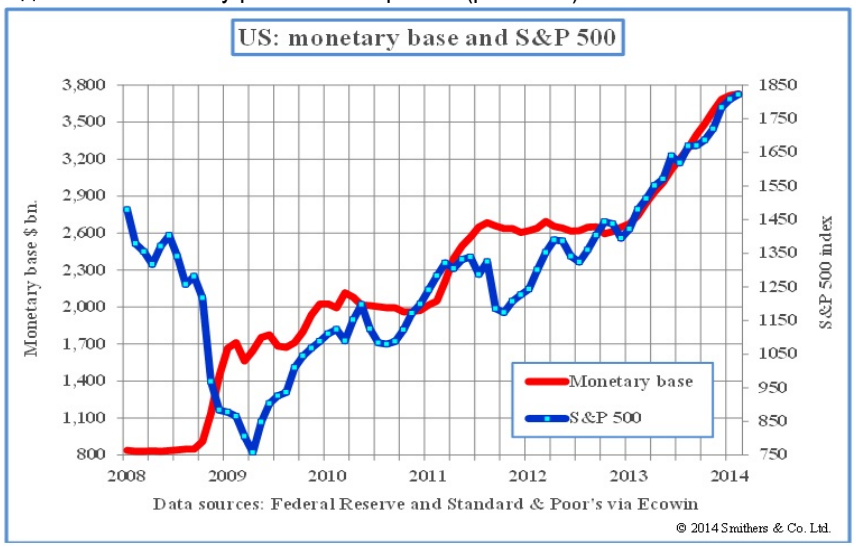

Рис.1.10. **Залежність між проведенням політики «кількісного пом'якшення» (QE 1-3) та динамікою провідного фондового індексу «S&P-500»**

Джерело: складено автором на основі: [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://blogs.ft.com/andrew-smithers/2014/03/quantitative-easing-and-share-prices/

Розвинені країни світу і ряд країн, що розвиваються, краще підготовлені до новітніх тенденцій на глобальних ринках капіталу за рахунок сталих і сильних інститутів влади, конкурентоспроможних бізнес-структур, розвиненої інфраструктури; а також за наявності у них міжнародних центрів ліквідності та значних запасів золотовалютних резервів. На наш погляд, таким країнам глобальні трансформації та подальша фінансіалізація міжнародної економіки надають багато перспектив і можливостей для подальшого розвитку. Проте країни з ринками, що формуються, які характеризуються слабкими інститутами та нерозвиненою інфраструктурою, наражаються на вплив суттєвих ризиків, обумовлених відсутністю у них інструментів нівелювання/зменшення глобальних ризиків або несформованістю відповідних страхових резервів.

Світові тенденції свідчать про активну глобалізацію фінансових потоків на провідних фондових біржах світу в економічно розвинених країнах, а також на фондових біржах у країнах, що розвиваються. Водночас існують

Протягом 2013 р. кількість рахунків у RMB поступово зростала. На кінець 2013 р. на 362 зросла кількість міжбанківських рахунків і становила 1954 із балансом 919,62 млрд юанів. На 7070 зросла кількість рахунків, які були відкриті іноземними підприємствами в Китаї із загальним балансом на кінець року 72,81 млрд дол. США.

На думку китайських фахівців, розширення застосування китайського юаня позитивно впливає на активізацію двосторонньої торгівлі, інвестицій та сприяє регіональній фінансовій стабільності. В 2013 р. загальний обсяг розрахунків і RMB по капітальному рахунку порівняно з попереднім роком зріс на 57,6% і становив 4,63 трлн юанів. Обсяг розрахунків за товари порівняно з 2012 р. зріс на 11,7% і становив 3,02 трлн юанів. Після запровадження пілотних проектів кількість країн, підприємства яких здійснювали розрахунки в RMB, становила 174. У 2013 р. обсяг закордонних інвестицій у RMB порівняно з попереднім роком зріс у 1,8 раза та становив 85,61 млрд дол. США, тоді як обсяг іноземних інвестицій у RMB зріс на 77% і становив 448,13 млрд дол. США[189]. Можливість здійснювати розрахунки в RMB посилила інтерес іноземних інвесторів до внутрішнього міжбанківського ринку облігацій.

Серед закордонних ринків RMB найбільшим і далі залишається Гонконг. Протягом 2013 р. обсяг розрахунків у RMB між континентальним Китаєм та Гонконгом зріс на 55,5% і становив 3,55 трлн юанів, що, в свою чергу, становить 57,2% загального обсягу розрахункових операцій у RMB. Розрахунки в RMB за торговими операціями становили 1,8 трлн юанів, або 73,2% від загального обсягу торгівлі між Китаєм та Гонконгом. Відповідно до статистичних даних Валютної адміністрації Гонконгу, баланс депозитів у RMB у Гонконзі становив 860,5 млрд юанів, що свідчить про зростання на 42,7% порівняно з попереднім роком та відповідно становить 12% від загального обсягу депозитів у Гонконзі та 23% від обсягу іноземних депозитів у цій країні[190].

З метою інтернаціоналізації зовнішньої торгівлі уряд Китаю запроваджує заходи з активізації **фінансування зовнішньої торгівлі**. Уряд розширив можливості Китайської компанії зі страхування експортних кредитів щодо надання страхового покриття за короткотерміновими експортними кредитами обсягом до 90,3 млрд дол. США. Крім того, були задіяні фонди центрального

[189] Офіційний веб-сайт Народного банку Китаю [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.pbc.gov.cn/
[190] Там само.

інвестори, Народний банк Китаю (НБК) у жовтні 2011 р. затвердив правила розрахунків у RMB за прямими іноземними інвестиціями. Цими правилами було встановлено, що для здійснення прямих іноземних інвестицій, номінованих у RMB, іноземний інвестор має відкрити розрахунковий рахунок у RMB в іноземному банку. Порядок відкриття таких рахунків було встановлено правилами щодо розрахункових рахунків у RMB та правилами щодо рахунків у RMB для іноземних установ. Цими правилами також передбачено, що для переказів у RMB, які спрямовуються на первинні інвестиційні проекти, та такі, що використовуються для реінвестицій усередині країни, необхідно відкривати спеціальні депозитні рахунки в RMB та спеціальні рахунки в RMB для реінвестицій відповідно до принципу «спеціальні рахунки для спеціальних цілей». Держава контролює банк, що здійснює операції, пов'язані з прямими іноземними інвестиціями в RMB. НБК, зокрема, здійснює нагляд за дотриманням законодавства, щодо протидії відмиванню коштів та боротьби з фінансуванням тероризму.

У 2013 р. НБК продовжив політику, спрямовану на фінансове обслуговування реального сектора економіки, та дещо модифікував політику з використання RMB за кордоном. У липні 2013 р. НБК затвердив роз'яснення щодо спрощення процедури обслуговування закордонних операцій у RMB та вдосконалення відповідної політики. Завдяки їм відбулося спрощення закордонних операцій у RMB. Зокрема, нефінансові установи отримали дозвіл надавати закордонні позики та гарантії в RMB, було відмінено контроль за терміном фінансування рахунків в RMB та квоту на операції в RMB для місцевих агентських банків.

У вересні 2013 р. НБК прийняв роз`яснення стосовно порядку розрахунків у RMB для інвестування закордонними інвесторами місцевих фінансових установ, фактично дозволивши здійснювати таке інвестування, а банки отримали можливість здійснювати розрахунки та надавати послуги в RMB.

Для реалізації прийнятого документу Державною комісією з регулювання ринку цінних паперів, Державною адміністрацією з валютного контролю та НБК спільно було розроблено пілотний проект для кваліфікованих інституційних іноземних інвесторів, що інвестують у RMB (RMB qualified foreing institutional investor, RQFII). Дію проекту було поширено на території Гонконгу, Тайваню, Великої Британії та Сингапуру.

Ця пілотна програма поступово приносить результати. На кінець 2013 р. загальна квота для учасників цієї програми зросла до 500 млрд юанів, з яких квота для іноземних інвесторів становить 157,5 млрд юанів, що розповсюджується на 61 іноземну установу.

чинники, які справляють негативний вплив на інтеграцію ринків цінних паперів у світі. До них відносять:

- політичні (спроби захисту національних ринків на користь місцевих постачальників або інвесторів);
- культурні (різні підходи до корпоративного управління, конкурентної політики, поширення інформації);
- правові (розбіжності в законодавчих системах, процедурах банкрутства, ефективності судових процесів);
- економічні (зростання фіктивного капіталу, відмінності в механізмах утримання податків, встановленні зборів, ставках оподаткування для акцій порівняно з державними облігаціями);
- соціальні (різні підходи до регулювання пенсійної, медичної, страхової допомоги, що опосередковано впливають на діяльність емітентів, фондів та компаній з управління активами);
- екологічні (різні екологічні стандарти, суми штрафів і форми стимулів для корпоративного сектора тощо).

Незважаючи на це, виходити за національні межі і пропонувати свої послуги на зовнішніх ринках фондові біржі спонукають виклики XXI ст. – нове конкурентне й відкрите глобалізоване середовище, прогрес у розвитку біржових і розрахунково-клірингових технологій та трансформація національних законодавчих норм, яка забезпечує лібералізацію відносин у цій сфері.

Формування нового конкурентного середовища проявляється у зростанні конкуренції між фондовими біржами, як на національному, так і на міжнародному рівні, а також між біржами та альтернативними торговими системами. Конкуренція між фондовими біржами і альтернативними торговими системами почала проявлятися в середині 1990-х років. На той час альтернативні торгові системи проявили себе як гнучкіші та ефективніші структури, що змогли запропонувати широке коло різних моделей торгівлі, з урахуванням різних специфічних умов і потреб учасників ринку, створили цілодобовий режим торгівлі та надали можливість проведення глобальних торговельних операцій у режимі реального часу. Необхідно відзначити, що результатом цієї конкуренції стало суттєве посилення позицій фондових бірж за рахунок застосування передових технологій і модернізації систем біржової торгівлі. При цьому діяльність фондових бірж визначається також специфікою національного законодавства, яке може підтримувати, стимулюва-

ти їх розвиток або, навпаки, уповільнювати процес зростання чи активності фондових бірж[22].

Тривала концентрація капіталів і глобалізація ділової активності у корпоративному секторі (концентрація капіталів та зростання кількості транснаціональних корпорацій і банків) призводять до розвитку аналогічних процесів у сфері організації обороту цінних паперів. Інтернаціоналізація інститутів ринку цінних паперів – це логічна реакція на триваючу протягом кількох десятиріч інтернаціоналізацію корпоративного сектора. Транснаціональні компанії і банки стають дедалі більшими не стільки як виняток, скільки як норма. Характерні для останніх років великі злиття і поглинання, а також активність у проведенні IPO (initial public offering) лише підкреслюють цей факт (табл. 1.4).

Таблиця 1.4

Світовий ринок злиття і поглинання (M&A), *млрд дол. США*

Показник	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Світовий ринок M&A	2400	2600	2190	2300	3270	5100
Світовий ринок IPO	235	138	113	163	258	196

Джерело: дослідження і статистичні дані міжнародних компаній «Ernst & Young», «Dialogic» і агентства «Bloomberg», «CNBC».

Обсяг угод зі злиття і поглинання (M&A) у 2015 р. по всьому світу поставив рекорд, перевищивши 5 трлн дол. США. Це найвищий показник з 2007 р., коли угод щодо злиття і поглинання компаній було укладено на суму 4,12 трлн дол. США. При цьому обсяг угод M&A в 2015 р. за участю американських компаній становив приблизно 2,5 трлн дол. США. Найбільша активність відзначена у фармацевтичній галузі і технологічному секторі: обсяги угод M&A за участю компаній цих сфер становили відповідно 723,7 млрд дол. США і 713,1 млрд дол. США. Найбільшою з оголошених угод M&A стало злиття американської «Pfizer Inc.» та ірландської компанії «Allergan Plc» обсягом 160 млрд дол. США. Ринок IPO також динамічно зростає, тільки в 2015 р. він знизив обсяги залучення капіталу.

В умовах сучасної фінансової глобалізації національне законодавство більшості країн світу, що регулює діяльність фондових бірж, стає дедалі уніфікованішим. Уніфікація фінансових ринків забезпечує реалізацію основної переваги глобалізації (зростання ліквідності), сприяє охопленню макси-

[22] Авакян А.А. Консолидация фондовых бирж – современная тенденция глобализации мирового финансового рынка // Journal of Economic Regulation – Вопросы регулирования экономики. – 2010. – Т.1, № 2. – С. 73–79.

2010 р. Китай посів друге місце серед країн світу щодо взаємодії торгових потоків, при тому що в 2000 р. за цим показником, який характеризує просування національної валюти на міжнародній арені, був лише п'ятим.

У нових економічних умовах у КНР зростає кількість грошово-кредитних операцій, включаючи прямий обмін валют. Згідно зі звітом Банку міжнародних розрахунків, що публікується раз на три роки, в 2010 р. операції в женьміньбі становили менше 1% (77,1 млрд дол. США) від загального обороту ринків іноземних валют. Проте вже через рік – на кінець 2011 р. – обсяг зовнішньоторговельних розрахунків у китайській валюті досяг 2,08 трлн юанів (330 млрд дол. США), або 6,65% від загального обсягу товарообороту КНР за відповідний рік, у 2012 р. – 2,94 тлрн юанів, або 12% від загального обсягу товарообороту КНР[188]. За прогнозами HSBC, протягом найближчих трьох років 30% загальних торгових потоків, або 50% від двосторонніх розрахунків з країнами, що розвиваються, здійснюватимуться в юанях, що виведе юань в число трьох найбільш використовуваних валют. Звертає на себе увагу і той факт, що значна частина розрахунків у женьміньбі (до 80%) припадає на імпорт Китаю. Іноземні торгові агенти притримують юані в очікуванні зростання його курсу, і торгові розрахунки є одним із таких засобів.

Розширення процесу інтернаціоналізації юаня добре простежується на прикладі розвитку спотового ринку та ринку деривативів. Спотові операції Китаю становлять 24% загального обсягу валютних операцій, що менше за відповідний показник як для країн-емітентів, що зорієнтовані на активне використання цього фінансового інструменту, так і для країн з ринковою економікою, що формується, в яких цей показник перевищує 30%. Це пояснюється тим, що в Китаї та деяких інших країнах, що розвиваються, більше користуються ринком аутрайтів. Аутрайти частіше використовуються як засоби хеджування валютних ризиків, тоді як валютні свопи більш ефективні при фінансуванні балансу грошово-кредитних інститутів. Скоріш за все, перевага використання Китаєм аутрайтів пов'язана з необхідністю в подальшому здійснювати хеджування від можливої ревальвації курсу женьміньбі, а також із небажанням переходити до застосування більш складних форм управління валютними ризиками.

З метою подальшого розширення використання RMB у міжнародній торгівлі та здійсненні інвестицій, а також врегулювання розрахунків за іноземними інвестиціями в RMB, що здійснюють банки та іноземні

[188] Офіційний веб-сайт Народного банку Китаю [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.pbc.gov.cn/

національної валюти. Обмінний курс китайського юаня за період з 2008 р. по 2011 р. зріс на 4,9% – з 6,83 до 6,5 юаня. Валютні резерви країни збільшилися з 1,95 трлн дол. США у 2008 р. до 3,31 трлн дол. США у 2012 р. У 2008 р. Китай став найбільшим іноземним утримувачем американського боргу. Посилення міжнародної інвестиційної позиції Китаю сприяло активізації його ролі в міжнародних валютно-фінансових відносинах.

Проте світова фінансова криза таки негативно вплинула на економіку Китаю та його зовнішній сектор і це засвідчили показники платіжного балансу країни. Так, обсяг позитивного сальдо поточного рахунку платіжного балансу зменшився з 420,6 млрд дол. США в 2008 р. до 136,1 млрд дол. США в 2011 р. Суттєво знизилось співвідношення позитивного сальдо поточного рахунку і ВВП: з 9,3% у 2008 р. до 1,86% у 2001 р.[186]. Однак в цілому, порівняно з іншими країнами, економіка Китаю демонструвала високі показники економічного зростання.

Керівництво Китаю вирішило скористатись поточною ситуацією, відповідно була розроблена нова валютна політика, спрямована на **інтернаціоналізацію китайського юаня або RMB** (женьміньбі)[187]. План інтернаціоналізації RMB (женьміньбі) передбачає такі заходи: запровадження розрахункової схеми по торговельних операціях у RMB, укладання валютних свопів, надання обмеженого дозволу на здійснення банківських операцій у RMB, запровадження кваліфікаційних вимог для інституційних інвесторів, уведення безпоставочних форвардних контрактів (NDF) та розвиток офшорного ринку RMB.

Результати запровадження нової валютної політики перевершили очікування. За період з 2009 р. по кінець 2012 р. обсяг розрахункових операцій у RMB зріс із 3,6 млрд до 1,3 трлн. Також зростали неторгові операції. Обсяг депозитів у RMB за період з кінця 2009 р. по кінець серпня 2012 р. зріс з 62,7 млрд до 545,7 млрд. За даними агентства «Bloomberg», обсяг облігаційних емісій збільшився з 10 млрд RMB у 2007 р. до 221,4 млрд у 2012 р.

Успіхи Китаю у просуванні національної валюти на міжнародну арену підтвердили дослідники МВФ, які встановили, що темпи інтернаціоналізації юаня напряму залежать від уподобань учасників ринку використовувати цю валюту в міжнародних операціях. Експерти дійшли висновку про те, що в

[186] Офіційний веб-сайт Народного банку Китаю [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.pbc.gov.cn/

[187] Офіційний веб-сайт Банку міжнародний розрахунків [Електронний ресурс]. – Режим доступу : https://www.bis.org/

мально можливої території; при цьому торгівля може проводитися різними фінансовими інструментами в рамках однієї системи швидко, ефективно та з мінімальними витратами. Відкрита конкуренція змушує біржі системно оновлювати технологічну інфраструктуру, постійно її модернізовувати та підвищувати рівень її надійності. Злиття, поглинання, об'єднання, обмін частками пакетів акцій допомагають вийти з конкурентної боротьби не «переможцем» або «переможеним»; а обмежитись прийнятним рівнем співпраці з можливістю взаємного використання нових можливостей. Спостерігається загальний тренд на кластерне співробітництво, коли в одному регіоні наявні аналогічні товари, цінні папери, деривативи, тому біржі створюють альянси, об'єднуються[23].

Для активної участі в глобальній конкурентній боротьбі тільки консолідації бірж на національному рівні також недостатньо. Фондові біржі переважно змушені виходити на міжнародний рівень для того, аби розширити поле своєї діяльності та диверсифікувати її. Експансія проявляється в основному територіально та згідно зі спеціалізацією за відповідними інструментами ринку цінних паперів. Це дозволяє розширити коло потенційних клієнтів, масштаби власної діяльності, знизити рівень ризиків для окремих суб'єктів ринку. Можливі різні варіанти експансії за межі національного ринку країни: злиття або поглинання із зарубіжним торговельним майданчиком, відкриття власного торгового майданчику за кордоном, надання послуг зарубіжним торговим майданчикам, співпраця з іншими фондовими біржами.

Фондові біржі України у сучасних умовах, на наш погляд, мають два основні варіанти розвитку (виживання?) у глобальному конкурентному середовищі: перший – створити потужний внутрішній фінансовий центр та поступово залучати до нього суб'єктів з сусідніх країн східноєвропейського регіону (Молдова, Білорусія – за умови лібералізації фінансового ринку цієї країни; Румунія, Болгарія, Словаччина, Грузія, Вірменія, Азербайджан); другий – злиття з провідною фондовою біржею Європи (NYSE Euronex, Франкфуртською фондовою біржею, Лондонською фондовою біржею, Варшавською фондовою біржею тощо) на умовах забезпечення ліквідності

[23] У цьому контексті функціонування 10 дрібних фондових бірж в Україні станом на 2016 р. не відповідає сучасним світовим тенденціям. Для підвищення ролі фондового ринку у вітчизняній економіці, а також, в цілому, для розвитку фінансових ринків в Україні – необхідна консолідація вітчизняних фондових бірж і впровадження на їх базі єдиного багатофункціонального фінансово-фондового центру (біржі) України (див. детально підрозділ 3.4).

українських фондових активів, з наданням технологій, нових інструментів та біржових інновацій.

Наведена нижче схема дає можливість з'ясувати провідні канали впливу фінансової глобалізації на вітчизняний ринок цінних паперів (рис. 1.11). На схемі зображено п'ять провідних каналів, за якими фондовий ринок України абсорбує вплив глобальних явищ або зміну кон'юнктури глобальних ринків. Два канали мають посередницько-трансформуючу ланку – це НБУ (який регулює потоки валюти від експортерів, реципієнтів зарубіжних кредитів та інвестицій і формує певне валютно-кредитне та інвестиційне середовище в Україні під впливом зовнішніх чинників), а також інтернет-технології разом з фізичними та юридичними особами, які виконують замовлення іноземних інвесторів в Україні (це може проявлятись як легально, так і в тіньовому секторі економіки України). Третій канал пов'язаний з глобалізацією, інформатизацією та транспарентністю у сучасному світі більшості фінансово-інвестиційних процесів, який напряму впливає на стан вітчизняного ринку цінних паперів залежно від глобальних тенденцій, правил тощо. Крім того, Міністерство фінансів України, також значною мірою під впливом глобалізації і міжнародної кон'юнктури, проводить емісію євробондів і ОВДП, а НКЦПФР та Нацкомфінпослуг регулюють та впроваджують законодавче забезпечення відповідно до сучасної міжнародної ситуації.

Значні глобальні ризики при портфельному інвестуванні створюють не контрольовані на державному і наддержавному рівнях потоки міжнародних капіталів. Оцифровування, програмування, роботизація і діджилізація фінансово-інвестиційного середовища також несе певні ризики, пов'язані з технічними аспектами (такі ризики матеріалізуються при появі системної або людської помилки, при регулюванні або налаштуванні системи). Крім того, сучасною загрозою є активна діяльність професійних хакерських груп, що «атакують» слабо захищені сервери з метою злому міжнародної фінансово-клірингової системи, з подальшим виведенням коштів із-під моніторингу.

Глобальні фактори формують нові виклики і можливості для країн, включених до процесів фінансової глобалізації, а тому Україні необхідно комплексно відслідковувати і аналізувати вплив глобальних факторів на стан вітчизняного ринку цінних паперів. Поточна ситуація економічної непевності та накопичені ризики нестабільності (див. підрозділ 1.1) суттєво ускладнюють прогнозованість міжнародних фінансово-інвестиційних процесів. Зазначені глобальні ризики накладаються на хронічні проблеми вітчиз-

інвестицій. Свого часу Ден Сяопін відзначав, що здійснювати реформи і, тим більше, забезпечити стабільний розвиток можна тільки за умови стабільного як внутрішнього, так і зовнішнього середовища. Ця істина значною мірою визначила дії китайських лідерів під час азійської фінансової кризи. В умовах значної девальвації валют колишніх «азійських тигрів», зниження обсягу імпорту продукції цих країн, а також обмеження доступу на ринки капіталу Китай виступив як їхній рятівник від колапсу. Китай утримався від девальвації національної валюти, при цьому він не тільки не зменшив обсяг імпорту товарів з цих країн, а й навіть незначною мірою наростив його.

Азійська криза перетворила Китай на лідера економічного розвитку Східної Азії. Китай став вагомим торговим партнером для країн зазначеного регіону та їх основним кредитором. Тоді ж азійська фінансова криза виявила і слабкі місця в зовнішній діяльності Китаю. Зокрема, в умовах зниження попиту на імпортну продукцію китайські компанії виявились беззахисними у протидії протекціоністським заходам розвинених країн, які почали проти них антидемпінгові розслідування та ввели вищі імпортні тарифи на китайську продукцію. Усвідомлюючи потенційні наслідки таких заходів, керівництво країни приймає рішення, націлені на оновлення зовнішньоекономічної політики країни. Китайське керівництво здійснює курс на нарощення міжнародної присутності китайських компаній за кордоном та посилення участі держави в міжнародних економічних процесах через активізацію програми допомоги та інвестиційної діяльності за кордоном.

Азійська фінансова криза засвідчила наявність суттєвих протиріч у сучасній світовій фінансовій системі, а фінансова криза 2008–2009 рр. виявила системні вади та вбудовану нестабільність світової фінансової системи. В нових умовах світової економіки китайське керівництво приймає рішення, спрямовані на посилення ролі Китаю у світових економічних процесах через інтернаціоналізацію китайського юаня, збільшення обсягів закордонних інвестицій та запровадження трансконтинентальних проектів.

У період світової фінансової кризи 2008–2009 рр. Китай став локомотивом розвитку світової торгівлі, зокрема, імпортував значні обсяги товарів зі слаборозвинених країн та регіонів. У лютому 2010 р. секретаріат СОТ підготував документ «Доступ на ринок товарів та послуг слаборозвинених країн», де зазначалося, що Китай придбав 23% експорту товарів слаборозвинених країн і став у 2008 р. найбільшим для них ринком експорту.

На відміну від інших країн світу уряд Китаю утримався від політики «спасіння» національної економіки та зовнішньої торгівлі шляхом девальвації

ЗОВНІШНЬОЕКОНОМІЧНА І ВАЛЮТНО-КРЕДИТНА ПОЛІТИКА КИТАЮ В КОНТЕКСТІ ГЛОБАЛЬНИХ ТРАНСФОРМАЦІЙ ТА ПЕРСПЕКТИВИ ЕКОНОМІЧНО-ФІНАНСОВОГО СПІВРОБІТНИЦТВА УКРАЇНИ

6.1. Роль міжнародних фінансово-економічних і валютно-кредитних відносин у посиленні регіональної та міжнародної присутності Китаю

Зовнішньоекономічна політика Китаю завжди відігравала важливу роль у розвитку країни. Саме завдяки політиці стимулювання зовнішньої торгівлі та залучення іноземних інвестицій Китай спромігся нагромадити значні валютні резерви та залучити сучасні технології, що створило необхідні умови для модернізації країни, зокрема її технологічного оновлення. Навряд чи можна говорити про те, що наразі Китаю вдалося повсюдно впровадити найсучасніші технології та обладнання, проте все ж таки порівняно з технологіями, що існували на початку реформ, прогрес очевидний. Однак більш важливим є те, що осучаснення та розвиток промислової бази визначили зростання кількості продуктивної робочої сили та підвищення її кваліфікації. За роки реформ Китай не тільки став лідером світового економічного розвитку, а й лідером із розвитку продуктивних сил, зокрема робочої сили. Ще на початку реформ тодішній китайський лідер Ден Сяопін зазначав, що без кваліфікованої та прогресивної робочої сили неможливо здійснювати модернізацію країни та забезпечити добробут населення.

Пріоритети та напрями зовнішньоекономічної політики Китаю змінювались під час економічних реформ. Якщо на початку реформ пріоритетом був активний розвиток експорту, вихід на ринки розвинених країн та залучення сучасних західних технологій, то після азійської фінансової кризи кінця 80-х років і, тим більше, після світової фінансової кризи 2008–2009 рр. пріоритетом зовнішньоекономічної політики Китаю стало посилення як регіональної, так і міжнародної присутності через збалансування зовнішньої торгівлі, певною мірою шляхом збільшення обсягу імпорту та закордонних

няного ринку цінних паперів: його непрозорість, неліквідність, низьку місткість і недосконалу інфраструктуру.

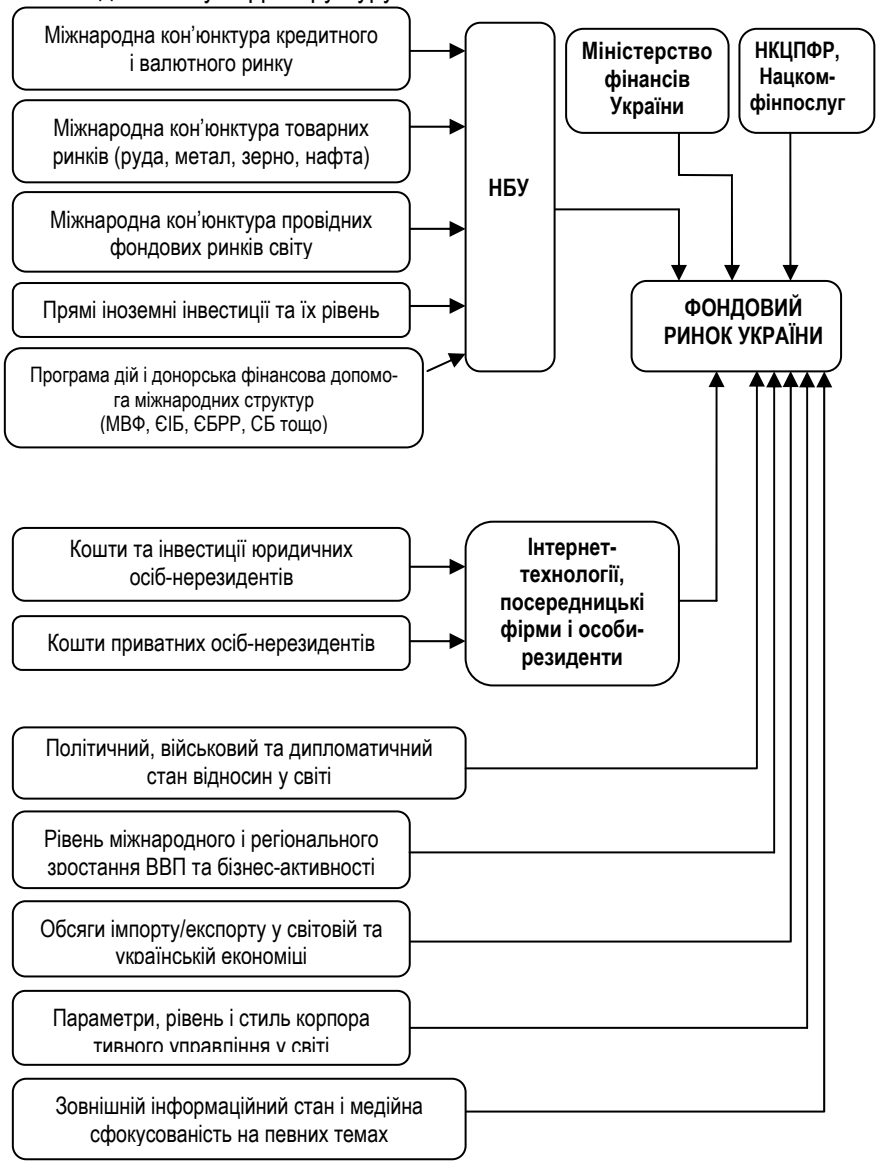

Рис. 1.11. **Фінансові канали і механізми впливу глобальних факторів на стан ринку цінних паперів України**

Джерело: авторська розробка.

Найбільші глобальні інвестиційні банки (такі як «JP Morgan», «Sity group», «Merill Lynch», «Goldman Sachs» тощо) станом на 2016 р. не вели своєї діяльності в Україні. Існуючі законодавчі обмеження в Україні, вузький інвестиційний ринок, значна кількість політичних, економічних, валютних і регулятивних ризиків утримують зазначені міжнародні установи від інвестування на ринку цінних паперів України. Вітчизняні великі бізнес-структури – через недорозвиненість фондових бірж в Україні та суттєві банківські відсотки і заставні вимоги – в основному зосереджені на залученні капіталу для розвитку на закордонних біржах (лідирують тут Варшавська, Лондонська та Франкфуртська біржі). Однак без обслуговування великого вітчизняного корпоративного сектора консервація кризового стану фондових бірж в Україні лише посилюється.

Вітчизняний ринок цінних паперів, на відміну від своїх аналогів в економічно розвинених країнах світу, не спроможний активізувати інвестиційні процеси в національній економіці, оскільки характеризується низькою ліквідністю, наявністю обмеженої кількості емітентів і виконанням не притаманних прозорим ринкам цінних паперів функцій оптимізації податкових зобов'язань та ухиленням від оподаткування. Так, на фондових біржах України обертається багато фіктивних цінних паперів: акцій, облігацій, векселів, які не забезпечені реальними активами, вони в основному зареєстровані в звичайних житлових приміщеннях на підставних осіб і торгуються на біржі в ціновому діапазоні, який може в сотні разів перевищувати показники реальних емітентів на ринку цінних паперів України. Так, ціна на акції ПАТ «ЗНВКІФ КОРПОРАЦІЯ», за даними НКЦПФР, коливалась від 0,005 грн до 5000 грн – вартість цінних паперів збільшувалась у 500 раз станом на І кв. 2016 р.; ціна на акції ПАТ «КІНГ АЙС», за даними НКЦПФР, коливалась від 0,02 грн до 2500 грн – вартість цінних паперів збільшувалась у 156 разів; ціна на акції ПАТ «ЕЛІТ ІНВЕСТ ПРОЕКТ», за даними НКЦПФР, коливалась від 0,09 грн до 444,4 грн – вартість цінних паперів збільшувалась у 79 разів[24][25].

У таких умовах провідні міжнародні інвестиційно-фондові банки, міжнародні фондові біржі і об'єднання бірж, великі фінансово-інвестиційні групи

[24] Лидеры-лидеры... Или вновь о фиктивности? [Електронний ресурс] // Інтернет-портал «StockWorld». – Режим доступу : https://www.stockworld.com.ua/ru/news/lidiery-lidiery-ili-vnov-o-fiktivnosti

[25] НКЦБФР рассмотрела четыре дела по манипулированию ценами на биржах [Електронний ресурс]. – Режим доступу : https://www.stockworld.com.ua/ru/news/budiet-li-poriadok-v-bor-bie-s-manipulirovaniiem

вих ризиків таких показників вразливості державних фінансів: валових потреб уряду в рефінансуванні державного боргу; величини спреду за облігаціями зовнішньої позики; частки боргових зобов'язань уряду у власності нерезидентів; річної зміни частки короткострокового боргу в загальній структурі державного боргу.

Комплексний підхід до оцінювання ризиків державного боргу вимагає також врахування ризиків *нестабільності макроекономічного середовища, вразливості державних фінансів до фінансового стану банків; можливості перекладення на центральний уряд боргів місцевих органів влади і державних підприємств; раптової зупинки надходження іноземного капіталу* і ризиків поширення на національну економіку «ефектів зараження» від інших країн чи регіонів світу. Для оцінки ризиків, пов'язаних з державним боргом, слід проводити *стрес-тестування портфеля боргових зобов'язань* держави, відповідно до економічних і фінансових потрясінь, на які потенційно може наражатися країна.

щодо обов'язкового внесення застави при отриманні підприємством-позичальником державної гарантії.

Отже, в умовах дестабілізації фінансової системи України і посилення загального ступеня непевності на міжнародних ринках об'єктивно виникає потреба в розробленні якісно нової боргової політики, у центрі якої є: сильна система ризик-менеджменту; активне використання структури державного боргу для протидії впливу шокових ситуацій; формування буферів ліквідності; розширення бази інвесторів у державні цінні папери. Структура державного боргу має гарантувати стійкість державних фінансів до впливу макроекономічних і фінансових шоків, а вдосконалення структури державного боргу України повинно мінімізувати ризики у сфері управління державним боргом. Для мінімізації основних ризиків пропонується: підвищення частки внутрішніх зобов'язань відносно зовнішніх, збереження високої частки зобов'язань у доларах США в структурі зовнішнього боргу та поступове підвищення частки запозичень у євро, а також збільшення запозичень з фіксованими ставками і тривалими термінами погашення боргу.

З метою зваженого управління відсотковими ризиками державних боргових зобов'язань запропоновано випускати облігації зовнішньої позики винятково з фіксованими відсотковими ставками; емітувати середньострокові та короткострокові облігації внутрішньої позики з фіксованими відсотковими ставками та розпочати випуск довгострокових облігацій внутрішньої позики з плаваючими відсотковими ставками, прив'язаними до темпів інфляції.

Визначено ключові елементи становлення ефективного внутрішнього ринку державних запозичень (що забезпечуватиме зниження валютних ризиків державного боргу): регулярна емісія стандартизованих державних цінних паперів зі значними обсягами випуску; транспарентність і передбачуваність боргових операцій держави для учасників ринку, проведення регулярного діалогу і консультацій з учасниками ринку; достовірне прогнозування грошових потоків уряду з метою точної оцінки потреб у державних позиках; створення надійних і конкурентних каналів продажу державних цінних паперів інвесторам (аукціони, синдикацію, продаж дрібним інвесторам); розвиток повноцінної системи маркет-мейкерів з підтриманням двосторонніх котирувань облігацій на вторинному ринку.

Зміна валютної структури державного боргу України на користь гривневих зобов'язань, збільшення запозичень з фіксованими ставками і тривалими термінами погашення боргу дозволять мінімізувати основні ризики, властиві структурі боргового портфеля. Поряд із цим уроки глобальної кризи засвідчили доцільність ***включення до систем оцінювання борго-***

утримуються від інвестування в Україну. Через це вплив глобальних світових «гравців» фінансово-інвестиційного сектора на вітчизняному фінансовому ринку майже не відчувається. Так, середній щоденний обсяг торгів акціями на найбільш ліквідній і розвиненій вітчизняній біржі – Українській біржі становить приблизно 100–200 млн грн (2007 р. – середина 2008 р.), 80–150 млн грн (2009–2010 рр.) та 15–50 млн грн (2011–2016 рр.). Щоденний обсяг торгів, проведених на Токійській фондовій біржі, оцінюється в 1,5 трлн єн (18 млрд дол. США). Середній обсяг щоденних торгів на Варшавській фондовій біржі становить 300–400 млн дол. США. Середній обсяг щоденних торгів на Нью-Йоркській фондовій біржі становить 120–150 млрд дол. США. Це свідчить про значну нерозвиненість та недокапіталізацію вітчизняного ринку цінних паперів[26].

На сучасному етапі можемо констатувати незначний вплив глобальних факторів на обсяги надходження прямих іноземних інвестицій в Україну (які суттєво нижчі порівняно з іншими країнами Східної Європи), що зумовлено надзвичайно високими ризиками на рівні країни: поширенням тіньових схем ведення бізнесу, системної корупції у вищих ешелонах влади, низькою ефективністю правоохоронної і судової гілки влади, неопрацьованістю стратегії і тактики соціально-економічних реформ, відсутністю сталих «правил гри» для іноземних інвесторів. Відзначимо, що вітчизняний ринок цінних паперів перебуває у перманентному депресивно-кризовому стані, починаючи з фінансово-економічної кризи 2008–2009 рр., тому наразі вплив глобальних чинників не є домінуючим. Політична, економічна і фінансова криза 2014–2015 рр. тільки погіршили становище ринку цінних паперів України, а іноземні та вітчизняні інвестори утримуються від вкладення коштів у інструменти вітчизняного фінансового ринку вже понад 7 років.

Ринок цінних паперів України значною мірою є відображенням характерних рис національної економіки, її структури, а тому макроекономічний стан, система державного регулювання, а також специфічне корпоративне середовище в Україні, що суттєво відрізняється від аналогічних європейських та північноамериканських структур, визначають поточний стан ринку цінних паперів в Україні.

Вітчизняне корпоративне середовище значною мірою сформувалось під впливом непрозорої і не підзвітної суспільним інтересам приватизації, що привело до влади над приватизованими активами здебільшого неефектив-

[26] Website of the World Federation of exchanges [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.world-exchanges.org/files/statistics

них власників, які не можуть (або не хочуть) реалізувати на цих підприємствах конкурентну, підзвітну суспільству, прибуткову профільну діяльність. В основному спостерігається бажання лише домінувати на значній кількості локальних ринків без стратегічного бачення шляхів розвитку власних підприємств, з націленістю на монополізм, або олігополію. Тому в Україні відзначається негативний вплив великих фінансово-промислових груп на функціонування вітчизняного ринку цінних паперів, помітною є також інституційна неспроможність ринку цінних паперів виконувати покладені на нього функції.

Детальне дослідження тенденцій розвитку та структурних складових міжнародних ринків цінних паперів показало, що параметри розвитку вітчизняного ринку не відповідають аналогічним світовим. Серед найбільш разючих невідповідностей відзначимо:

- недостатньо розвинений ринок корпоративних облігацій та акцій;
- вузький сегмент біржової торгівлі порівняно з позабіржовим;
- відсутність єдиного центрального депозитарію та центру ліквідності й торгівлі цінними паперами (НДУ, розрахунковий центр, депозитарій НБУ та 10 діючих фондових бірж в Україні);
- нерозвиненість вітчизняного ринку деривативів;
- недостатня прозорість українського ринку цінних паперів;
- низька ліквідність, що обумовлено значною недовірою населення до інструментів, до вітчизняних інвестиційних управляючих та до українських «маніпуляційних» бірж в цілому.

Суттєвими і невирішеними проблемами ринку цінних паперів України є:

І. Концентрація операцій з ОВДП на позабіржовому ринку. У світі найбільш надійними та ліквідними фінансовими інструментами, які обертаються на біржах, є державні цінні папери. В Україні ж 80–95% обігу ОВДП протягом 2003–2016 рр. відбувалося поза біржею, що не сприяло ані ліквідності самого інструменту, ані формуванню його справедливої ціни. Міністерством фінансів побудовано систему первинного розміщення ОВДП через банки – первинні дилери, а вторинний обіг обмежується операціями рефінансування комерційних банків Національним банком України. Зосередження вторинного обігу ОВДП на біржовому ринку завдяки модернізації, централізації та уніфікації з провідними міжнародними стандартами депозитарної системи при проведенні послідовної політики НКЦПФР, НБУ і Міністерства фінансів України могли б зумовити створення нового високоліквідного біржового інструменту, який мав би інвестиційну привабливість як

ської системи набувають реальних обрисів тоді, коли коефіцієнт відношення банківських кредитів до внутрішніх депозитів перевищує 1,5, або коли відношення банківських кредитів приватному сектору до ВВП за останні 3 роки збільшилося на 15% ВВП чи більше.

Е.Бова, М.Руіз-Арранц, Ф.Тоскані та Е.Тюрі на основі даних для 80 країн у період 1990–2014 рр. ідентифікували 230 випадків реалізації умовних зобов'язань у світі та оцінили середній розмір фіскальних витрат на виконання урядами умовних зобов'язань (див. табл. 5.8). Такий розмір у середньому для всіх країн становив 6,1% ВВП, при цьому витрати бюджету на «рятування» фінансового сектора (як один із видів умовних зобов'язань) у середньому сягали 9,7% ВВП.

Фахівці МВФ і Світового банку в «Керівних настановах з управління державним боргом» підкреслюють: якщо уряд має умовні зобов'язання, то інформація про ризики таких зобов'язань і витратність умовних зобов'язань для бюджету має відображатися у фінансовій звітності уряду. Така інформація повинна оприлюднюватися борговими менеджерами, якщо вони несуть відповідальність за управління умовними зобов'язаннями[185].

Для зменшення ризиків, пов'язаних з умовними зобов'язаннями держави, які суттєво посилюють боргові ризики у багатьох країнах, уряд має вживати такі заходи, як:

- ***формування чіткої нормативно-правової бази, що регламентує питання вимог до уряду***, що виникають унаслідок реалізації очевидних умовних зобов'язань;
- ***посилення пруденційного нагляду та регулювання діяльності банків***, у т. ч. підвищення вимог до адекватності капіталу;
- ***вдосконалення системи обліку і звітності фіскальних ризиків***, запровадження обов'язкового моніторингу умовних зобов'язань, звітності про фіскальні ризики та проведення їх аналітичного обліку;
- ***реформування системи управління державними підприємствами***, ліквідація квазіфіскальних операцій в енергетичному секторі та зменшення залежності підприємств від державного бюджету;
- ***зміна порядку надання державних гарантій за кредитами, введення інституту часткових гарантій держави*** та включення вимоги

[185] Revised Guidelines for Public Debt Management. Prepared by the Staffs of the International Monetary Fund and the World Bank. March 2014. P. 18.

Управління ризиками умовних зобов'язань уряду. Оцінюючи перспективи утримання боргової стійкості, слід приймати до уваги не лише прямі боргові зобов'язання, а й найбільш вагомі і ризикові умовні зобов'язання. В міжнародній практиці основними видами неочевидних умовних зобов'язань є: фінансова підтримка неплатоспроможних банків; погашення державою зобов'язань державних чи приватних підприємств, які мають стратегічно важливе значення; захист дрібних інвесторів приватних пенсійних фондів у разі їхнього банкрутства; ліквідація наслідків стихійних лих і техногенних катастроф. У кризовий період перетворення умовних зобов'язань уряду у фактичні може призвести до вибухонебезпечного зростання державного боргу чи боргових виплат з бюджету і виникнення боргової кризи.

Таблиця 5.8

Середні фіскальні витрати на виконання умовних зобов'язань

Тип умовних зобов'язань	Кількість епізодів	Кількість із визначеними фіскальними витратами	Середні фіскальні витрати, *% ВВП*	Максимальні фіскальні витрати, *% до ВВП*
Фінансовий сектор	91	82	9,7	56,8
Юридичний сектор	9	9	7,9	15,3
Місцеві уряди	13	9	3,7	12,0
Сектор державних підприємств	32	31	3,0	15,1
Стихійні лиха	65	29	1,6	6,0
Державно-приватне партнерство	7	6	1,7	4,5
Приватний нефінансовий сектор	8	5	1,2	2,0
Інші	5	3	1,4	2,5
Усього	**230**	**174**	**6,1**	**56,8**

Джерело: The Fiscal Costs of Contingent Liabilities: A New Dataset. Prepared by Elva Bova, Marta Ruiz-Arranz, Frederik Toscani, and H. Elif Ture. January 2016.

У рамках методики оцінювання боргової стійкості величина шоку, пов'язаного з трансформацією умовних зобов'язань, визначається або на основі досвіду минулих банківських криз у країні, або на основі досвіду інших країн щодо врегулювання умовних зобов'язань держави у відповідній сфері. Згідно з оцінками МВФ, у країнах з ринками, що формуються, ризик банківської кризи і прийняття державою тягаря фінансових витрат на рятування банків-

для вітчизняних, так і для іноземних інвесторів. Приклад Російської Федерації показує, що створення високоліквідного біржового ринку для обслуговування державного боргу може стати локомотивом збільшення ліквідності біржового ринку загалом.

II. Низький ступінь інтеграції вітчизняного ринку цінних паперів до міжнародних фінансових ринків. За останні 30–40 років відбулась трансформація міжнародних фінансових ринків, що характеризується процесами глобалізації, інтеграції, мобільності капіталу у світовому просторі. Україна як імпортер капіталу має суттєву потребу в дешевих фінансових ресурсах і ринок цінних паперів мав би виступати активним і провідним каналом залучення капіталу. Однак фактично цього не відбувається, що обумовлено суттєвими регуляторними обмеженнями для іноземних інвесторів на вітчизняному фінансовому ринку, неможливістю лібералізувати валютне законодавство України, незахищеністю прав власності дрібних акціонерів, існуючим станом корупції та «тінізації» вітчизняної економіки й ринку фінансових послуг.

III. Перегляд підходів до лістингових вимог. Особлива актуальність проблеми лістингових вимог обумовлюється масштабними перетвореннями сотень компаній у публічні акціонерні товариства, акції яких, відповідно до вимог Закону України «Про акціонерні товариства», підлягають обов'язковому проходженню процедури лістингу хоча б на одній фондовій біржі. При цьому лістингові вимоги передбачають відповідність емітентів досить високим за українськими стандартами вимогам щодо фінансового стану емітентів. При цьому вони не відповідають стану розвитку української економіки, яка ще не змогла виростити достатньої кількості високодоходних та висококапіталізованих підприємств. З іншого боку, підвищення вимог до лістингу та інші реформи, які проводить НКЦПФР, на жаль, не наближають вітчизняний ринок цінних паперів до стандартів цивілізованих та інвестиційно привабливих ринків через викладене нижче.

1. «Сміттєві» цінні папери продовжують активно обертатися, а їх обсяги в рази більші за обсяги торгів реально функціонуючих емітентів на ринку цінних паперів України, що є недопустимим для формування інвестиційно привабливого за міжнародними стандартами ринку цінних паперів.

2. Норма про укладання договорів виключно з емітентами, за умови незацікавленості останніх у такому лістингу, просто зменшує кількість цінних паперів на організованому ринку і не сприяє підвищенню конкуренції між біржами. Те, що цінні папери вносяться у лістинг виключно з ініціативи емітента, підводить до висновку, що ринок має власні механізми забезпечення

прозорості емітентів та підтримки ліквідності у вигляді інституту маркет-мейкерів. Тому доцільніше було б на цьому перехідному етапі використати досвід розвинених країн, біржова практика яких передбачає внесення цінних паперів у лістинг насамперед маркет-мейкерами / професійними учасниками ринку.

3. Відсутність самого інституту маркетмейкерів актуалізує його формування для розвитку ринку цінних паперів України. Внесення цінних паперів у лістинг бірж учасниками біржових торгів (маркет-мейкерами) протидіятиме штучному обмеженню кількості цінних паперів в обігу на біржах; надасть можливість професійним учасникам ринку торгувати на організованому ринку не будь-якими, а цікавими саме для них інструментами; гарантує підтримку брокерами ліквідності ринку цінних паперів із самого початку їхнього обігу. Проте при цьому виникає потреба посилити вимоги та відповідальність маркет-мейкерів, особливо за обіг та організацію торгів фіктивними цінними паперами.

4. Необхідно відредагувати вимоги до господарсько-фінансових показників емітентів з урахуванням українських реалій, що надають право допуску відповідних цінних паперів у лістинг.

5. Слід акцентувати на необхідності того, щоб до емітентів вживали антимонопольних заходів на ринку цінних паперів, що регулювало б мінімальний free float (кількість акцій у вільному обігу на фондовому ринку) для компаній, які торгують на фондовій біржі. Так, за міжнародними стандартами, free float має перебувати на рівні від 15–25% (табл. 1.5).

Таблиця 1.5

Вимоги організаторів торгівлі до структури акціонерного капіталу лістингових емітентів

Організатор торгівлі	Вимоги
Лондонська фондова біржа (London SE, Велика Британія)	Free float – 25%. Мінімальна ринкова капіталізація – 700 000 фунтів стерлінгів
Франкфуртська фондова біржа (Deutsche borse, Німеччина)	Free float – 25%. Мінімальна ринкова капіталізація – 1 250 000 євро. Мінімальна кількість акцій у випуску – 10 000 шт.
Нью-Йоркська фондова біржа високотехнологічних компаній (NASDAQ, США)	Акціонерний капітал – 15 000 000 дол. США. Кількість акцій у вільному обігу – 1,1 млн шт. Кількість акціонерів, які володіють більше ніж 100 акціями – 400 осіб.
Європейська фондова біржа (Euronext, Європейські країни: Франція, Нідерланди, Бельгія)	Free float – 25%. Мінімальна ринкова капіталізація – понад 2 500 000 євро.

міну від традиційних підходів, у цьому документі більший акцент зроблено на ***пом'якшенні впливу макроекономічних і фінансових ризиків*** як ключових факторів погіршення боргової стійкості.

Згідно зі «Стокгольмськими принципами» органи, відповідальні за управління державним боргом, повинні ідентифікувати основні джерела ризиків, на вплив яких наражаються суверенні баланси. При цьому джерелами таких ризиків визнаються: 1) нестабільність макроекономічного середовища; вразливість державних фінансів до фінансового стану банківського сектора; 2) можливість матеріалізації інших умовних зобов'язань уряду; 3) мінливість бази інвесторів і можливість раптової зупинки надходження іноземного капіталу; 4) ризики поширення на національну економіку «ефектів зараження» від інших країн чи регіонів світу.

З огляду на це ***аналіз і моніторинг макроекономічних і фінансових ризиків, які впливають на боргову спроможність уряду, стають вагомими складовими системи оцінювання боргових ризиків***.

У цьому контексті фахівці МВФ зазначають, що традиційний аналіз «cost-at-risk», який раніше широко використовувався для визначення «оптимальної» структури державного боргу, виявляється неадекватним при врахуванні повного набору ризикових факторів[184]. Експерти провідних боргових агенцій рекомендують поєднувати традиційний аналіз «cost-at-risk» з інструментарієм стрес-тестів, який враховує особливості макроекономічного середовища, фінансової системи і боргових процесів у країні.

Стрес-тести динаміки державного боргу в рамках макроекономічних сценаріїв мають поєднати перспективні макроекономічні прогнози з оцінкою чутливості державного боргу (його загального обсягу, структурних складових, боргових виплат) до ймовірних потрясінь в економіці та фінансовій сфері. Обсяги витрат державного бюджету на погашення і обслуговування боргу та рівні ризиків, пов'язаних з державним боргом, мають оцінюватися на основі припущень про суттєву девальвацію національної валюти, помітне зростання відсоткових ставок і суттєве збільшення витрат бюджету на виконання умовних зобов'язань, а також погіршення макроекономічних показників України. За результатами проведених стрес-тестів слід визначати орієнтовні заходи з управління державним боргом, які можуть вживатися у разі виникнення шокових ситуацій.

[184] International Monetary Fund. Managing Sovereign Debt and Debt Markets through a Crisis – Practical Insights and Policy Lessons. Prepared by the Monetary and Capital Markets Department. April 18, 2011. Retrieved from http://www.imf.org

на облігації грошового ринку, через який роздрібні інвестори в режимі онлайн отримують доступ до інформації про індикативні ціни на облігації, які котируються найбільшими банками. Деякі азійські країни створили також можливості для купівлі-продажу внутрішніх облігацій у національних валютах через міжнародні платіжно-розрахункові системи, такі як «Euroclear» і «Clearstream».

Нові підходи до управління ризиками державного боргу. На основі уроків глобальної фінансово-економічної кризи на міжнародному рівні було переглянуто базові підходи до управління ризиками державного боргу. На сьогодні частина фахівців вважає, що поряд із широковживаними індикаторами структури боргового портфеля для оцінки боргових ризиків мають використовуватися такі ***«зони вразливості» державних фінансів***:

- високі валові *потреби уряду в рефінансуванні державного боргу*;
- масштабні *фіскальні коригування*, які необхідні для стабілізації чи зниження рівня державного боргу;
- великі *спреди за борговими зобов'язаннями*;
- значна *частка боргових зобов'язань уряду у власності нерезидентів*;
- річна *зміна частки короткострокового боргу за первинним терміном погашення* в загальній структурі державного боргу.

Граничні значення перелічених показників, які широко застосовуються у практиці аналізу боргової стійкості, наведені у табл. 5.7.

Таблиця 5.7

Індикатори вразливості державних фінансів для країн з ринками, що формуються

Показник	Граничний рівень
Кумулятивне коригування первинного балансу бюджету за трирічний період, *% до ВВП*	2
Спред доходності облігацій зовнішньої позики (EMBI+ спред), *баз. Пунктів*	600
Валові потреби у позичковому фінансуванні, *% ВВП*	15
Частка боргових зобов'язань держави у власності нерезидентів, *%*	45
Річна зміна частки короткострокового боргу за первинним терміном погашення у структурі державного боргу, *%*	1

Джерело: МВФ, Stuff Guidance Note for Public Debt Sustainability Analysis in Market-Access Countries. Approved by Siddharth Tiwari. – May 9 2013.

Ключові зміни щодо управління ризиками, пов'язаними з державним боргом, було втілено у «*Керівних принципах управління суверенними ризиками і високим рівнем державного боргу*» («Стокгольмських принципах»), які стали результатом консультацій МВФ і Шведської боргової агенції. На від-

Закінчення табл. 1.5

Організатор торгівлі	Вимоги
Варшавська фондова біржа (Warsaw SE, Польща)	Free float – 15% усіх акцій повинні належати міноритарним акціонерам, кожен із яких повинен володіти не більше 5% голосуючих акцій.
Люксембургська фондова біржа (Luxemburg SE, Люксембург)	Free float – 25%. Обов'язкове широке поширення акцій серед інвесторів.

Джерело: U.S. Securities and Exchange Commission [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.sec.gov/; Стеценко Б., Бобров Є. Дивідендна політика в контексті корпоративної соціальної відповідальності: полемічні аспекти // Ринок цінних паперів. – 2012. – № 9. – С. 59–62.

Через зазначене для України першочерговим завданням є оздоровлення фінансового сектора та формування конкурентоспроможного ринку цінних паперів. Становленню прозорого і конкурентоспроможного ринку цінних паперів України сприятиме впровадження та імплементація міжнародних стандартів та законодавчих актів, які би без порушень та викривлень регулювали діяльність на вітчизняному фінансовому ринку і фондовій біржі. На підставі міжнародних стандартів та існуючого світового конкурентного середовища цільовими орієнтирами для розвитку вітчизняного ринку цінних паперів могли б стати приведення номінальної капіталізації ринку акцій України до рівня 80% ВВП (нині близько 5–20%), ринкової капіталізації на ринку цінних паперів України до рівня 60% ВВП (нині близько 10–20%), обсяг угод на організованих ринках слід довести до рівня 30% ВВП (нині приблизно 1–5%). Іноземні інвестори та міжнародні рейтингові агенції всучасних умовах позитивно сприйматимуть будь-які зрушення і реформи, що наближатимуть український фінансовий сектор і ринок цінних паперів до світових стандартів.

1.4. Засади ідентифікації та оцінки впливу волатильності і спредів світового фінансового ринку на обсяги надходження іноземного капіталу та ключові параметри фінансової сфери України

Економіки країн із ринками, що формуються, характеризуються високим ступенем залежності від надходження зовнішнього фінансування, а стрибки відсоткових ставок світового фінансового ринку відповідним чином позначаються на обсягах припливу іноземного позичкового капіталу. Серед фахівців загальновизнаним є факт, що глобальний «апетит до ризиків» і рівень глобальної ліквідності відіграють вагому роль у формуванні ціни іно-

земного позичкового капіталу для країн з ринками, що формуються[27]. За деякими оцінками, глобальні фактори пояснюють від 50 до 80% варіацій суверенних спредів країн із ринками, що формуються[28].

Багато дослідників погоджуються, з висновком К.Хартеліуса та інших про те, що підвищення відсоткових ставок у США і нижчий «апетит до ризиків» у інвесторів зазвичай пов'язуються з вищими ризиковими преміями для позичальників[29]. Зокрема, П.Мак Гуір і М.Шрійверс довели, що глобальний «апетит до ризиків» є важливим фактором, який скеровує динаміку спредів за цінними паперами країн із ринками, що формуються[30]. «Апетит до ризиків» міжнародних інвесторів або бажання інвесторів приймати ринкові ризики залежить як від ступеня прийняття непевності інвесторами (їхньої схильності до ризиків), так і від рівня цієї непевності. У періоди пертурбацій на фінансових ринках і значної макроекономічної непевності інвестори вимагають вищої майбутньої доходності за кожну одиницю ризиків, тобто «апетит до ризиків» у інвесторів зменшується.

У останніх дослідженнях для виміру глобального «апетиту до ризиків» стали використовувати індекс волатильності VIX, який показує ринкові очікування волатильності цін цінних паперів у короткостроковому періоді[31]. Повна назва індексу VIX – Chicago Board Options Exchange Volatility Index, він обчислюється Чикагською біржею і відображає ринкові очікування волатильності фондового ринку у наступні 30 днів, що втілюються у доходності опціонів цінних паперів, які входять до індексу SáP-500.

За результатами численних досліджень на рівень спредів за суверенними облігаціями впливають як глобальні чинники, так і внутрішні (або специфічні ризики, властиві певній країні). До внутрішніх факторів відносять: темпи зростання ВВП або промислового виробництва у країні, рівень внут-

[27] Eichengreen, B. and Mody, A. (1998). What Explains Changing Spreads on Emerging Market Debt: Fundamentals or Market Sentiment? *NBER Working Paper,* 6408; Hilscher, J. and Nosbusch, Y. (2010). Determinants of Sovereign Risk: Macroeconomic Fundamentals and the Pricing of Sovereign Debt. *Review of Finance,*14, pp. 235–262.

[28] Gonzalez-Rosada, M. and Levy-Yeyati, E. (2008). Global Factors and Emerging Markets Spreads.*The Economic Journal,* 118, pp. 1917–1936.

[29] Hartelius, K., Kashiwase, K., Kodre,L.(2008). Emerging Market Spread Compression: Is it Real or is it Liquidity? *IMF Working Paper,* WP/08/10.

[30] McGuire, P., Schrijvers, M. (2003). Common Factors in Emerging Market Spreads. *BIS Quarterly Review*, December. Basel: Bank for International Settlements.

[31] Jaramillo, L. and Weber, A. (2013). Global Spillovers into Domestic Bond Markets in Emerging Market Economies. *IMF Working Paper*.

- створення ***надійних і конкурентних каналів продажу державних цінних паперів інвесторам*** (ідеться про аукціони, синдикацію, продаж дрібним інвесторам тощо), які пов'язують емітента з цільовою категорією інвесторів;
- поступове ***подовження строковості боргових зобов'язань уряду*** через регулярний випуск інструментів, які є на різних сегментах кривої доходності відповідно до умов на стороні попиту на державні цінні папери і рівня розвитку фінансового ринку.

Для *підвищення ліквідності боргових зобов'язань уряду* на вторинному ринку і зменшення системних ризиків мають вживатися заходи щодо:

- стимулювання ***розвитку повноцінної системи маркет-мейкерів*** (із підтриманням двосторонніх котирувань державних облігацій на вторинному ринку), що надасть можливість покупцям і продавцям цінних паперів швидко і за справедливими цінами проводити необхідні трансакції;
- заохочення ***розвитку ринку операцій РЕПО*** і створення умов для ***функціонування на ринку таких інструментів, як ф'ючерси і свопи відсоткових ставок***[183].

Вагомими засобами активізації внутрішнього ринку державних запозичень в Україні, поряд з викладеними вище, мають стати:

- ***розширення бази інституційних інвесторів для державних цінних паперів*** (шляхом стимулювання розвитку ринку страхових послуг і недержавного пенсійного забезпечення, а також встановлення нормативів розміщення резервів страхових компаній, пенсійних фондів тощо у державні цінні папери);
- ***активне залучення фізичних осіб до ринку внутрішніх державних позик*** шляхом диверсифікації фінансових інструментів та розширення доступу потенційних інвесторів до державних облігацій.

У перспективі для зростання ліквідності і місткості ринку державних цінних паперів необхідно ***поширити операції маркет-мейкерів на роздрібних інвесторів***. Прозорий характер ціноутворення на державні цінні папери, вдосконалення механізмів купівлі-продажу і платіжно-розрахункової системи можуть відіграти важливу роль у підвищенні ліквідності ринку при зниженні його волатильності і трансакційних витрат. Наприклад, у Гонконгу з січня 2006 р. монетарна влада розпочала ведення веб-сайту з питань цін

[183] Revised Guidelines for Public Debt Management. Prepared by the Staffs of the International Monetary Fund and the World Bank. March 2014. P. 38–39.

роздрібних інвесторів; створення каналу фінансового посередництва, що виступає як альтернатива банківським операціям.

Важливою передумовою повноцінного розвитку внутрішнього ринку державних запозичень є *оздоровлення макроекономічного середовища* і формування стійкої довіри інвесторів до боргових зобов'язань уряду. Д.Бюргер і Ф.Варнок показали, що країни зі стабільними і низькими темпами інфляції мають більш розвинені внутрішні ринки облігацій і менше покладаються на облігації, номіновані в іноземних валютах[181].

Критично важливою для розвитку внутрішнього ринку є також *дієздатна правова система*, що створює базис для захисту прав кредиторів та інвесторів. Саме наявність такої системи є компонентом сприятливого інвестиційного клімату. Б.Айхенгрін та інші показали, що ринки капіталів у Азії (де права кредиторів та інвесторів захищені більш надійно та де впровадження правових норм є менш витратним) – більш розвинені, ніж ринки капіталів у Латинській Америці[182]. Звичайно, побудова дієвих інститутів для формування ефективного ринку капіталів є довготривалим завданням, що вимагає значних зусиль і часу.

Для відродження ринку державних боргових зобов'язань важливе значення має *регулярна емісія стандартизованих цінних паперів*. Так, розвиток і поглиблення інтеграції у Європейському валютному союзі супроводжувалися зосередженням боргових менеджерів на випуску стандартизованих державних облігацій. При цьому обсяги випуску таких облігацій були доволі значними, що диктувалося цілями забезпечення високої ліквідності ринку.

Ключовими елементами становлення ефективного внутрішнього ринку державних запозичень є:

- ***транспарентність і передбачуваність боргових операцій держави для учасників ринку*** (оприлюднення графіка проведення аукціонів, адекватна система звітності та ін.);
- проведення ***регулярного діалогу і консультацій з учасниками ринку***;
- достовірне прогнозування грошових потоків уряду з метою ***точної оцінки потреб у державних позиках***;

[181] Burger, John D. and Warnock, Francis E.(2006). Local currency bond markets. *International Monetary Fund Staff Papers,* 53, 115–132.

[182] Eichengreen, Barry and Luengnaruemitchai, Pipat. (2006). Bond markets as conduits for capital flows: how does Asia compare? *NBER Working Paper,* 12408. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.

рішніх відсоткових ставок, темпи інфляції, величину міжнародних резервів відносно імпорту / короткострокового боргу, розмір державного та/або валового зовнішнього боргу, дефіцит державного бюджету[32].

Для з'ясування детермінант зовнішніх спредів України та країн із ринками, що формуються, в цілому спершу досліджувалися взаємозв'язки спредів із глобальними чинниками. У рамках нашого дослідження показником глобального «апетиту до ризиків» було обрано індекс «VIX open». Середньоденне значення цього індексу у відповідному кварталі було розраховано за даними Чикагської фондової біржі. Було враховано, що вартість зовнішнього фінансування для країн із ринками, що формуються, часто оцінюється за величиною спреда «EMBI Global». Цей спред є різницею середньозваженої доходності єврооблігацій, облігацій Брейді і випущених суверенами і квазі-суверенами країн із ринками, що формуються, кредитів, які обертаються на ринку, та доходності облігацій Казначейства США. У міжнародній практиці фінансового аналізу спред суверенних облігацій – це ризикова премія для країни, яка походить від дії ринкового ризику, кредитного ризику, ризику ліквідності тощо. Доходність суверенних облігацій у свою чергу формує ціну залучення капіталу корпоративними позичальниками.

Для перевірки гіпотези щодо взаємозв'язку спреда «EMBI Global» з волатильністю світового ринку використано часові ряди відповідних змінних (докладніше див. підрозділ 5.1). ***Коефіцієнт парної кореляції спреда «EMBI Global» з індексом «VIX open» становить 0,83.*** Тобто у цьому випадку можна стверджувати, що підвищення **волатильності світового фінансового ринку або зменшення глобального «апетиту до ризиків» збільшує вартість зовнішнього фінансування для країн з ринками, що формуються**.

Як зазначалося, на рівень спредів за суверенними облігаціями впливають як глобальні фактори, так і специфічні ризики, властиві певній країні. Д.Беллас, І.Петрова та інш показали, що в довгостроковому періоді внутрішні макроекономічні фактори, які впливають на ліквідність і боргову стійкість країни, а також політичні ризики є важливими детермінантами спредів за суверенними облігаціями[33]. Так, вищий рівень зовнішнього боргу відно-

[32] International Bank for Reconstruction and Development (1999). Global Development Finance. P. 56.

[33] Bellas, Dimitri, Papaioannou, Michael G. and Petrova, Iva. (2010). Determinants of Emerging Market Sovereign Bond Spreads: Fundamentals vs Financial Stress. *IMF Working Paper*.

но ВВП пов'язаний з вищою ймовірністю дефолту і більшими спредами за суверенними облігаціями, а менший розмір дефіциту бюджету чи його профіцит знижують імовірність суверенного дефолту і рівень спредів.

Для проведення власного емпіричного дослідження факторів впливу на вартість залучення іноземного позичкового капіталу резидентами України було використано квартальні дані за 2004–2014 рр. (вибірка включала 41 спостереження). Інформаційними джерелами стали дані Державної служби статистики України, Національного банку України, Міжнародного валютного фонду, Федеральної резервної системи США і Чикагської фондової біржі.

Виявилося, що серед глобальних факторів спред «EMBIG-Україна» має тісний кореляційний зв'язок зі змінною глобального «апетиту до ризиків» VIX, коефіцієнт кореляції дорівнює 0,73. Гіпотеза щодо позитивного впливу зниження відсоткової ставки ФРС США на рівень спреда не підтвердилася: коефіцієнт кореляції мав неправильний знак.

У ході дослідження перевірявся також зв'язок спреду «EMBIG-Україна» із основними показниками ризиків у масштабах країни: динамікою реального ВВП, експорту товарів і послуг, темпи зростання експорту, державного боргу, валового зовнішнього боргу, міжнародних резервів України, дефіциту поточного рахунку платіжного балансу і дефіциту державного бюджету, темпів інфляції і реальних відсоткових ставок на кредитному ринку. Коефіцієнти парної кореляції зазначених пояснюючих змінних із змінною спреда «EMBIG-Україна» представлено у табл. 1.6.

Таким чином, було встановлено, що найбільш вагому роль у поясненні динаміки спреда «EMBIG-Україна» відіграють:

- глобальний «апетит до ризиків», апроксимований індексом «VIX»;
- темпи зростання реального ВВП в Україні як показник сприятливості загальноекономічного середовища (GDP_REAL);
- темпи зростання експорту як індикатора позитивної чи негативної динаміки валютних надходжень, які впливають на кредитоспроможність країни (EXPORT_gr);
- міжнародні резерви України у відсотках до валового зовнішнього боргу як показник міжнародної ліквідності країни і валютних ризиків для іноземних інвесторів (RESERVES);
- приріст державного і гарантованого державою боргу у відсотках до ВВП (INC_DEBT).

ночасно розміщуються на ринках кількох країн. Обсяг емісії єврооблігацій має бути достатньо вагомим для забезпечення їх ліквідності на вторинному ринку. Включення єврооблігацій до ринкового індексу (наприклад EMBIG) підвищує їх привабливість для інвесторів, оскільки гарантує високу ліквідність, і позитивно впливає на рівень відсоткових ставок. З іншого боку, обсяг емісії єврооблігацій не повинен створювати загроз для боргової стійкості держави, а регулярні суми виплат в рахунок обслуговування боргу – не породжувати бюджетних труднощів. Великі обсяги емісії можуть підірвати фіскальну стійкість і зменшити простір для маневру в умовах дії зовнішніх шоків. Показовим є приклад Сейшел: уряд цієї країни в 2006 р. випустив єврооблігації обсягом близько 20% ВВП країни і вимушений був реструктуризувати ці облігації після розгортання світової фінансової кризи[180].

У процесі ухвалення рішення про випуск єврооблігацій необхідно також оцінювати потенціал попиту на ці облігації; періоди високої волатильності міжнародних фінансових ринків і падіння котирувань цінних паперів емітентів країн з ринками, що формуються, є найбільш несприятливими для розміщення облігацій. Таким чином, планований обсяг емісії єврооблігацій має виступати результатом комбінованого впливу факторів ліквідності та факторів забезпечення боргової стійкості.

У міжнародній практиці стандартними вважаються випуски єврооблігацій на 5, 7 і 10 років. За строками погашення основної суми боргу найбільш поширеними є звичайні облігації з одноразовим погашенням суми боргу і амортизаційні облігації, погашення яких розтягнуто у часі.

На нашу думку, у найближчі роки уряду доцільно емітувати звичайні облігації зовнішньої позики з одноразовим погашенням у періоди з мінімальним навантаженням боргових виплат. А оптимальними параметрами для облігацій зовнішньої державної позики України є такі: п'яти-, семи-, десятирічні звичайні облігації з фіксованими відсотковими ставками, сума емісії – 500–1000 млн дол. США, валюта номінації позики – долар США або євро.

Розвиток внутрішнього ринку державних облігацій. Міжнародний досвід засвідчує, що місткий і ліквідний ринок облігацій надає можливості диверсифікації джерел фінансування для уряду, корпорацій і фізичних осіб; залучення довгострокових фінансових ресурсів для будівництва об'єктів інфраструктури; розширення переліку активів для місцевих інституційних і

[180] Guscina, Anastasia, Pedras ,Guilherme and Presciuttini ,Gabriel. (2014). First-Time International Bond Issuance – New Opportunities and Emerging Risks. *IMF Working Paper*, July.

70% загальної суми надходжень. Набагато меншою є питома вага євро – 15,6% і росийського рубля – 8,2%. У складі надходжень за товари і послуги частки вказаних валют є ідентичними – 70,7%, 15,5 і 7,9%.

Помітне ***домінування долара у структурі валютних потоків до національної економіки свідчить на користь державних запозичень переважно у доларах США***. ***Можливе також проведення запозичень у євро***, оскільки частка євро у складі боргових зобов'язань Уряду України істотно відстає від надходжень у євро за операціями поточного рахунку платіжного балансу України. Варто також враховувати, що з 2016 р. почала діяти економічна частина Угоди про асоціацію між Україною та ЄС, що інтенсифікувало економічні зв'язки між сторонами угоди та збільшило частку експортних надходжень та прямих іноземних інвестицій до України у євро.

Строковість боргових зобов'язань. У теорії і практиці фінансового управління вважається, що зниження ризиків рефінансування державного боргу має досягатися через *підвищення середньої строковості боргових зобов'язань* уряду. Для нівелювання ризиків рефінансування боргу уряд має також спрямовувати свої зусилля на *забезпечення рівномірного розподілу тягаря боргових виплат* у часовому вимірі. Управління часовою структурою державного боргу має включати контролювання графіку боргових виплат для уникнення піків боргових навантажень.

При цьому проблема строковості боргових зобов'язань нерозривно пов'язана з вибором співвідношення між високими витратами на обслуговування боргу і високими ризиками його рефінансування. Якщо незначне подовження строковості вимагатиме різкого зростання відсоткових ставок за позиками, доцільно вдаватися до розміщення позик з меншими термінами погашення і нижчими ставками доходності.

З огляду на зазначені вище обґрунтування, уряду слід забезпечувати оптимальне поєднання тривалого терміну і низької доходності цінних паперів держави. Підвищення середнього терміну обігу внутрішніх облігацій має відбуватися поступово, в унісон з розвитком внутрішнього фінансового ринку, зростанням попиту на довгострокові інструменти і падінням довгострокових відсоткових ставок. Збільшення частки довгострокових зобов'язань у борговому портфелі уряду, ймовірно, буде досягнуто після зниження інфляційних ризиків та підвищення ступеня платоспроможності держави в очах інвесторів.

Параметри облігацій зовнішньої позики. Прийнятним інструментом зовнішніх запозичень з ринкових джерел виступають єврооблігації, які од-

Таблиця 1.6

Кореляції спреда «EMBIG-Україна» із змінними ризиків у масштабах країни

Пояснюючі змінні (фактори впливу)	Коефіцієнти парної кореляції
Темпи зростання реального ВВП, *% відповідно до кварталу минулого року*	-0,77
Міжнародні резерви України, *% до валового зовнішнього боргу*	-0,50
Дефіцит поточного рахунку, *% до ВВП*	-0,28
Дефіцит зведеного бюджету, *% до ВВП*	-0,12
Експорт товарів і послуг, *% до ВВП*	-0,42
Темпи зростання експорту, *% відповідно до кварталу минулого року*	-0,53
Темпи приросту споживчих цін, *% відповідно до кварталу минулого року*	0,11
Рівень реальних відсоткових ставок за банківськими кредитами в гривні терміном 1-5 років, *% річних*	-0,03
Державний і гарантований державою борг, *% до ВВП*	0,34
Приріст державного і гарантованого державою боргу, *% до ВВП*	0,56
Валовий зовнішній борг України, *% до ВВП*	0,36

Джерело: оцінки автора за даними МВФ, НБУ і Держстату України.

Вплив виявлених факторів внутрішньокраїнних ризиків можна пояснити таким чином. Вищі темпи економічного зростання в Україні та сприятливі економічні перспективи знижують різницю між відсотковими ставками і темпами зростання економіки, що покращує боргову спроможність країни. Таким чином, в умовах динамічного економічного зростання вартість зовнішніх фінансових ресурсів для резидентів країни знижується. У системі індикаторів оцінки зовнішньої платоспроможності країни вагому роль відіграє величина міжнародних резервів, тому закономірно, що ця величина демонструє високий ступінь кореляції зі змінною спреда за суверенними облігаціями.

Що стосується змінних державного боргу, то доходність іноземних облігацій уряду зростає при підвищенні обсягу державного боргу і, відповідно, кредитних ризиків для інвесторів. Однак змінна приросту обсягу державного боргу корелює не тільки із залежною змінною EMBIG спреда, а й зі змінною

міжнародних резервів України. Тому одночасне включення до регресійного рівняння змінних державного боргу і міжнародних резервів є небажаним.

Результати кореляційного аналізу створили підґрунтя для специфікації моделі множинної регресії:

EMBI_UKR = 37,7 VIX – 28,0 GDP_REAL – 19,4 RESERVES + 549,3 *(1.1)*

R2 = 0,84; F-statist. = 66,2; Q-statist. (20 лагів) = 17,1,

де EMBI_UKR – спред «EMBIG-Україна», базових пунктів (б.п.) станом на кінець кварталу;

GDP_REAL – темп зростання реального ВВП в Україні, *% відповідно до кварталу минулого року;*

RESERVES – міжнародні резерви України, *% до валового зовнішнього боргу;*

VIX – індекс волатильності фондового ринку або глобальний «апетит до ризиків», *%*.

Статистичні критерії та характеристики моделі (1.1) наведено у табл. 1.7. Значення коефіцієнта множинної детермінації – 0,84 свідчить про наявність суттєвого кореляційного зв'язку між факторами і результатом.

Таблиця 1.7

Модель спреду «EMBIG–Україна» із включенням змінної реального ВВП України

Залежна змінна: EMBI_UKR
Вибірка: 2004Q4 2014Q4
Включені спостереження: 41

Змінна	Коефіцієнт	Стд. похибка	t-статистика	Ймовірність
VIX	37.69	4.99	7.56	0.000
GDP_REAL	-28.0	7.50	-3.74	0.001
RESERVES	-19.44	4.86	-4.00	0.000
C	549.3	149.3	3.68	0.001

Коефіцієнт детермінації	0.84	Середнє залежної змінної	708.0
Скоригований коефіцієнт детермінації	0.83	Станд. відхилення зал. зм.	619.6
Станд. похибка регресії	255.4	Критерій Акаіке	14.02
F-статистика	66.2	Критерій Дарбіна–Уотсона	1.01

Джерело: власні оцінки.

довгострокові зобов'язання та з високою ймовірністю визначатиме зменшення витрат бюджету на обслуговування боргу.

Валютна структура боргу. Підвищення частки внутрішніх зобов'язань порівняно із зовнішніми і вибір оптимального набору валют для зовнішнього боргу є основними інструментами зниження валютних ризиків державного боргу. Згідно з даними Міністерства фінансів України, станом на початок 2016 р. у загальній сумі державного і гарантованого державою боргу України на заборгованість у національній валюті припадало 30% загальної суми боргу, а на заборгованість в іноземних валютах – 70%. Серед іноземних валют найбільшу частку в структурі боргу займали долар США – 44,2% і СПЗ – 19,2%. На євро припадало лише 5,7%, а на канадський долар – 0,46%.

Покращення валютної структури державного боргу має досягатися перш за все шляхом розвитку внутрішнього ринку державних цінних паперів. Фахівці МВФ і Світового банку зазначають, що стимулювання розвитку внутрішнього ринку боргових зобов'язань має бути однією з основних цілей державної політики, особливо у країнах, в яких ринкові умови змушують боргових менеджерів залучати переважно позики в іноземній валюті, з коротким терміном погашення та з плаваючими відсотковими ставками[178].

Основним застереженням проти активного використання внутрішнього позичкового фінансування може бути витіснення державними позиками приватних інвестицій, висока вартість і короткий термін внутрішніх позик. Щодо наявності об'єктивно обумовлених меж для нарощування боргу, то фахівці МВФ встановили: накопичення внутрішнього державного боргу до 35% суми банківських депозитів є безпечним для економіки[179].

Крім розподілу валют за видами «національна – іноземна», важливим завданням боргових менеджерів є *оптимальна композиція за видами валют зовнішньоборгових зобов'язань уряду.* Згідно з теорією оптимального складу портфеля валюта деномінації зовнішніх державних позик має кореспондуватися з валютою надходжень до економіки країни. Рішення щодо валюти деномінації зовнішніх боргових зобов'язань мають спиратися на аналіз структури розрахунків (надходжень і виплат) за різними статтями платіжного балансу. У складі валютних надходжень за операціями поточного рахунку платіжного балансу України переважають надходження у доларах США – близько

[178] Там само. – P. 12.

[179] The Role of Domestic Debt Market in Economic Growth: An Empirical Investigation of Low Income Countries and Emerging Market Countries. (2007).*IMF Working Paper*, 127.

Структура боргу за типом відсоткових ставок. В Україні при виключенні заборгованості МВФ із загальної суми державного і гарантованого державою боргу частка зобов'язань з фіксованою відсотковою ставкою становитиме 83,5%. Такий показник свідчить про низький рівень відсоткових ризиків, властивих структурі державного боргу України.

При формуванні структури державного боргу за видом відсоткових ставок вважається, що досягнення високої частки зобов'язань з фіксованою відсотковою ставкою дає можливість знизити відсоткові ризики боргового портфеля уряду. Однак при очікуваному позитивному розвитку подій (зниженні темпів інфляції, рівня відсоткових ставок на внутрішньому ринку тощо) фіксовані відсоткові ставки можуть виявитися невиправдано дорогими на тривалому проміжку часу. В умовах нестабільного і високоінфляційного макроекономічного середовища застосування фіксованих ставок пов'язане з високими витратами: враховуючи минулий інфляційний досвід, інвестори включатимуть високі інфляційні ризики, визначаючи бажану номінальну ставку за державними зобов'язаннями. У такому разі доцільно хоча б частково емітувати зобов'язання із плаваючими відсотковими ставками.

У виборі між різними типами доходності боргових зобов'язань деякі боргові менеджери керуються таким принципом: за високого рівня відсоткових ставок і очікуваного їх падіння у майбутньому залучення державних позик проводиться за плаваючими відсотковими ставками; при утриманні низького рівня відсоткових ставок і очікуваному їх зростанні у майбутньому вдаються до випуску цінних паперів із фіксованими ставками.

Зважаючи на наведені обґрунтування, вважаємо, що для управління відсотковими ризиками боргових зобов'язань Міністерству фінансів слід випускати облігації зовнішньої позики винятково з фіксованими відсотковими ставками; емітувати середньострокові і короткострокові облігації внутрішньої позики з фіксованими відсотковими ставками; розпочати випуск довгострокових облігацій внутрішньої позики (терміном 2–5 років) з плаваючими ставками, прив'язаними до темпів інфляції.

Облігації з доходністю, прив'язаною до темпів інфляції, є корисним інструментом розвитку внутрішнього ринку у період макроекономічної волатильності, коли довіра учасників ринку до стабільності макрофінансового середовища є хиткою. На нашу думку, ініціювання практики функціонування ОВДП з плаваючими відсотковими ставками, прив'язаними до темпів інфляції (при зниженні їх щорічного рівня до 10–15%) сприятиме підвищенню попиту на внутрішні облігації, дозволить уряду розміщувати на ринку

Оцінені коефіцієнти моделі (1.1) вказують на те, що ***підвищення темпів зростання реального ВВП на 1 в.п. сприяє зменшенню величини спреда «EMBIG–Україна» на 28 б. п., а збільшення міжнародних резервів на 1% валового зовнішнього боргу стає чинником зменшення величини спреда на 19,4 б. п***. Це означає, що міжнародні резерви відіграють важливу роль у справі пом'якшення негативного впливу глобальних чинників, а позитивна динаміка реального ВВП є фактором, що стимулює приплив іноземного капіталу до України та знижує величину спредів для національних суб'єктів.

Крім того, встановлено, що ***зростання індексу VIX на 1% має своїм наслідком збільшення спреда «EMBIG–Україна» на 38 базових пунктів.*** Отриманий нами результат є близьким до кількісних оцінок фахівців МВФ, які на основі щомісячних даних для України за період 2003–2013 рр. встановили, що підвищення глобального індексу VIX на одиницю збільшує український спред на 40 б. п.[34]. Загалом отримані результати свідчать про те, що сильні макроекономічні основи, зокрема високі темпи економічного зростання та значний обсяг міжнародних резервів можуть пом'якшувати потенційно негативний вплив транскордонних потоків капіталу.

Для альтернативної специфікації моделі спреду «EMBIG–Україна» як незалежної змінної було використано змінну динаміки експорту. За припущенням, експорт товарів і послуг з України є індикатором кредитоспроможності країни, а зростання експорту стимулює приплив іноземного капіталу до економіки України. Емпіричне дослідження підтвердило, що упродовж 2004–2014 рр. змінна спреда задовільним чином корелювала з темпами приросту експорту: коефіцієнт парної кореляції становив -0,53. Тому зазначену змінну було включено до альтернативної моделі спреда «EMBIG–Україна», але водночас для уникнення проблеми мультиколінеарності змінну реального ВВП було вилучено.

Таким чином, до регресійного рівняння спреду було включено змінні волатильності глобального ринку VIX, темпів зростання експорту та рівня міжнародних резервів країни:

$$EMBI_UKR = 45{,}5\ VIX - 6{,}1\ EXPORT_gr - 22{,}3\ RESERVES + 495{,}7 \quad (1.2)$$

[34] International Monetary Fund (2014). Determinants of Sovereign Borrowing Costs from International Markets.Ukraine, 2013. Article IV «Consultation and first post-program monitoring; Staff report; press release; statement by the Executive Director for Ukraine». P. 73.

R2 = 0,82; F-statist. = 57,3; Q-statist. (20 lags) = 12,4,

де EXPORT_gr – темпи приросту вартісного обсягу експорту товарів і послуг, *% відповідно до кварталу попереднього року*.

Результати оцінювання моделі (1.2) представлено у табл. 1.8.

Таблиця 1.8

Модель спреда «EMBIG–Україна» із включенням змінної українського експорту

Залежна змінна: EMBI_UKR
Вибірка: 2004Q4 2014Q4
Включені спостереження: 41

Змінна	Коефіцієнт	Стд. похибка	t-статистика	Ймовірність
VIX	45.48	4.56	9.96	0.000
EXPORT_gr	-6.11	2.13	-2.87	0.007
RESERVES	-22.34	4.98	-4.49	0.000
C	495.7	163.8	3.03	0.005

Коефіцієнт детермінації	0.823	Середнє залежної змінної	708.0
Скоригований коефіцієнт детермінації	0.809	Станд. відхилення зал. зм.	619.6
Станд. похибка регресії	271.0	Критерій Акаіке	14.13
F-статистика	57.35	Критерій Дарбіна–Уотсона	1.16

Джерело: власні оцінки.

Коефіцієнт змінної EXPORT_gr вказує на те, що підвищення квартальних темпів зростання експорту на 1 в. п. спричиняє зменшення спреду на 6 б. п. Таким чином, динаміка експорту товарів і послуг є однією з детермінант спредів за зовнішніми облігаціями для українських корпорацій. Однак специфіка структури національного експорту обумовлює суттєву залежність його вартісного обсягу від рівня світових цін на сировинні товари. У підрозділі 1.2 наводилися результати кореляційного аналізу залежності обсягів експортної виручки України від приросту світових цін на сировину. За результатами проведених розрахунків значення коефіцієнтів парної кореляції коливаються від 0,91 до 0,95, що означає високий ступінь вразливості експортного сектора економіки України до цінових шоків світової економіки.

Отримані результати створюють підґрунтя для модифікації рівняння (1.2) шляхом включення змінної динаміки світових цін на сировину. Як пояснюючу змінну також було використано приріст державного боргу як індикатора фінансових ризиків для інвесторів у державні цінні папери.

- підвищення ступеня збалансованості державних фінансів України і зважене управління державним боргом;
- вдосконалення системи пруденційного регулювання діяльності фінансових установ;
- накопичення достатнього рівня міжнародних резервів;
- диверсифікація структури вітчизняного експорту і створення сприятливих умов для розвитку експортних виробництв.

За наявних зон вразливості до впливу кризових чинників держава повинна також сформувати ефективну систему моніторингу державного боргу і боргових ризиків, що створюватиме підґрунтя для ухвалення виважених управлінських рішень. Дотримання умов і критеріїв боргової стійкості, зважене управління державними фінансами, грошово-кредитною системою і валютно-фінансовою сферою є критично важливими засобами мінімізації боргових ризиків і забезпечення фінансової стабільності у довготривалій перспективі.

5.3. Управління державним боргом України в умовах нестабільності

Глобальна фінансово-економічна криза продемонструвала важливість здорового управління державним боргом і зваженої структури державного боргу: глибина і ступінь поширення кризи частково обумовлювалися складом портфеля боргових зобов'язань держави за видами валют, відсоткових ставок, середньою строковістю боргових зобов'язань і обсягом умовних зобов'язань держави. Зокрема, фахівці МВФ пояснюють масштабність останньої світової кризи не в останню чергу тим фактом, що суттєву частку у структурі боргових зобов'язань держави займали умовні зобов'язання з підтримки гіпертрофованого фінансового сектора, невдала валютна і відсоткова структура державних боргів[177].

Важливість зваженого управління боргом засвідчує і той факт, що збалансована структура державного боргу зменшує вплив суверенних кредитних ризиків на видатки бюджету. Так, переважання в структурі боргового портфеля уряду довгострокових зобов'язань з фіксованими відсотковими ставками створює певний ступінь захисту від збільшення витрат на обслуговування боргу в умовах кон'юнктурного зростання відсоткових ставок, викликаного негативними очікуваннями суб'єктів ринку.

[177] Revised Guidelines for Public Debt Management. Prepared by the Staffs of the International Monetary Fund and the World Bank. – March 2014. – P. 6.

загального рівня відсоткових ставок для позичальників з низьким рівнем кредитоспроможності. Спред «EMBIG+ Україна» станом на середину **2012 р.** досяг рівня 940 б. п. У міжнародній практиці вважається, що спред 600 б. п. і вище породжує реальні загрози дефолту, оскільки уряд втрачає можливості для залучення нових позик. У таких умовах для суб'єктів економіки України ресурси міжнародного ринку капіталів стали майже недоступними. Підвищення вартості нових позик ускладнювало рефінансування наявних боргів та актуалізувало ризики дефолтів для найбільш вразливих позичальників.

З II півріччя **2013 р.** на європейських фінансових ринках почали проявлятися ознаки стабілізації, однак в Україні посилили дію фактори внутрішньокраїнних ризиків. Починаючи **з 2014 р.** у сфері валютно-фінансових відносин України відбувалися такі негативні явища і процеси: падіння експортних надходжень унаслідок втрати російського ринку збуту та зниження цін на сировинні товари; відплив іноземного капіталу, спричинений збройним конфліктом та економічним спадом; паніка на валютному ринку і розгортання девальваційно-інфляційної спіралі; відплив внутрішнього капіталу, спричинений нестабільністю фінансової системи та економічним спадом; виснаження міжнародних резервів, яке поглибило девальвацію та інтенсифікувало втечу капіталу.

Несприятливими глобальними факторами, які консервували кризовий стан державного боргу України, у період **2015–2016 рр.** були: уповільнення економічного зростання у Китаї і зниження світових цін на сировину, початок циклу підвищення відсоткових ставок ФРС США і скорочення припливу іноземного капіталу до країн з ринками, що формуються. Останнім часом експортні надходження і доходи бюджетів у більшості країн, що розвиваються, знизилися, а їх національні валюти девальвували. В таких умовах провідні світові вчені прогнозували подальше поширення у середовищі країн з ринками, що формуються, суверенних дефолтів[176].

Уроки світової фінансово-економічної кризи засвідчили, що моніторинг і протидія впливу зовнішніх фінансових шоків, а також зважена боргова політика держави є вагомими складовими у системі антикризового фінансового управління. В умовах високої залежності економіки України від коливань кон'юнктури світових товарних і фінансових ринків першочергового значення набувають:

[176] Reinhart, C. (2016). A Year of Sovereign Defaults? *Project Syndicate*. Retrieved from http://www.project-syndicate.org/commentary/sovereign-default-wave-emerging-markets-by-carmen-reinhart-2015-12?barrier=true

Коефіцієнти парної кореляції спреда «EMBIG–Україна» з обраними екзогенними змінними є такими:

Індекс волатильності глобального ринку VIX	0.73
Приріст агрегованого індексу світових цін на сировине	0.61
Темпи зростання реального ВВП	-0.76
Приріст обсягу державного боргу	0.56

Далі було специфіковано регресійну модель (1.3), яка відображає вплив зазначених факторів на рівень спреда.

$$EMBI_UKR = 35{,}0\ VIX - 6{,}5\ PRICE_allcom(-1) - 25{,}2\ GDP_REAL + 40{,}9\ INC_DEBT(-1) \quad (1.3)$$

$$R2 = 0{,}83; \quad Q\text{-статистика (20 lags)} = 26{,}0,$$

де PRICE_allcom(-1) – квартальна зміна індексу ЮНКТАД на сировинні товари, всі товарні групи, з лагом у один квартал, *%*;

INC_DEBT (-1) – зміна обсягу державного і гарантованого державою боргу, *% ВВП, за попередній квартал*.

Статистичні критерії моделі (1.3) наведено у табл. 1.9. 83% варіації залежної змінної пояснюються варіацією включених у модель незалежних змінних. Коефіцієнт змінної PRICE_allcom(-1) вказує на те, що ***підвищення світових цін на сировину на 1% зумовлює зниження зовнішніх спредів України на 6,5 б. п.***

Таблиця 1.9

Модель спреда «EMBIG–Україна» із включенням змінної світових цін на сировину

Залежна змінна: EMBI_UKR
Вибірка: 2004Q4 2014Q4
Включені спостереження: 41

Змінна	Коефіцієнт	Стд. похибка	t-статистика	Ймовірність
VIX	35.0	2.00	17.51	0.000
PRICE_allcom(-1)	-6.48	2.18	-2.97	0.005
GDP_REAL	-25.22	7.31	-3.45	0.001
INC_DEBT(-1)	40.92	16.17	2.53	0.016

Коефіцієнт детермінації	0.832	Середнє залежної змінної	708.0
Скоригований коефіцієнт детермінації	0.818	Станд. відхилення зал. зм.	619.6
Станд. похибка регресії	264.4	Критерій Акаіке	14.08
DW-статистика	0.94		

Джерело: власні оцінки.

Модель (1.3) засвідчує, що серед численних факторів, які впливають на рівень спредів зовнішніх облігацій України, вагому роль відіграють волатильність світового фінансового ринку, коливання світових цін на сировину, динаміка реального ВВП України і зміна обсягу державного боргу. Перші дві незалежні змінні належать до групи факторів «виштовхування» капіталу або глобальних детермінант спредів за зовнішніми позиками України; останні дві змінні – до групи факторів «тяжіння» або внутрішніх детермінант спредів.

Отже, *на І етапі дослідження ми ідентифікували та кількісно оцінили глобальні та внутрішньокраїнні детермінанти спредів.* Розроблений модельний інструментарій дозволяє прогнозувати значення зовнішніх спредів для України на основі значень незалежних змінних – глобального «апетиту до ризиків», зміни світових цін на сировину, зростання реального ВВП України, приросту національного експорту, накопичення міжнародних резервів і зміни обсягу державного боргу України. *Надалі з використанням інструментарію регресійно-кореляційного аналізу оцінимо вплив спредів на обсяги припливу іноземного позичкового капіталу до економіки України.*

Залежними змінними у рамках нашого дослідження стали змінні FOR_BORROW_A – залучення зовнішнього облігаційного фінансування та іноземних кредитів підприємствами і банками України, а також FOR_BORROW_LT – залучення зовнішнього облігаційного фінансування та середньо- і довгострокових іноземних кредитів підприємствами і банками України. Вибірка складалася із квартальних даних за 2005–2014 рр. і включала 40 спостережень.

Відповідно до нашої гіпотези величина припливу іноземного позичкового капіталу до економіки залежить від ціни такого капіталу. Вагомою часткою відсоткових ставок за зовнішніми позиками українських корпорацій є спред «EMBIG–Україна». Коефіцієнт парної кореляції зовнішнього позичкового фінансування корпоративного сектора зі змінною спреду в попередньому кварталі становить -0,59. Доволі значний ступінь кореляційного зв'язку підтверджують і графічні дані (рис. 1.12).

Для оцінки впливу пояснюючих змінних на динаміку надходження іноземного позичкового капіталу до корпоративного сектора України було розроблено таку регресійну модель:

$$\mathbf{FOR_BOROW_A=-0{,}003*EMBI_UKR_LAG+0{,}70*AR(1)+0{,}66*MA(4)} \quad (1.4)$$

$$R2 = 0{,}63; \quad Q\text{-statistics (20 лагів)} = 15{,}9,$$

де FOR_BOROW_A – надходження іноземного позичкового капіталу до корпоративного сектору України, *% ВВП за квартал*;

- на валютному ринку зменшується пропозиція іноземної валюти, внаслідок чого НБУ змушений збільшувати обсяги валютних інтервенцій і скорочувати обсяг міжнародних резервів України;
- зростає вартість обслуговування зовнішнього боргу для українських позичальників та ускладнюється рефінансування наявних боргів, що може призвести до поширення корпоративних дефолтів;
- зростають видатки бюджету на обслуговування боргу, погіршуються можливості для залучення зовнішніх позик і знижується попит на внутрішні зобов'язання уряду, що впливає на стабільність державних фінансів.

Усі окреслені негативні явища, які виникають під впливом зовнішніх шоків, у своїх критичних проявах можуть призводити до порушення боргової стійкості держави.

Після 2008 р. боргові проблеми розвинених країн і пов'язані з ними негативні процеси на міжнародних фінансових ринках впливали на стабільність фінансової системи України і боргову стійкість держави за каналами підвищення вартості зовнішнього фінансування, переривання доступу до ринкових позик, скорочення надходження позичкового і акціонерного капіталу європейських банків до фінансового сектора України.

Після стухання проявів глобальної фінансово-економічної кризи, **в 2010 р.** актуалізувалися ризики боргової кризи у країнах єврозони. Вагомими причинами виникнення європейської боргової кризи вважають: 1) макроекономічні дисбаланси на периферії єврозони, 2) формування «петлі зворотних зв'язків» між балансами банків і суверенними балансами; 3) виникнення кризи довіри на фінансових ринках ЄС, внаслідок зростаючого рівня державного боргу; 4) вади системи державного регулювання і нагляду за діяльністю фінансових установ; 5) слабка координація фіскальної політики в Європейському валютному союзі.

Серед країн єврозони боргові проблеми ввійшли у критичну фазу в тих країнах, де високий розмір державного боргу поєднувався зі значним дефіцитом міжнародної інвестиційної позиції. До зазначеної групи країн належить Ірландія (з дефіцитом інвестиційної позиції 91% ВВП), Греція (93%), Іспанія (90%) і Португалія (108% ВВП). Водночас країнам з профіцитом міжнародної інвестиційної позиції, незважаючи на високий розмір державного боргу, вдалося уникнути проблем із рефінансуванням боргів. Це – Бельгія, Німеччина, Мальта і Нідерланди.

У часи турбулентності на фінансових ринках ЄС зниження схильності міжнародних інвесторів до прийняття ризиків мали своїм наслідком зростання

В міжнародній практиці основними видами неочевидних умовних зобов'язань уряду є:

- фінансова підтримка неплатоспроможних банків;
- погашення державою зобов'язань державних чи приватних підприємств, які мають стратегічно важливе значення;
- ліквідація наслідків стихійних лих і відновлення природного середовища у разі техногенних катастроф.

У кризовий період перетворення умовних зобов'язань уряду у фактичні реалізується шляхом того, що він бере на поруки неплатоспроможні банки, місцеві органи влади, державні, а в деяких випадках і приватні підприємства. Такий стан справ згодом може призвести до виникнення кризи державної заборгованості (згідно з нашими оцінками, сума основних умовних зобов'язань Уряду України без урахування державних гарантій за кредитами ще на початку 2013 р. досягала 568,1 млрд грн)[175].

В умовах глобалізації та відкритості національної економіки глобальні фактори можуть відігравати вагому роль як у стабілізації боргової ситуації, так і в загостренні боргових проблем. До числа найбільш значущих **глобальних факторів** впливу на валютно-фінансову позицію уряду відносять: умови зовнішньої торгівлі, рівень світових відсоткових ставок і зовнішніх спредів для країн з ринками, що формуються.

Так, поширення міжнародних «ефектів зараження» за фінансовим каналом може реалізуватися при суттєвому підвищенні відсоткових ставок на міжбанківських кредитних ринках, збільшенні спредів за фінансовими інструментами країн з ринками, що формуються, падінні фондових індексів на ринках розвинених країн.

У кризових умовах вплив зовнішніх фінансових шоків на економіку України виявляється таким чином:

- скорочуються надходження за фінансовим рахунком платіжного балансу і зростають виплати за статтею «доходи поточного рахунку»;
- в умовах зниження схильності інвесторів до прийняття ризиків збільшуються масштаби втечі капіталу з України, що відповідним чином впливає на збалансованість фінансового рахунку та стабільність банківської системи;

[175]Боргова стійкість державних фінансів / за ред. Т.І. Єфименко, С.А. Єрохіна, Т.П. Богдан. – К. : ДННУ «Акад. фін. управління». – 712 с.

EMBI_UKR_LAG – спред «EMBIG-Україна» з лагом у 1 кв., б. п.;
AR(1) , MA(4) – компоненти авторегресії і ковзкого середнього

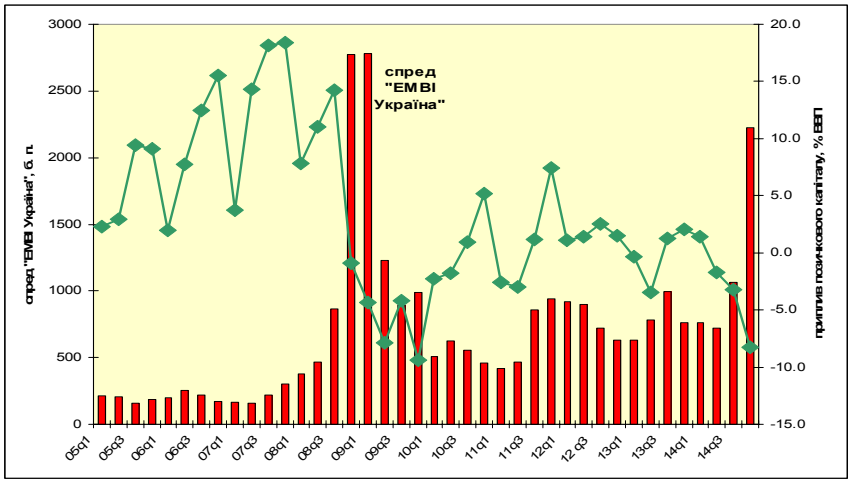

Рис.1.12. **Обсяги залучення іноземного позичкового капіталу та спред «EMBIG–Україна» у 2005-2014 рр.**

Джерело: складено автором за даними НБУ і МВФ.

Статистичні критерії та оцінки моделі (1.4) підсумовано у табл. 1.10.

Таблиця 1.10

Модель надходження довгострокового позичкового капіталу

Залежна змінна: FOR_BOROW_A
Вибірка: 2005Q1 2014Q4
Включені спостереження: 40

Змінна	Коефіцієнт	Стд. похибка	t-статистика	Ймовірність
EMBI_UKR_LAG	-0.003	0.001	-2.07	0.045
AR(1)	0.704	0.121	5.83	0.000
MA(4)	0.662	0.142	4.64	0.000

Коефіцієнт детермінації	0.630	Середнє залежної змінної	3.05
Скоригований коефіцієнт детермінації	0.610	Станд. відхилення залежної змінної	7.09
Станд. похибка регресії	4.43	Критерій Акаіке	5.89
DW-статистика	1.83		

Джерело: оцінки автора.

Відповідно до розробленої моделі підвищення зовнішніх спредів має своїм наслідком зменшення припливу іноземного позичкового капіталу до

України. Оцінені коефіцієнти побудованої моделі вказують на те, що ***підвищення спреду «EMBIG-Україна» на 1%, або на 100 б. п., спричиняє зменшення надходження іноземного позичкового капіталу на 0,3% ВВП за квартал***.

Отже, за результатами проведеного нами емпіричного дослідження було визначено найбільш вагомі фактори впливу на динаміку спреду «EMBIG-Україна» та оцінено їх кількісний вплив. Встановлено, що зростання індексу волатильності глобального ринку VIX на 1% призводить до підвищення спреду «EMBIG-Україна» на 38 базових пунктів (б. п.), а накопичення міжнародних резервів НБУ в розмірі, еквівалентному 1% валового зовнішнього боргу, стає чинником зниження спреду на 19,4 б. п. Крім того, прискорення темпів економічного зростання на 1% до відповідного кварталу попереднього року зумовлює зниження спреда на 28 б. п. А підвищення світових цін на сировинні товари (що є драйвером зростання українського експорту) на 1% у попередньому кварталі є чинником зменшення спреду на 6,5 б. п.

У рамках цього дослідження розроблено також модельно-аналітичний інструментарій, який дозволяє прогнозувати обсяги припливу іноземного позичкового капіталу до економіки України на основі значень спреду «EMBIG-Україна». Визначено, що *підвищення спреду «EMBIG-Україна» на 1%, або 100 б. п., спричиняє зменшення надходження іноземного позичкового капіталу на 0,3% ВВП, а зниження величини спреду в такому ж співвідношенні зумовлює додаткові надходження іноземного позичкового капіталу до корпоративного сектора.*

Отримані нами емпіричні результати мають особливе значення з огляду на багатосторонній і суттєвий вплив надходження іноземного позичкового капіталу на економіку України. Для кількісної оцінки впливу зовнішніх запозичень на стан реального сектора і фінансової системи України нами було проведено емпіричне дослідження на основі квартальних даних Державної служби статистики і Національного банку України для періоду IV кв. 2004 – IV кв. 2014 рр. (вибірка включала 41 спостереження).

На першому етапі дослідження ми намагалися з'ясувати, наскільки приплив іноземного позичкового капіталу до корпоративного сектора є статистично значущим фактором впливу на динаміку реального ВВП в Україні. Було встановлено наявність доволі тісного кореляційного зв'язку між цими змінними – коефіцієнт парної кореляції становив 0,67. Кореляційний зв'язок було виявлено також для темпів зростання реального ВВП і темпів валового нагромадження основного капіталу. Однак специфікація повноцінної

Дані табл. 5.6 засвідчують, що у 2014 р. Уряд емітував ОВДП на суму 7,8% ВВП, у 2015 р. – на 3,8% ВВП, а у 2016 р. додатково емітував ОВДП в обмін на цінні папери Нафтогазу, векселі Фонду гарантування вкладів і акції банків. Якщо порівняти суми щорічних фінансових вливань Уряду за зазначеною схемою з офіційними показниками дефіциту Зведеного бюджету України (без урахування погашення кредитів Укравтодору, які за міжнародних стандартом GFSM-2014 мають відображатися у розділі фінансування бюджетного дефіциту), то виявиться, що в 2014–2015 рр. суми придбання Урядом фінансових активів у 2–5,4 раза перевищували суми дефіциту Зведеного бюджету України.

Тобто в умовах, коли мільйони громадян України фактично доведені до зубожіння внаслідок реального знецінення заробітних плат і соціальних допомог, великі державні компанії і банки щедро субсидуються державою без належного контролю. Такі операції мають непрозорий характер, проводяться без затвердження законодавчим органом влади у рамках загального бюджету, та, вірогідно, підживлюють корупційні схеми. Бракує їм також механізмів підзвітності і контролю. Крім того, масштаби таких операцій підривають платоспроможність держави у середньостроковій перспективі.

Структура державного і гарантованого державою **боргу України** характеризується аномально низькою часткою зобов'язань у національній валюті. Причому у часовому вимірі структура державного боргу продовжує погіршуватися. Так, якщо на кінець 2012 р. частка зобов'язань у гривні становила 35,7% загальної суми державного і гарантованого боргу, то на кінець 2015 р. ця частка зменшилася до 29,8%. Найбільшу питому вагу в структурі державного боргу за видами валют займали зобов'язання у доларах США і СПЗ: 44,4 і 19,1% станом на кінець 2015 р.

Значна частка боргових зобов'язань, номінованих в іноземній валюті, в загальній структурі державного і гарантованого боргу визначає високу чутливість відносного показника боргу до динаміки обмінного курсу гривні. Це є також однією з причин тісного взаємозв'язку між валютними і борговими кризами в Україні. В історичному контексті всі значні і слабкокеровані девальвації гривні давали поштовх до дефолтів і реструктуризацій державного та / або приватного боргу.

Оцінюючи ризики для фінансової стабільності і перспектив утримання боргової стійкості в Україні, слід брати до уваги не лише прямі боргові зобов'язання уряду, а й найбільш вагомі і ризикові умовні зобов'язання.

При аналізі **боргових процесів у 2015 р.** очевидним є те, що навіть в умовах помірного дефіциту бюджету Уряд допустив колосальне зростання величини державного боргу. Так, за 2015 р. гривнева величина державного і гарантованого боргу збільшилась на 470,9 млрд грн, а доларова величина зовнішнього боргу – на 4,6 млрд дол. США. Для порівняння: дефіцит Зведеного бюджету в 2015 р. становив лише 30,9 млрд грн (1,6% ВВП), а дефіцит Державного бюджету – 45,2 млрд грн (2,3% ВВП).

Водночас нетто-фінансування дефіциту Зведеного бюджету за борговими операціями за рік становило 114,8 млрд грн. Тобто гігантські суми запозичених коштів були використані не на покриття бюджетного дефіциту (30,9 млрд грн), а на придбання Урядом фінансових активів (цінних паперів) – 75 млрд грн, приріст залишків бюджетних коштів – 25,5 млрд грн, розміщення бюджетних коштів на депозитах – 6,6 млрд грн[174].

Суттєвими чинниками приросту державного боргу України в 2014–2015 рр. стали операції Уряду з фінансовими активами. Так, у 2015 р. Уряд емітував ОВДП для рекапіталізації НАК «Нафтогаз України» на суму 29,7 млрд грн, підтримки Фонду гарантування вкладів фізичних осіб на суму 41,5 млрд грн і рекапіталізацію банків на 4 млрд грн. Тобто за зазначеними каналами внутрішній державний борг України збільшився на 75 млрд грн.

У табл. 5.6 наводяться дані щодо фактичних та прогнозованих фінансових вливань держави (англ.: bail-out transactions) в абсолютних сумах і у відсотках до ВВП у період 2013–2016 рр. На 2016 р. новою програмою МВФ знову була закладена безпрецедентна сума випуску ОВДП – 166 млрд грн, або 7,3% ВВП, – з метою рекапіталізації банків і підтримки Фонду гарантування вкладів фізичних осіб.

Таблиця 5.6

Фінансові вливання держави в капітали банків і державних підприємств (установ) шляхом випуску ОВДП

Показник	2013	2014	2015	2016 (план)
Випуск ОВДП на рекапіталізацію, *млрд грн*	14,7	123,3	75,0	166,0
Випуск ОВДП на рекапіталізацію, *% ВВП*	1,0	7,8	3,8	7,3

Джерело: складено автором за даними НБУ, Державного казначейства і Державного комітету статистики України.

[174] Виконання Державного бюджету [Електронний ресурс]. / Державна казначейська служба України. – Режим доступу : http://www.treasury.gov.ua/main/uk/doccatalog/list?currDir=305190

економетричної моделі динаміки ВВП України була неможливою через відсутність статистичних рядів якості людського капіталу, сумарної продуктивності факторів виробництва, впровадження інновацій тощо.

Таким чином, для підтвердження взаємозв'язку між зростанням ВВП і залученням іноземного позичкового капіталу було проведено тест на причино-наслідкові зв'язки – тест Грейнджера (табл. 1.11).

Таблиця 1.11

Тест Грейнджера для темпів зростання ВВП і припливу іноземного позичкового капіталу

Дата: 06/22/15 Час: 14:25
Вибірка: 2004Q4 2014Q4, Лаги: 2

Нульова гіпотеза:	Спостереж	F-статист.	Ймовірн.
FOR_BOR_LT не викликає GDP_REAL за Грейнджером	39	4.24158	0.0227
GDP_REAL не викликає FOR_BOR_LT за Грейнджером		4.29465	0.0217

Джерело: оцінка автора.

GDP_REAL – темп зростання реального ВВП в Україні, *% відповідно до кварталу минулого року;*
FOR_BOR_LT – сума зовнішнього облігаційного фінансування та середньо- і довгострокових іноземних кредитів підприємствам і банкам України, *% до ВВП*.

Значення *p*-статистик цього тесту (0,023 і 0,022) засвідчили, що між нетто-запозиченнями корпоративного сектора і зростанням реального ВВП в Україні існує двосторонній причинно-наслідковий зв'язок. Це означає, що в короткостроковому періоді приплив іноземного капіталу є однією з детермінант зростання реального ВВП. Тест Грейнджера також підтвердив, що зростання ВВП стимулює приплив іноземного капіталу (*F*-статистика відповідної гіпотези становить 4,29).

Тобто нетто-приплив іноземного капіталу викликає зростання реального ВВП, але й позитивна динаміка ВВП також стимулює приплив іноземного капіталу. Проте отримані результати засвідчують і негативний вплив нетто-вилучення капіталу на динаміку ВВП: ***нетто-погашення зовнішнього боргу здійснює реструктивний вплив на виробництво***. Таким чином, в Україні, як і в інших країнах, гостро постає проблема проциклічного впливу потоків капіталу на зростання реального ВВП.

Надалі досліджувалися фактори впливу на інвестиційну діяльність в Україні. Виявилося, що нетто-зовнішні запозичення підприємств і банків є вагомим фактором впливу на інвестиційну діяльність у економіці України (рис. 1.13). Коефіцієнт парної кореляції зазначених змінних становить 0,71. Статистично значущий вплив на динаміку валового нагромадження основного капіталу мали також темпи приросту строкових депозитів у банках та чистий фінансовий результат до оподаткування підприємств України.

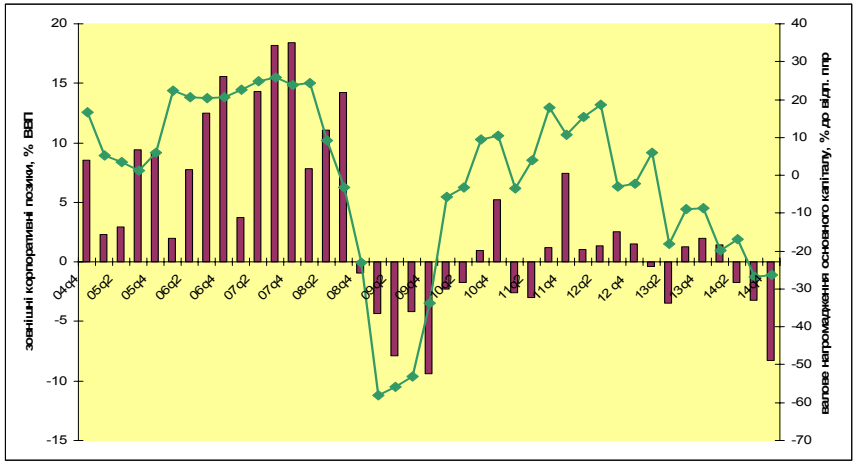

Рис. 1.13. **Валове нагромадження основного капіталу і нетто-зовнішні запозичення корпоративного сектора у 2004–2014 рр.**

Джерело: складено автором за даними НБУ і Державного комітету статистики України.

У табл. 1.12 наведено значення коефіцієнтів парної кореляції зазначених змінних (OK_RAT – темпи валового нагромадження основного капіталу, PROFIT – чистий фінансовий результат підприємств, DEPOS – темпи приросту строкових депозитів у банках, FOR_BOR – нетто-зовнішні запозичення).

Таблиця 1.12

Матриця коефіцієнтів парної кореляції обсягів припливу іноземного позичкового капіталу

Показник	OK_RAT	PROFIT	DEPOS	FOR_BOR
OK_RAT	1	0.56	0.65	0.71
PROFIT	0.56	1	0.39	0.61
DEPOS	0.65	0.39	1	0.63
FOR_BOR	0.71	0.61	0.63	1

Джерело: оцінка автора.

Внаслідок впливу макрофінансових шоків на національну економіку і проведення неадекватної боргової політики в 2014–2015 рр. Україна опинилася в стані **боргової кризи**. Причому боргова криза проявлялася як криза суверенного боргу та криза корпоративних боргів. Основними передавальними механізмами боргової кризи виступали втрата можливостей для рефінансування накопичених боргів з приватних джерел і трикратне зростання навантаження обслуговування зовнішніх боргів після девальвації гривні. Загалом в Україні мала місце так звана «потрійна» фінансова криза (банківська криза, валютна криза і боргова криза), яка протікала в умовах глибокої економічної рецесії.

Основними засобами врегулювання боргової кризи з боку позичальників у період 2014–2015 рр. стали реструктуризація боргу та конверсія боргу в акціонерний капітал. Для покриття дефіциту зовнішнього фінансування у період закриття міжнародного ринку капіталів для України МВФ затвердив трирічну програму кредитування обсягом 17,5 млрд дол. США. Кредитну підтримку Уряду надавали також Світовий банк, Європейська комісія, ЄБРР, ЄІБ, Кредитна установа для відбудови, Уряди США, Польщі, Канади та ін.

Реструктуризація державного боргу поточного року розвантажила бюджети 2015–2018 рр. і надала підтримку платіжному балансу, але посилила тягар зовнішнього боргу в довгостроковій перспективі. За умовами угоди з кредиторами Уряд виплачуватиме 80% номінальної суми боргу упродовж 2019–2027 рр., сплачуючи кредиторам 7,75% річної доходності. А замість списаних 3,6 млрд дол. США Уряд зобов'язався віддавати кредиторам 15 чи 40% номінального приросту ВВП протягом 20 років, якщо темпи зростання реального ВВП перевищуватимуть 3 і 4%. Відповідно до простих математичних підрахунків, сумарні виплати за інструментами компенсації вартості (ІКВ) сягнуть 8,3 млрд дол. США за умови, що реальний ВВП зростатиме на 4% упродовж 20 років; такі ж виплати перевищать 33 млрд дол. США при щорічному зростанні ВВП на 5%. Дисконтування зазначених величин та обчислення їхньої поточної дисконтованої вартості не нівелює наявні розриви між списаною сумою в 3,6 млрд дол. США і майбутніми зобов'язаннями України за ІКВ. Тобто, по суті, в результаті реструктуризації державного боргу відбулася зміна його строкової структури при одночасному збільшенні величини державного боргу.

Отже, Україна порушує критерії боргової стійкості за всіма ключовими індикаторами. Причому в останні два роки проблеми надмірного боргового навантаження і незбалансованої валютно-фінансової позиції країни набули критичного характеру.

ня. Відношення обсягу платежів за довгостроковим зовнішнім боргом України до експорту товарів і послуг за підсумками 2013 р. становило 42,4%, а 2014 р. – 46,1%. Тобто у випадку реверсу потоків капіталу близько половини експортних надходжень України має спрямовуватися на зовнішньоборгові виплати. Для порівняння: прийнятий у світі граничний показник боргових виплат дорівнює 20% експорту, а середнє значення у країнах з низьким і середнім рівнем доходів у 2014 р. становило 8,9%.

Таблиця 5.5

Індикатори боргової стійкості

Боргові показники	Україна 01.01.2014	Україна 01.01.2015	Україна 01.01.2016	Середнє* для країн, що розв-ся 01.01.2015	Гранично допустиме значення
Державний борг і гарантований державою борг, *% до ВВП*	40,2	70,3	79,4	39,4	40-60
Державний і гарантований борг, *% доходів Державного бюджету*	172,3	308,3	294,1	н/д	150–200
Валовий зовнішній борг, *% експорту товарів і послуг*	167,1	193,0	248,3	79,1	200
Валовий зовнішній борг, **% ВВП**	77,5	127,1	143,9	22,2	н/д
Короткостроковий зовнішній борг за залишковим терміном погашення, *% до міжнар. резервів*	290,4	788,0	385,0	24,8	100
Обслуговування держборгу, *% доходів Державного бюджету*	11,4	н/д	16,8	н.д.	15
Планове погашення і обслуговування довгострокового зовнішнього боргу, *% експорту*	42,4	46,1	н/д	8,9	20

Примітка: * – середні показники для країн, що розвиваються (2013), наведені із International Debt Statistics МБРР і World Economic Outlook Database МВФ.
Джерело: складено автором за даними МВФ, МБРР, НБУ, Міністерства фінансів, Державної служби статистики України.

У той час як у країнах з низьким і середнім рівнем доходів наприкінці 2014 р. короткостроковий зовнішній борг становив 24,8% міжнародних резервів, в Україні це співвідношення сягнуло 788% в кінці 2014 р. і 385% в кінці 2015 р. Відомо, що критичне значення цього показника дорівнює 100% (це відомий критерій Грінспена). Аномально високе відношення короткострокового зовнішнього боргу до міжнародних резервів України свідчить про потенційну нестійкість зовнішньоборгової позиції і недостатність валютних резервів для підтримки міжнародної ліквідності країни у разі реверсу потоків капіталу.

За результатами проведеного кореляційного аналізу було специфіковано таку регресійну модель:

$$OK_RAT = 0.65^* DEPOS + 0.19^* PROFIT + 0.86^* FOR_BOR(-1) - 8.4 + 0.79^* MA(1) \quad (1.5)$$

$$R2 = 0,72;\ F\text{-statistics} = 22,49,$$

де OK_RAT – темпи валового нагромадження основного капіталу, *% відповідно до кварталу попереднього року;*

DEPOS – темп приросту строкових депозитів у банках України, *% до попереднього кварталу;*

PROFIT – квартальний чистий фінансовий результат до оподаткування підприємств України, *% ВВП*;

FOR_BOR(-1) – зовнішні нетто-запозичення корпоративного сектора з лагом 1 квартал, *% ВВП*.

Статистичні критерії та оцінки моделі (1.5) представлено у табл. 1.13.

Таблиця 1.13

Модель валового нагромадження основного капіталу

Залежна змінна: OK_RAT
Вибірка: 2005Q1 2014Q4
Включені спостереження: 40

Змінна	Коефіцієнт	Стд. похибка	t-статистика	Ймовірність
PROFIT	0.189	0.121	1.562	0.127
DEPOS	0.650	0.352	1.844	0.074
FOR_BOR(-1)	0.856	0.344	2.489	0.018
C	-8.438	4.169	-2.024	0.051
MA (1)	0.789	0.140	5.646	0.000

Коефіцієнт детермінації	0.72	Середнє залежної змінної	-1.16
Скоригований коефіцієнт детермінації	0.69	Станд. відхилення залежної змінної	22.49
Станд. похибка регресії	12.57	Критерій Акаіке	8.02
F-статистика	22.49	Критерій Дарбіна–Уотсона	1.64

Джерело: власні оцінки.

Коефіцієнт змінної FOR_BOR(-1) засвідчує, що ***нетто-запозичення підприємств і банків обсягом 1% ВВП за квартал стають чинником прискорення валового нагромадження основного капіталу на 0,86%.***

Тобто залучення довгострокового іноземного капіталу загалом здійснює позитивний вплив на інвестиційні процеси в економіці України. Цей вплив реалізується через надання довгострокових кредитів банками підприєм-

ствам і через фінансування інвестиційних програм самими підприємствами – реципієнтами іноземного капіталу. Проте такі результати не заперечують того факту, що частина зовнішніх запозичень у період буму на фінансових ринках мала споживче спрямування і використовувалася на покриття поточних витрат економічних суб'єктів.

При дослідженні факторів впливу на динаміку реальних відсоткових ставок за банківськими кредитами статистично значущими факторами виявилися зовнішні нетто-запозичення корпоративного сектора економіки та річні темпи інфляції. В табл. 1.14 наведено значення коефіцієнтів парної кореляції між змінною реальних відсоткових ставок (INTER_R) і макрофінансовими змінними, що пояснюють коливання ставок: темпи інфляції, нетто-приплив іноземного капіталу і рівень державного боргу.

Таблиця 1.14

Матриця коефіцієнтів парної кореляції реальних відсоткових ставок на фінансовому ринку України

Показник	INTER_R	INFLAT	FOR_BOR_AL_LAG	DEBT_PUB
INTER_R	1	-0.93	-0.47	0.29
INFLAT	-0.93	1	0.32	-0.10
FOR_BOR_AL_LAG	-0.47	0.32	1	-0.63
DEBT_PUB	0.29	-0.10	-0.63	1

Джерело: оцінка автора.

Коефіцієнт парної кореляції реальних відсоткових ставок із зовнішніми позиками корпоративного сектору в попередньому кварталі становить -0,47. Зазначений взаємозв'язок пояснюється тим, що іноземний капітал доповнює внутрішні заощадження і збільшує суму позичкового капіталу, який обертається на внутрішньому ринку України, знижуючи таким чином ціну позичкового капіталу. Дані рис. 1.14 підтверджують існування оберненого взаємозв'язку між припливом іноземного капіталу і рівнем реальних відсоткових ставок за кредитами банків в Україні.

Згідно з теоретичними положеннями експансійна монетарна політика знижує рівень реальних відсоткових ставок, а більш жорстка політика спричиняє підвищення ставок. Однак в Україні коефіцієнт парної кореляції темпів приросту грошової маси М2 з реальними відсотковими ставками за кредитами становив лише 0,22. Доволі високий ступінь кореляційного зв'язку реальні відсоткові ставки продемонстрували зі змінною річних темпів інфляції (коефіцієнт парної кореляції становить -0,93). Такий зв'язок відображає як ефекти монетарної політики, так і певну інерційність номінальних

- критичного звучання набуває проблема рефінансування накопиченого боргу: під дією будь-яких чинників внутрішнього чи зовнішнього характеру Уряд може втратити доступ до позичкового фінансування, що генеруватиме кризові імпульси для економіки.

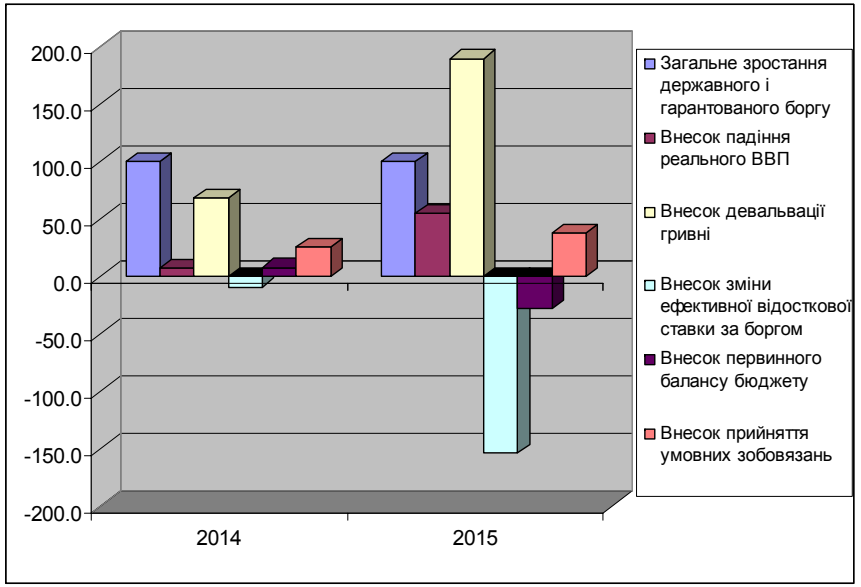

Рис. 5.3. **Макроекономічні та фіскальні компоненти приросту державного боргу України у 2014–2015 рр.,**
% до загального приросту боргу.
Джерело: розрахунки автора за формулами рівнянь боргової динаміки.

Надалі проаналізуємо стан державного боргу України крізь призму **індикаторів боргової стійкості**. Як свідчать дані табл. 5.5, на кінець 2015 р. державний і гарантований державою борг становив 79,4% ВВП, у той час як середній рівень для країн з низьким і середнім рівнем доходів – 39,4% ВВП. Валовий зовнішній борг України, який включає зовнішній борг держави, становив 248% експорту і втричі перевищував середній рівень боргу для країн з низькими і середніми доходами (79,1% експорту). Прийнятий у світовій практиці граничний рівень валового зовнішнього боргу – 200% експорту також було перевищено.

Відношення обслуговування державного боргу до доходів загального фонду Державного бюджету в 2015 р. становило 16,8% (11,4% у 2013 р.). За цим показником Україна також перевищила гранично допустимі значен-

Таблиця 5.4

Приріст відносної величини державного і гарантованого державою боргу за компонентами у 2014, 2015 рр.

Показник	% ВВП		% до загального підсумку	
	2014	2015	2014	2015
Загальне зростання державного і гарантованого боргу	31.0	10.1	100.0	100.0
Внесок падіння реального ВВП	2.3	5.5	7.4	54.5
Внесок девальвації обмінного курсу гривні	21.2	19.1	68.4	189.1
Внесок зміни ефективної відсоткової ставки за боргом	-2.8	-15.5	-9.0	-153.5
Внесок первинного балансу бюджету	2.4	-2.8	7.7	-27.7
Внесок взяття умовних зобов'язань	7.8	3.8	25.2	37.6

Джерело: розрахунки автора за формулами рівнянь боргової динаміки.

стрімкого приросту відносної величини боргу є девальвація гривні: на неї припадає 68,4 і 189,1% загального приросту боргу в 2014 і 2015 рр. 25,2 і 37,6% зростання обсягу державного боргу пояснюється взяттям урядом умовних зобов'язань (див. далі). Ефект зниження реального ВВП для відносних показників боргу також виявився доволі значущим: у 2015 р. 54,5% загального приросту боргу обумовлювалося зменшенням реального ВВП, у 2014 р. аналогічний показник становив 7,4%. Внесок первинного балансу бюджету у збільшення обсягу державного боргу коливався від +7,7% у 2014 р. до -27,7% у 2015 р.

З теорії відомо, що високий розмір державного боргу є небезпечним для економіки країни з огляду на такі чинники:

- в умовах високого боргового навантаження уповільнюються темпи економічного зростання, внаслідок підвищення ступеня економічної непевності і зменшення приватних інвестицій;
- за високого розміру боргу виникає необхідність у генеруванні надлишку поточного рахунку платіжного балансу чи профіциту бюджету для погашення та обслуговування накопичених боргів, що може скорочувати інвестиційний і споживчий попит в економіці;
- підвищується вразливість економіки до впливу зовнішніх шоків – відсоткових ставок, цін на експортовані товари, рівня попиту у країнах-партнерах;
- високе боргове навантаження позбавляє уряд можливості для проведення антициклічної фіскальної та монетарної політики, що в кризових умовах поглиблює економічний спад;

відсоткових ставок, в результаті якої при різкому підвищенні темпів інфляції рівень реальних відсоткових ставок знижується.

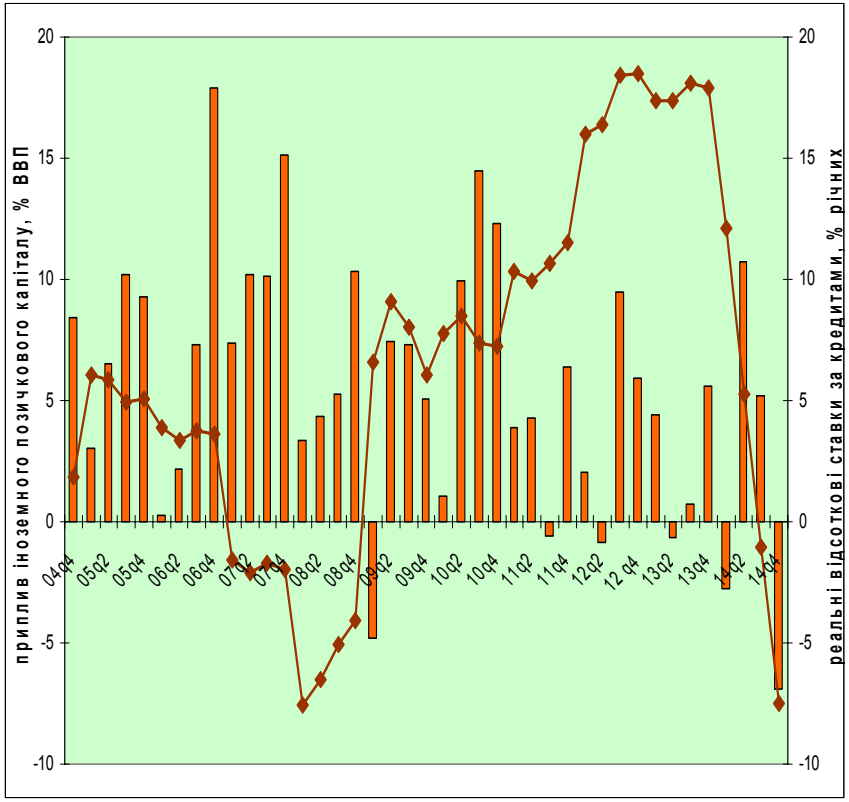

Рис. 1.14. **Реальні відсоткові ставки за банківськими кредитами і нетто-приплив іноземного капіталу у 2004–2014 рр.**

Джерело: складено автором за даними НБУ і Державного комітету статистики України.

У результаті проведеного емпіричного дослідження було специфіковано таку регресійну модель:

INTER_R =-0.80*INFLAT - 0.17*FOR_BOR(-1) + 15.48 + 0.44*MA(1)*(1.6)*

R2 = 0,92; F-statistics = 130,8,

де INTER_R – реальні відсоткові за гривневими кредитами банків нефінансовим підприємствам терміном від 1 до 5 років, *% річних*;

INFLAT – темп приросту індексу споживчих цін у відповідному році, *% до грудня попереднього року;*

FOR_BOR(-1) – зовнішні нетто-запозичення банків і підприємств з лагом у 1 квартал, *% ВВП*;

MA(1) – компонент ковзкого середнього I порядку.

Статистичні критерії та оцінки моделі (1.6) представлено у табл. 1.15.

Коефіцієнт FOR_BOR(-1) вказує на те, що ***зовнішні нетто-запозичення обсягом 1% ВВП у наступному кварталі призводять до зниження реальних відсоткових ставок за банківськими кредитами на 0,17%.***

Таблиця 1.15

Модель валового нагромадження основного капіталу

Залежна змінна: INTER_R
Вибірка: 2005Q1 2014Q4
Включені спостереження: 40

Змінна	Коефіцієнт	Стд. похибка	t-статистика	Ймовірність
INFLAT	-0.796	0.064	-12.45	0.000
FOR_BOR(-1)	-0.169	0.070	-2.401	0.022
C	15.48	0.882	17.55	0.000
MA (1)	0.442	0.168	2.638	0.012

Коефіцієнт детермінації	0.92	Середнє залежної змінної	6.03
Скоригований коефіцієнт детермінації	0.91	Станд. відхилення зал.зм.	7.79
Станд. похибка регресії	2.35	Критерій Акаіке	4.64
F-статистика	130.8	Критерій Дарбіна-Уотсона	1.60

Джерело: власні оцінки.

Наведені результати свідчать про те, що надходження зовнішніх фінансових ресурсів до економіки України є чинником зниження вартості кредитних ресурсів у економіці, а вилучення іноземних фінансових вкладень призводить до зростання загального рівня відсоткових ставок. Зазначені ефекти відображають позитивний вплив конкуренції між внутрішніми і зовнішніми кредиторами на рівень відсоткових ставок, а також тісний ступінь взаємозв'язку між обсягами пропозиції позичкових коштів і відсотковою ставкою за позиками.

При дослідженні макроекономічних наслідків зовнішніх запозичень було підтверджено взаємозв'язок між нетто-надходженням іноземного позичкового капіталу до всіх секторів економіки і кумулятивною зміною реального ефективного обмінного курсу (РЕОК) гривні відносно грудня 2004 р. Коефіцієнт парної кореляції зазначених змінних становить 0,68

Закінчення табл. 5.3

Показник	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
Зовнішній борг	**12 521.10**	**9 688.33**	**7 986.75**	**9 018.31**
1. Заборгованість за позиками, одержаними від міжнародних фінансових організацій	5 074.17	2 029.98	2 543.71	5 867.76
Європейське співтовариство з атомної енергії	47.47	39.83	28.63	19.03
Європейський банк реконструкції та розвитку	113.13	97.86	88.31	126.93
Міжнародний банк реконструкції та розвитку	185.62	243.74	368.31	392.45
Міжнародний валютний фонд	4 727.95	1 648.54	2 058.45	5 329.35
2. Заборгованість за позиками, одержаними від органів управління іноземних держав	247.83	247.83	243.69	194.96
3. Заборгованість за позиками від іноземних банків, інших іноземних фінансових установ	3 670.91	3 881.65	3 273.35	2 842.74
ВАТ "Газпромбанк"	0.00	500.00	500.00	500.00
Експортно-імпортний банк Китаю	1 500.00	1 552.12	1 552.12	1 552.12
Сбербанк Росії	636.00	582.29	474.86	367.43
4. Заборгованість за випущеними цінними паперами на зовнішньому ринку	3 403.02	3 403.02	1 808.00	0.00
5. Заборгованість, не віднесена до ін. категорій	125.17	125.85	118.00	112.86

Джерело: Міністерство фінансів України.

Основною причиною трикратного збільшення гривневої суми державного і гарантованого боргу за період 2013–2015 рр. при несуттєвому зростанні доларової величини боргу є стрімка девальвація національної валюти. Більш ніж двократне збільшення відносної величини боргу є також результатом падіння реального ВВП у 2014–2015 рр. і залучення державних позик для фінансування дефіциту бюджету і платіжного балансу, а також при знятті урядом умовних зобов'язань.

На рис. 5.3 і в табл. 5.4 проведено декомпозицію загального приросту відносної величини державного боргу за внеском зниження реального ВВП, девальвації обмінного курсу гривні, внеску ефективної відсоткової ставки за державним боргом, первинного балансу бюджету і взяття урядом умовних зобов'язань. Розрахунки проводилися на основі рівнянь боргової динаміки з використанням фактичних даних Міністерства фінансів, НБУ і Державної служби статистики України. Виявилося, що найбільш вагомим фактором

Таблиця 5.3

Державний та гарантований державою борг України у 2012-2015 рр.,
млн дол. США

Показник	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
Загальна сума державного та гарантованого державою боргу	***64 370.1***	***73 036.5***	***69 693.9***	***65 375.6***
Державний борг	**49 946.0**	**60 079.9**	**60 058.2**	**55 576.0**
Внутрішній борг	**23 808.24**	**32 148.08**	**29 235.63**	**21 166.13**
1. Заборгованість за випущеними цінними паперами на внутрішньому ринку	23 427.69	31 784.06	29 059.50	21 055.92
2. Заборгованість перед банківськими та іншими фінансовими установами	380.56	364.01	176.13	110.21
Зовнішній борг	**26 137.7**	**27 931.8**	**30 822.5**	**34 409.9**
1. Заборгованість за позиками, одержаними від міжнародних фінансових організацій	10 020.92	7 744.73	10 723.23	14 042.88
Європейське Співтовариство	0.00	0.00	1 658.79	2 414.65
Європейський банк реконструкції та розвитку	533.81	596.35	594.16	582.20
Європейський інвестиційний банк	400.76	535.86	485.33	505.69
Міжнародний банк реконструкції та розвитку	3 031.84	3 070.13	4 332.61	5 197.65
Міжнародний валютний фонд	6 054.50	3 542.39	3 651.89	5 341.84
Фонд чистих технологій (МБРР)	0.00	0.00	0.45	0.85
2. Заборгованість за позиками, одержаними від органів управління іноземних держав	1 138.43	910.66	1 038.29	1 362.82
3. Заборгованість за позиками, одержаними від іноземних комерційних банків, інших іноземних фінансових установ	0.07	0.07	0.06	0.06
4. Заборгованість за випущеними цінними паперами на зовнішньому ринку	13 090.98	17 378.84	17 281.82	17 302.43
5. Заборгованість, не віднесена до ін. категорій	1 887.34	1 897.52	1 779.13	1 701.68
Гарантований державою борг	**14 549.31**	**13 082.44**	**9 753.76**	**9 912.43**
Внутрішній борг	**2 028.20**	**3 394.11**	**1 767.02**	**894.12**
1. Заборгованість за випущеними цінними паперами на внутрішньому ринку	1 247.49	2 644.28	1 367.72	683.31
2. Заборгованість перед банківськими та іншими фінансовими установами	780.59	749.71	399.23	210.76
3. Заборгованість, не віднес. до інших категорій	0.12	0.12	0.06	0.04

(табл. 1.16). Статистично значущими факторами впливу на приріст індексу РЕОК гривні (REER_CUM) виявилися: реальний ВВП з лагом в І кв. відповідно до концепції Баласси – Самуельсона (GDP_REAL) та обсяг державного боргу (DEBT_PUB) як складова чистих зовнішніх зобов'язань країни, що у довгостроковому періоді чинять знижувальний тиск на обмінний курс гривні.

Таблиця 1.16

Матриця коефіцієнтів парної кореляції зміни реального обмінного курсу гривні

Показник	REER_CUM	GDP_REAL(-1	DEBT_PUB	FOR_BOR_T
REER_CUM	1	0.45	-0.86	0.68
GDP_REAL(-1)	0.45	1	-0.39	0.66
DEBT_PUB	-0.86	-0.39	1	-0.76
FOR_BOR_T	0.68	0.66	-0.76	1

Джерело: оцінка автора.

Специфікована регресійна модель зміни РЕОК гривні має вигляд:

$$REER_cum = 0{,}36^* GDP_REAL(-1) - 0{,}52^* DEBT_PUB + 0{,}15^* FOR_BOR_T + 24{,}45 + 0{,}64^* AR(1) \qquad (1.7)$$

$$R2 = 0.92; \quad F\text{-статистика} = 96{,}8,$$

де REER_cum – комулятивна зміна індексу РЕОК гривні відносно грудня 2004 р. у відповідному кварталі, *%*;

- GDP_REAL(-1) – темп приросту реального ВВП до відповідного кварталу попереднього року, *з лагом в один квартал, %;*
- DEBT_PUB – обсяг державного і гарантованого державою боргу, *% до ВВП на кінець кварталу;*
- FOR_BOR_T – нетто-приплив іноземного позичкового капіталу до всіх секторів економіки, *% до ВВП за квартал*;
- AR(1) – компонент авторегресії І порядку.

Статистичні критерії та оцінки моделі (1.7) представлено у табл. 1.17.

Коефіцієнт змінної FOR_BOR_T свідчить про те, що ***нетто-надходження іноземного позичкового капіталу до економіки України обсягом 1% ВВП зумовлюють підвищення (ревальвацію) кумулятивного індексу РЕОК гривні на 0,15 в. п., а нетто-відплив іноземного капіталу – відповідне зниження (девальвацію) РЕОК гривні***.

Таблиця 1.17

Модель динаміки РЕОК гривні

Залежна змінна: REER_cum Вибірка: 2005Q2 2014Q4 Включені спостереження: 38 після коригувань				
Змінна	Коефіцієнт	Стд. похибка	t-статистика	Ймовірність
GDP_REAL(-1)	0.362	0.128	2.837	0.008
DEBT_PUB	-0.521	0.086	-6.064	0.000
FOR_BOR_T	0.147	0.092	1.592	0.121
C	24.45	3.062	7.986	0.000
AR (1)	0.644	0.086	7.444	0.000
Коефіцієнт детермінації	0.92	Середнє залежної змінної	9.54	
Скоригований коефіцієнт детермінації	0.91	Станд. відхилення зал.зм.	10.51	
Станд. похибка регресії	3.08	Критерій Акаіке	5.21	
F-статистика	96.79	Критерій Дарбіна-Уотсона	1.82	

Джерело: власні оцінки.

Отже, у рамках емпіричного дослідження макроекономічних ефектів зовнішніх корпоративних запозичень встановлено, що залучення різних форм іноземного позичкового фінансування чинить відчутний вплив на рівень відсоткових ставок за банківськими кредитами, динаміку реального обмінного курсу гривні і темпи валового нагромадження основного капіталу. Нетто-відплив іноземного позичкового капіталу в 2014–2015 рр. став чинником девальвації РЕОК гривні, скорочення валового нагромадження-основного капіталу та підвищення реальних відсоткових ставок на фінансовому ринку України. Розроблені моделі дозволяють також зробити висновок про те, що перетікання іноземних капіталів є чинником різких коливань вартості національної валюти та мають проциклічний вплив на динаміку реального ВВП в Україні.

девальвація гривні, економічний спад і збільшення військових витрат обумовили критичне загострення проблеми боргового навантаження.

Відносні показники обсягу державного боргу України також засвідчують досить песимістичну тенденцію: якщо на кінець 2012 р. державний і гарантований державою борг становив 36,6% ВВП, то на кінець 2015 р. – вже 79,4% ВВП. За останніми даними МВФ середній рівень боргу загального уряду для країн з ринками, що формуються, і середнім рівнем доходів становив 44,8% ВВП[171].

За результатами численних емпіричних досліджень для країн з низьким і середнім рівнем доходів економічно прийнятний рівень державного боргу не перевищує 40% ВВП, а рівень у 60% ВВП вважається критичним. Фахівці МВФ показали, що 55% дефолтів у групі країн з ринками, що формуються, відбувалися у країнах з обсягом державного боргу до 60% ВВП; а середній рівень державного боргу напередодні дефолту становив 50% ВВП[172].

Провівши власне емпіричне дослідження, фахівці ОЕСР показали, що граничний рівень державного боргу для країн з ринками, що формуються становить 30–50% ВВП (для країн єврозони – 50–70% ВВП, а для інших розвинених країн – 70–90% ВВП)[173].

Повертаючись до аналізу причин зростання державного боргу України, слід зазначити, що гривнева сума державного і гарантованого боргу за останні три роки збільшилася втричі. Проте доларовий еквівалент боргу збільшився лише на 1 млрд дол. США – з 64,4 млрд дол. США до 65,4 млрд дол. США (табл. 5.3). Абсолютного приросту в доларовому еквіваленті за останні роки було досягнуто за такими статтями: заборгованість за позиками МФО – +4,8 млрд дол. США, прямий борг за цінними паперами на зовнішньому ринку – +4,3 млрд дол. США. При цьому з кінця 2012 до кінця 2015 р. на 2,4 млрд дол. США скоротилася заборгованість за цінними паперами на внутрішньому ринку.

[171] International Monetary Fund (2016). Fiscal Monitor, April. P. 89. Retrieved from http://www.imf.org/external/pubs/ft/fm/2016/01/fmindex.htm

[172] Public Debt in Emerging Markets: Is It Too High? Retrieved from http://www.imf.org/external/ pubs/ft/weo/2003/02/pdf/chapter3.pdf

[173] Fall, F., Fournier, J. (2015). Macroeconomic uncertainties, prudent debt targets and fiscal rules. *OECD Economic Department Working Paper*, July.

ріння населення є основними джерелами ризиків для стійкості державних фінансів у середньостроковій перспективі. Існування високого боргового навантаження гальмує темпи економічного зростання розвинених країн, породжує тиск на рівень відсоткових ставок, викликає підвищення ризиків ліквідності і платоспроможності держави, обумовлює зростання вразливості державних фінансів до впливу шокових ситуацій і звуження фінансових можливостей держави у майбутньому.

Подолання боргових проблем європейських країн ускладнюється формуванням «петлі зворотних зв'язків» між станом суверенного боргу і стабільністю банківського сектора: зниження довіри інвесторів до стійкості державних фінансів після покладання на них тягаря банківських проблем стало причиною зростання спредів за державними облігаціями, що негативно відбивалося на балансах банків – утримувачів державних облігацій; вартість оптового фінансування для банків різко підвищилася, а рівень їхньої кредитоспроможності знизився.

Оцінюючи перспективи боргової ситуації у розвинених країнах, слід зазначити, що бюджетна консолідація та відновлення економічного зростання допоможуть пом'якшити гостроту боргових проблем у більшості країн. Однак у країнах з найвищим рівнем боргового навантаження і повільним прогресом консолідації фінансового сектора та проведення структурних реформ вирішення боргових проблем буде неможливим без проведення таких заходів, як уведення прихованих податків на заощадження і штучне зниження відсоткових ставок, інфляційне знецінення вартості боргу, реструктуризація державного боргу і його конверсія в майнові чи фінансові активи. Зазначені процеси, очевидно, не сприятимуть глобальній фінансовій стабільності та породжуватимуть нові виклики для установ глобального фінансового регулювання і національних урядів.

5.2. Проблеми державного боргу України та роль глобальних чинників у їхньому загостренні

В останні роки динаміка державного боргу України формувалася під впливом як глобальних процесів, так і специфічних внутрішніх факторів. Абсолютна сума державного і гарантованого державою боргу збільшилася з 515,5 млрд грн на кінець 2012 р. до 1571,8 млрд грн на кінець 2015 р. При цьому сума прямого державного боргу на кінець минулого року становила 1333,9 млрд грн, а сума гарантованого боргу – 237,9 млрд грн. Трикратна

ТРАНСФОРМАЦІЯ МІЖНАРОДНОЇ ВАЛЮТНОЇ СИСТЕМИ ТА АДАПТАЦІЯ ВАЛЮТНОЇ ПОЛІТИКИ УКРАЇНИ ДО НОВИХ УМОВ ГЛОБАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ

2.1. Формування багатополярної валютної системи, поширення регіональних валют і трансформація Європейської валютної системи

Дискусія щодо основних принципів та напрямів подальшого розвитку світової валютної системи після завершення демонетизації золота та повного або часткового (в цьому питанні думки експертів різняться) вичерпання суті та функцій Бреттон-Вудської валютної системи не втрачає своєї актуальності та гостроти. При цьому часто-густо дебати виходять за межі технічних та методологічних елементів суто валютної системи, засвідчуючи її зв'язок та важливість для глобальної економіки (та політики) в цілому.

У дискусії про майбутнє світової валютної системи лунають і думки про те, що її реструктуризація включає зміцнення позицій ООН, у тому числі шляхом створення Економічної Ради безпеки та зміни функцій МВФ у напрямі його перетворення у Світовий центральний банк. Наскільки проблема реформування світової валютної системи пов'язана з іншими глобальними проблемами, можна побачити хоча б з того, що вона послідовно привертала увагу таких всесвітніх форумів, як Саміт Землі (Ріо-де-Жанейро, 1992), Каїрська конференція з питань населення (1994), Світовий саміт з соціального розвитку (Копенгаген, 1995), Міжнародна конференція з питань фінансування розвитку (Монтерей, 2002) та Всесвітній саміт зі сталого розвитку (Йоганнесбург, 2002) – не кажучи вже про постійну увагу до цієї проблеми на засіданнях «Великої сімки» та «Великої двадцятки», або G20 (до якої поступово перейшли функції більш вузької за своїм складом G10, яка була головною міжнародною структурою, що визначала глобальну фінансову політику). Головним чином, однак, на цих форумах йшлося про фінансові потреби та механізми фінансування глобального розвитку.

Не залишаються поза увагою фахівців і проблеми реформування самого МВФ. Останні події підтвердили, що МВФ є незамінним глобальним інститу-

том, який зіграв визначальну роль у боротьбі з фінансовою кризою на глобальному рівні і, зокрема, з кризою суверенних боргів в Європі. Втім, як справедливо зауважує М.Гілман: «… МВФ – не моноліт, і в ньому багато глав представництв і провідних управлінців з різних країн, які категорично не сприймають політичного тиску. Це наочно проявилося у випадку з Україною[35]…. Зі свого боку я не впевнений, що можна опиратися силі тектонічних зрушень. Напевно, від Китаю, який головував у «Великій двадцятці» провідних економік у 2016 р., резонно очікувати нестандартного мислення і підходів»[36].

З суто технічної точки зору найбільша проблема полягає, мабуть, у тому, що МВФ не є кредитором останньої інстанції або, точніше, «останньої надії» (англ.: *lender of last resort)* у сенсі можливості надання необмеженої допомоги у разі фінансових ускладнень. МВФ має чітко визначені умови та обмежені ресурси кредитування. Усе це помітно відрізняє цю установу від центральних банків з їх дискреційною монетарною політикою і унеможливлює перетворення МВФ у щось подібне до Світового центрального банку. У всякому разі без його кардинального реформування. Насправді ж питання полягає, скоріш за все, у відсутності необхідних фінансових резервів[37] і у небажанні провідних промислово розвинених країн забезпечити їх акумуляцію для гарантування стабільності на ринках інших країн (які, до того ж, дедалі частіше виступають як нові конкуренти на світовому ринку). Іншим виходом є надання МВФ права дискреційної емісії міжнародних ліквідних засобів – спеціальних прав запозичення (СПЗ). Але на сьогодні можливості використання СПЗ досить обмежені, власне тому, що вони не є самостійною валютою, а лише правом на отримання кредиту у валюті одного з членів МВФ (за наявності її надлишку на рахунку МВФ понад встановлені кво-

[35] Мається на увазі питання щодо можливості кредитування України з боку МВФ за наявності несплаченого офіційного боргу (за «облігаціями Януковича», придбаними у 2013 р. Росією).

[36] Гилман М. Зеркало перемен. МВФ: есть ли еще время на реформы? // Россия в глобальной политике. – 2016. – № 3. – С. 207.

[37] За оцінками експертів МВФ, незважаючи на постійні підвищення квот, якби зберігалося закладене у 1944 р. співвідношення між капіталом МВФ та розміром національного доходу країн-членів, Фонд був би зараз **утричі** більшим; якби МВФ дотримувався формули обрахування квот, яка була встановлена при його створенні, то зараз Фонд був би більшим у **п'ять** разів; якби зберігалося співвідношення між капіталом МВФ та обсягами світової торгівлі – Фонд був би більшим у **дев'ять** разів. А між тим первісні функції МВФ не передбачали його функціонування як кредитора останньої інстанції.

Нещодавні дослідження, які проводилися в США, довели існування статистично значущого впливу прогнозованих значень дефіциту бюджету і державного боргу на рівень відсоткових ставок. М.Канзонері, Р.Камбі і Б.Діба[167], Т.Лойбех[168], Е.Енген і Г.Хаббард[169] отримали схожі висновки щодо впливу бюджетного дефіциту і державного боргу на рівень відсоткових ставок, а саме: зростання дефіциту відносно ВВП на 1 в.п. призводить до зростання очікуваного рівня реальних відсоткових ставок на 19–45 баз. пунктів, водночас збільшення державного боргу відносно ВВП на 1 в.п. викликає зростання реальних відсоткових ставок на 3–5 баз. пунктів.

Фахівці МВФ М.Кумар і Е.Балдассі провели емпіричне дослідження детермінант довгострокових відсоткових ставок за державними облігаціями на основі даних за 1980–2008 рр. для 31 країни[170]. Отримані дослідниками результати дозволяють стверджувати, що збільшення розміру бюджетного дефіциту і державного боргу викликає зростання номінальної доходності довгострокових облігацій як у розвинених країнах, так і в країнах з ринками, що формуються.

Зростання боргового навантаження з початку глобальної фінансово-економічної кризи не мало помітного впливу на рівень відсоткових ставок багатьох розвинених країн, унаслідок проведення м'якої грошово-кредитної політики більшістю центральних банків. Для країн з ринками, що формуються, ситуація була менш оптимістичною, внаслідок їхньої високої залежності від зовнішнього фінансування та посилення волатильності світового фінансового ринку,починаючи з другого півріччя 2007 р., що вплинуло на зростання величини спредів за фінансовими інструментами цих країн.

Отже, рекордний в історичному ракурсі рівень боргового навантаження розвинених країн (105,4% ВВП) поєднується з непевністю їх економічних перспектив і неспроможністю стримувати видатки держави, пов'язані зі старінням населення. Рефінансування рекордно високих рівнів державного боргу, а також стримування зростання бюджетного дефіциту в умовах ста-

[167] Canzoneri, M., Cumby, R. and Diba, B. (2002). Should the European Central Bank and the Federal Reserve Be Concerned about Fiscal Policy? Rethinking Stabilization Policy. Kansas City: Federal Reserve Bank of Kansas City.

[168] Laubach, T. (2004). The Effects of Budget Deficits on Interest Rates: A Review of Empirical Results. Public Debt. Rome: Bank of Italy. P. 427–445.

[169] Engen, E., Hubbard, G.(2004). Federal Government Debt and Interest Rates. *NBER Working Paper*, 1068. Cambridge, Massachusetts.

[170] Baldacci ,Emanuele and Kumar ,Manmohan S. (2010). Fiscal Deficits, Public Debt, and Sovereign Bond Yields. *IMF Working Pape,* August.

ВВП країн єврозони становили 1,7% у 2011 р., -0,5% у 2012, 0,1% у 2013, 1,4% у 2014 і 1,9% у 2015 р. Таким чином, перерозподіл ресурсів внутрішнього фінансового ринку на користь держави і зменшення обсягів кредитування приватного сектора в посткризовий період вели до уповільнення темпів економічного зростання.

У теорії основним каналом, за яким великий дефіцит бюджету і значний державний борг впливають на довгострокові відсоткові ставки, є канал національних заощаджень. У стандартній неокласичній моделі бюджетний дефіцит викликає зниження рівня внутрішніх заощаджень і зростання сукупного попиту[163]. Виникає надлишкова пропозиція державних цінних паперів, що призводить до зростання рівня реальних відсоткових ставок. Е.Енген і Г.Хуббарт показали, що фіскальна експансія витісняє приватні інвестиції, внаслідок чого стійкий запас капіталу зменшується, що у свою чергу веде до підвищення граничного продукту капіталу[164].

Вчені одностайні в тому, що зростання державного боргу відносно ВВП призводить до зниження довіри до уряду і підвищує ризикові премії для кредиторів держави. Великий розмір дефіциту бюджету і державного боргу, особливо в поєднанні із невизначеністю щодо темпів економічного розвитку, може призводити до критичного зростання кредитних ризиків. Для виміру суверенних ризиків у емпіричних дослідженнях часто використовують такі показники, як відношення державного боргу до ВВП або відношення боргу в іноземній валюті до ВВП[165].

Досить ґрунтовно взаємозв'язки між державним боргом і рівнем довгострокових відсоткових ставок на основі даних 19 країн ОЕСР у 1971–2004 рр. проаналізував Н.Кіношіта[166]. Для цього він побудував і знайшов розв'язання динамічної моделі загальної рівноваги, яка включала умову боргового нейтралітету. Результати моделювання показали, що при зростанні співвідношення державного боргу і ВВП на 1 в.п. стійкий рівень реальних відсоткових ставок збільшується на величину до 2 баз. пункти (0,02%).

[163] Douglas, E. and Mankiw, G. (1998). Government Debt. *NBER Working Paper,* 6470. Cambridge, Massachusetts.

[164] Engen, E., Hubbard, G. (2004). Federal Government Debt and Interest Rates. *NBER Working Paper*, 1068. Cambridge, Massachusetts.

[165] Poddar ,Tushar, Goswami, Mangal, Solé, Juan and Icaza, Victor. (2006). Echévarria. Middle East and Central Asia Department. Interest Rate Determination in Lebanon. *IMF Working Paper*, April.

[166] Kinoshita, Noriaki. (2006). Government Debt and Long-Term Interest Rates. *IMF Working Paper*, March.

ти). Таким чином, ми знову повертаємося до проблеми створення єдиної світової валюти (шлях до появи якої, скоріш за все, ще досить довгий і непередбачуваний). Повертаємося в буквальному сенсі, оскільки принципова розбіжність між планами американського фінансиста Г.Уайта та британця Дж.Кейнса полягала саме в цьому питанні. План Кейнса передбачав створення міжнародної валютної одиниці з власним золотим вмістом (Bancor – тобто французькою мовою «banc or» – «банківське золото»), у той час як план Уайта пропонував запровадження суто розрахункової квазігрошової одиниці – Unitas (таке собі поєднання значення цього англійського слова у сенсі – «єдність, згода» та скорочення від «unitof settlements» – «одиниця розрахунків»). Зрештою, зійшлися на американському доларі і, як навіть з певним полегшенням говорив Дж.Кейнс, виступаючи в Палаті лордів, «тепер немає потреби в якійсь новомодній міжнародній грошовій одиниці», оскільки мало кому подобалися пропозиції щодо «банкору», «унітас», «дофіну», «бізанту», «даріку» тощо. Хоча більш вірогідним виглядає варіант того, що Кейнс був схильним до СПЗ (SDR), хоча і не згадав цей варіант[38].

А власне тепер у разі повернення до ідеї міжнародної грошової одиниці пропонується вдосконалити механізм СПЗ, перетворити цю розрахункову одиницю на повноцінну валюту і доручити її емісію МВФ. Але цей варіант передбачає дуже високий ступінь, навіть не координації, а управління світовою кредитно-грошовою та фіскальною системами, на що навряд чи можна сподіватися в історично осяжний період часу. У всякому разі ситуація в зоні функціонування євро доводить, що досягнення такого рівня взаємодії окремих країн є не тільки економічною, але й політичною проблемою. По суті, це вимагає попереднього створення єдиного світового уряду – що відноситься скоріше до утопічного, аніж наукового світогляду.

Більш реалістичні перспективи – «виштовхування» долара з «валютного Олімпу» і заміна його монополії на «валютну олігополію», при якій функції міжнародних валют – ціни, розрахунків та накопичення більш-менш рівноправно виконували б декілька національних та регіональних валют (долар, євро, юань, а також, можливо, створені у майбутньому регіональні валюти країн Африки та Латинської Америки) – теж поки що недостатньо близькі. Отож чутки про «смерть» долара «виявилися трохи перебільшеними». Зокрема, подальше поширення міжнародного впливу

[38] Bemstein, E.M. (1984). Reflections on Bretton Woods. In *The International Monetary System: Forty Years After Bretton Woods. Proceedings of a Conference Held at Bretton Woods* (p. 17). New Hampshire.

євро стримується кризою в єврозоні та виходом Великої Британії з ЄС. Привабливість юаня останніми роками помітно збільшується, але все ще залишається досить низькою, якщо говорити про практичне використання китайської валюти міжнародними інвесторами. А гучні проекти щодо створення нових регіональних валют не проходять «сітку» критичного аналізу, який, як попереджав В.Шекспір, «блідими робить нас і барви поривів наших, а відважні плани по роздумах воліємо відкласти і зовсім поховати». За таких умов скликання принципово нового Бреттон-Вудсу відкладається на невизначений термін.

Розвиток тренду, пов'язаного з ослабленням США та інших країн Заходу, зі зростаючим значенням багатьох країн, що розвиваються, означає в планетарному масштабі докорінну зміну всієї структури світового економічного і політичного порядку, в цілому складну реконфігурацію світу. Зміни співвідношення сил у світовій економіці окреслюють перспективи розвитку валютної глобалізації, характерною тенденцією якої є валютний поліцентризм. Зокрема, у експертній доповіді Європейського центрального банку про міжнародну роль євро перехід до багатополярної міжнародної валютної системи визначено як довгострокову тенденцію[39].

Дані табл. 2.1 підтверджують те, що статус долара США як провідної світової резервної валюти залишається без змін: у 2015 р. його частка становила 64,3% (при цьому частка євро скоротилась до 19,8% у 2015 р. відносно 24,1% у 2013 р.)?

Скорочення часток долара США і євро в середньостроковому періоді ілюструє тенденцію до перетворення міжнародної валютної системи на багатополярну. З початку глобальної фінансової кризи зросла зацікавленість до нетрадиційних резервних валют: у період 2000–2015 рр. частка цих валют, у тому числі австралійського і канадського долара, зросла з 1,8 до 7%.

Валютна структура міжнародних розрахунків є ще одним свідченням руху до більшої багатополярності в міжнародній валютній системі. За даними SWIFT, долар США залишався найпопулярнішою валютою розрахунків у 2015 р., з часткою в 43%. Частка євро, тим часом, стабілізувалася на рівні близько 30%, а частка юаня продовжувала зростати, до понад 2%, при цьому майже зрівнявшись з часткою єни. Це узгоджується зі зростанням ролі китайської валюти в Азії і на світовій арені.

[39] European Central Bank (June 2016). The international role of the euro. Retrieved from https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/euro-international-role-201606.en.pdf?9dda6b4ee322455185065027edc249e1

ності і кон'юнктури фінансових ринків на рівень приватних інвестицій. Однак звертає на себе увагу той факт, що серед названих країн, які перебувають у стані «інвестиційної депресії», присутні країни з найвищим рівнем боргового навантаження.

Таблиця 5.2

Інвестиції держав, корпорацій і домогосподарств в єврозоні, *% ВВП*

Країна	2007	2008	2009	2010	2011	2013	2014	2015
ЄС – 28 країн	22.5	22.5	20.5	20.1	20.2	19.3	19.4	19.5
Єврозона	23.1	22.9	21.1	20.7	20.8	19.6	19.6	19.7
Бельгія	23.2	24	22.6	21.8	22.6	22.6	22.1	23.3
Німеччина	20.1	20.3	19.2	19.4	20.3	20.1	19.7	20
Естонія	36.6	31.2	22.7	21.2	26.2	28.6	27.6	24.4
Ірландія	28.7	24.8	21.1	17.6	17.2	19.5	18.2	20.5
Греція	26	23.8	20.8	17.6	15.3	12.6	12.2	11.6
Іспанія	31	29.2	24.3	23	21.5	19.8	18.8	19.1
Франція	36.6	31.2	22.7	21.2	26.2	28.6	27.6	24.4
Італія	21.6	21.2	20	19.9	19.7	18.4	17.2	16.6
Кіпр	25.5	27.2	23.4	22.3	18.9	15.1	14.1	11.7
Люксембург	20.1	21.5	19.7	17.6	19.5	20.6	19.5	19.5
Угорщина	23.7	23.3	22.8	20.3	19.8	19.4	20.9	21.8
Мальта	22.4	19.6	18.2	21.4	18.4	18.2	17.1	18.2
Нідерланди	21.8	22.3	21.3	19.7	20.3	18.9	17.9	18
Австрія	23	23.4	22.5	21.6	22.5	22.7	23.1	22.7
Португалія	22.5	22.8	21.1	20.5	18.4	15.8	14.8	15
Словенія	28.8	29.6	24.3	21.3	20.2	19.3	20	19.6
Словаччина	26.8	25.5	21.7	22.1	24	21.2	20.7	20.4
Фінляндія	24.2	24.4	22.8	21.9	22.2	22.3	21.2	20.6

Джерело: за даними Євростату: [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://ec.europa.eu/ eurostat/web/national-accounts/data/main-tables

З іншого боку, країни, уряди яких вважаються надійними позичальниками, зазнали найменшого зниження рівня інвестиційної активності упродовж 2007–2015 рр. Зокрема, частка валового нагромадження основного капіталу у ВВП за 2007–2015 рр. зменшилася лише на на 0,2 в.п. у Німеччині, на 1,6 в.п. у Франції, на 1,1 в.п. у Люксембурзі, на 0,4 в.п. у Австрії, на 0,6 в.п. у Швейцарії. Такий стан справ частково пояснюється тим, що зазначені країни мають профіцит міжнародної інвестиційної позиції, а приплив іноземного капіталу на фінансові ринки цих країн компенсував відволікання внутрішнього позичкового капіталу на рефінансування більших обсягів державного боргу.

В умовах поширення боргової кризи і витіснення державними позиками приватних інвестицій у багатьох країнах ЄС темпи зростання реального

якщо тільки вищі ризикові премії не компенсуються проведенням більш м'якої монетарної політики[160]. Автори наголошують, що підвищення суверенних ризиків збільшує спреди за приватними кредитами, оскільки такі ризики впливають і на витрати фінансового посередництва.

Існування каналу трансмісії суверенних ризиків на ставки кредитування підприємницького сектора підтверджують й інші емпіричні дослідження. Так, С.Нері кількісно оцінив, що у період 2010–2011 рр. зростання суверенних спредів у вражених кризою країнах єврозони призвело до підвищення ставок запозичень нефінансових підприємств на 130 б. п. і ставок запозичень домогосподарств на 60 б. п.[161].

Зростання відсоткових ставок на фінансових ринках єврозони збільшувало доходи кредиторів держави, однак негативно впливало на розвиток національних економік. Адже переспрямування фінансових потоків на кредитування уряду означає **витіснення державними позиками внутрішніх інвестицій**, що виливається у зниження темпів економічного зростання.

Так, середній рівень відсоткових ставок за 10-річними облігаціями уряду Португалії помітно зріс у 2010 р. – з 4,2 до 5,4%. У 2011–2012 рр. рівень відсоткових ставок сягнув пікових значень – 10,2 і 10,6%, а в наступному році зменшився до 6,3%[162]. При цьому в країнах єврозони (17 країн) інвестиції корпоративного сектора зменшилися з 12,1–12,2% ВВП у 2007–2008 рр. до 10,6% ВВП у 2009 і 2010 рр. У 2011–2012 рр. обсяг корпоративних інвестицій становив 11,0 і 10,7% ВВП відповідно. У табл. 5.2 наведено дані щодо динаміки сумарних інвестицій держави, корпорацій і домогосподарств в країнах єврозони та у цілому в ЄС-28 у період 2007–2015 рр.

Якщо аналізувати динаміку частки валового нагромадження основного капіталу у ВВП упродовж 2007–2015 рр., то серед країн ЄС найбільше ця частка зменшилася у Болгарії – на 7,3 в.п., у Ірландії – на 7,5 в.п., у Греції – на 14,5 в.п., у Іспанії – на 11,3 в.п., на Кіпрі – 12,2 в.п., у Португалії – 7,2 в.п., у Словенії – 9,3 в.п., у Ісландії – на 10,3 в.п. Звичайно, у випадку цих країн можна говорити не лише про витіснення державними позиками приватних інвестицій, а й про негативний вплив загальної економічної непев-

[160] Corsetti, Giancarlo, Kuester, Keith, Meier, Andreand Mueller, Gernot J. (2012). Sovereign Risk, Fiscal Policy, and Macroeconomic Stability. *IMF Working Paper*, January.

[161] Neri S. The Impact of the Sovereign Debt Crisis on Bank Lending Rates in the Euro Area,' mimeo / Banca d'Italia. 2013.

[162] Євростат [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tec00097 &plugin=1

Таблиця 2.1

Динаміка частки валют у валютних резервах країн світу у 2000–2015 рр., %

Валюта	2000	2005	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Усі країни								
Долар	71,1	66,9	61,8	62,3	61,9	61,4	64,2	64,3
Євро	18,3	24,1	26,0	24,7	23,9	24,1	21,9	19,8
Англійський фунт стерлінгів	2,8	3,6	3,9	3,8	4,0	3,9	3,8	4,9
Японська єна	6,1	3,6	3,7	3,6	3,9	3,8	3,9	4,0
Інші	1,8	1,9	4,4	5,4	6,1	6,5	7,0	7,0
Розвинені країни								
Долар	69,8	69,3	65,0	66,5	63,5	62,0	63,5	64,5
Євро	18,4	21,2	23,9	22,3	23,7	23,8	22,7	21,7
Фунт стерлінгів	2,8	2,7	2,5	2,5	3,0	3,0	2,9	3,1
Японська єна	7,3	4,7	4,5	4,4	4,7	4,7	4,5	4,7
Інші	1,8	2,1	3,9	4,1	5,0	5,7	6,2	5,9
Країни з ринком, що формується, і країни, що розвиваються								
Долар	74,8	62,7	58,3	57,5	60,1	60,8	63,0	64,2
Євро	18,1	29,2	28,4	27,4	24,2	23,7	20,8	19,0
Фунт стерлінгів	2,6	5,1	5,5	5,3	5,2	5,0	4,9	5,0
Японська єна	2,8	1,5	2,8	2,7	3,0	2,8	3,0	3,4
Інші	1,7	1,5	5,0	6,9	7,4	7,4	8,2	8,3

Джерело: складено автором на основі IMF COFER database.

З теоретичної точки зору перспективним залишається створення «світових фідуціарних грошей» (які будуть емітуватися, наприклад, МВФ), але практичне впровадження такого варіанта поки що не має перспектив (унаслідок необхідності для цього кардинальних змін організаційної та функціональної структури МВФ, що виглядає малоймовірним на тлі гальмування помітно менших змін, які вже багато років пропонуються низкою країн, що розвиваються). Тим більше, що навіть за позитивного розвитку подій перетворення SDR на «світові гроші» вважається, скоріше, альтернативою долару США та іншим національним валютам, які використовуються у міжнародному обігу, аніж поповненням кола таких валют.

Проте статус валют та їх вплив на зовнішньоекономічні процеси набирають дедалі більшого значення, внаслідок чого загострилася проблема суперечностей та протистояння країн у галузі валютної політики. Після того як у 2010 р. про «міжнародні валютні війни» заговорив міністр фінансів Бразилії Г.Мантега, цей термін почали використовувати досить широко.

З'явились навіть монографії, присвячені цій тематиці. Зокрема, найбільшу увагу привернули роботи професора Каліфорнійського університету в Берклі Б.Айхенгріна (Eichengreen B. «Exorbitant Privilege. The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System» – N.Y., Oxford University Press, 2011) та американського інвестиційного банкіра Дж.Рікардса (Rickards J. «Currency Wars. The Making of the Next Global Crisis». N.Y., Pinguin, 2011). Певну зацікавленість викликала також робота китайського автора Сон Хон-біня, виконана в руслі конспірологічної теорії (Song Hongbing. «Currency Wars, 2007, 200» // Currency Wars 2: World of Gold Privilege, 2009 // Currency Wars 3: Financial High Frontier, 2011), у зв'язку з чим вона не була сприйнята як серйозне дослідження цієї проблематики. Крім того, надрукована китайською, корейською та японською мовами, книга залишається маловідомою фахівцям у своєму первісному повному обсязі. ***Втім, видається, що сам термін «валютна війна» не повною мірою віддзеркалює суть проблеми, оскільки насправді у світлі досліджень, результати яких викладені вище, необхідно говорити про «монетарні війни».***

Під «**монетарною війною**» ми розуміємо *гострий конфлікт у сфері валютно-грошових відносин між державами та/або фінансово-промисловими та політичними групами, в основі якого лежать дії, спрямовані на докорінну зміну існуючого стану справ (status quo).* Тобто, спираючись на відому формулу Карла фон Клаузевіца, монетарна війна – це продовження монетарної політики іншими, руйнівними засобами, а саме: організоване, економічне насилля, метою якого є досягнення політичних та економічних цілей, яких не вдається досягти в рамках існуючих валютно-грошових відносин.

Відповідно до військово-політичної термінології можна виділити монетарні війни (рис. 2.1) – залежно від складу «воюючих» сторін: «громадянські» (грошові) та зовнішні («валютні»), а також двосторонні, багатосторонні та світові; залежно від інтенсивності[40]та потенційних наслідків: «локальні» (загострення окремих проблем), «повномасштабні» (загострення відносин на всіх напрямах грошово-валютних відносин) і «тотальні» («повномас-

[40] Ступінь інтенсивності вимірюється тим рівнем загрози, який ця монетарна війна створює для *національної економічної безпеки*, під якою ми розуміємо *стан відсутності реальної загрози повної дестабілізації та руйнування механізмів дії економічної системи цієї держави, наслідком чого може стати колапс політичної системи та розпад держави (або втрата нею свого політичного суверенітету)*.

ності держави, вимагають підвищених відсоткових ставок для компенсації кредитних ризиків, і держава в умовах суттєвого зростання вартості обслуговування боргу дійсно втрачає платоспроможність.

Очевидно, що за умов незмінності чи скорочення обсягів позичкового капіталу в економіці перерозподіл кредитних потоків між державою і підприємствами зменшує доступність позичкових коштів для корпоративного сектора економіки. Зокрема, з початку європейської боргової кризи в 2010 р. у багатьох країнах ЄС спостерігалося **підвищення вартості позичкових коштів для корпоративного сектора**.

Ф.Бронер, А.Ерк, А.Мартін і Дж.Вентура показали, що у країнах групи GIIPS (Греції, Італії, Ірландії, Португалії, Іспанії) з 2010 р., коли почали зростати суверенні спреди, підвищувалися і відсоткові ставки для корпоративного сектора. Наприклад, в Італії корпоративні спреди зросли з нульового рівня у березні 2010 р. до 3% у березні 2013 р. (корпоративні спреди обчислюються як різниця між середньою ставкою банківських кредитів для корпоративного сектора і відсотковою ставкою за суверенними зобов'язаннями Німеччини). В Іспанії за цей же період відбулося підвищення спреду з -1% до 1,9%. У Португалії корпоративні спреди зросли з 0 до 4%, а у Греції з 0 до 5% у період з березня 2010 р. до березня 2013 р.[159].

Взаємозв'язки між банківськими спредами і суверенними спредами можуть бути пояснені такими чинниками:

- рейтингові агенції встановлюють рейтинги банків на основі суверенних рейтингів, що автоматично створює зв'язки між ними;
- на фінансовому ринку доходність державних облігацій є орієнтиром для відсоткових ставок за позиками банків, що відповідним чином впливає на прибутковість їх діяльності;
- падіння цін на державні облігації (підвищення їх доходності) знижує вартість державних цінних паперів у банківських портфелях, що відображається на ризиках банківської діяльності;
- уряди із значними фіскальними проблемами, які сплачують вищу вартість за новими позиками, мають обмежені можливості для підтримки банківської системи у кризових умовах, що підвищує ризиковість банків.

Г.Корсетті, К.Койстер, А.Майер і Г.Мюллер показали, що підвищення суверенних ризиків збільшує вартість запозичень для приватного сектора,

[159] Broner, Fernando, Erce, Aitor, Martin, Alberto and Ventura, Jaume. (2013). Sovereign Debt Markets in Turbulent Times: Creditor Discrimination and Crowding-Out. *IMF Working Paper*, December.

мічної волатильності. С.Классенс та інші показали, що високий розмір державного боргу негативно впливає на темпи внутрішнього інвестування й економічне зростання, внаслідок посилення економічної непевності, зниження ліквідності уряду і зменшення державних інвестицій[154].

К.Райнхарт, В.Райнхарт і К.Рогофф розглянули 26 випадків перевищення урядами розвинених країн економічно безпечного рівня державного боргу – 90% ВВП, у часовому ракурсі 1946–2011 рр. Вони з'ясували, що у період боргового нависання економіка країни у середньому зростала на 1,2% повільніше, ніж у період, коли боргове нависання було відсутнє[155]. Хоча достовірність результатів досліджень К.Райнхарт і К.Рогоффа нещодавно піддали сумніву Т.Хердон, М.Аш і Р.Поллін[156], гострота дебатів щодо впливу боргового нависання на динамізм економічного розвитку від цього не стала меншою. С.Сечетті та інші показали, що за рівня державного боргу понад 96% ВВП він стає гальмом для економічного зростання[157]. Схожі висновки отримали А.Баум, К.Чечеріта і Ф.Розер: на прикладі країн єврозони вони показали, що при перевищенні державним боргом позначки в 95% ВВП, темпи економічного зростання країни уповільнюються[158].

У теоретичному плані виявлений вплив пояснюється тим, що, по-перше, значний обсяг державного боргу посилює вразливість державних фінансів до впливу майбутніх шоків і обмежує здатність уряду використовувати антициклічну бюджетну політику. По-друге, більший розмір державного боргу вимагає більшої величини первинного профіциту бюджету, яка необхідна для стабілізації рівня боргу. По-третє, за високих обсягів державного боргу уряд ризикує увійти в стан «поганої» рівноваги під впливом очікувань, які самореалізуються: учасники ринку низько оцінюють ступінь платоспромож-

[154] Claessens, S., Detragiache, E., Kanbur, R., Wickham, P.(1996). Analytical aspects of the debt problems of heavily indebted poor countries. *The World Bank, Policy Research Working Paper Series*,1618.

[155] Reinhart, C., Reinhart, V., Rogoff, K. (2012). Public Debt Overhangs: Advanced-Economy Episodes since 1800. *Journal of Economic Perspectives,* 26:3, 69–86.

[156] Herndon, T., Ash, M., Pollin, R. (2013). Does High Public Debt Consistently Stifle Economic Growth? A Critique of Reinhart and Rogoff. *Political Economy Research Institute Working Paper,*. 322.

[157] Cecchetti, S., Mohanty, M., Zampolli ,F. (2011). The Real Effects of Debt. Federal Reserve Bank of Kansas City, Economic Symposium 2011: Achieving Maximum Long-Run Growth. P. 145–96.

[158] Baum, A., Checherita, C., Rother, P. (2013). Debt and Growth: New Evidence from the Euro Area. *Journal of International Money and Finance*, 32, 809–821.

штабні» монетарні війни, орієнтовані на повне зруйнування грошової системи «супротивника»).

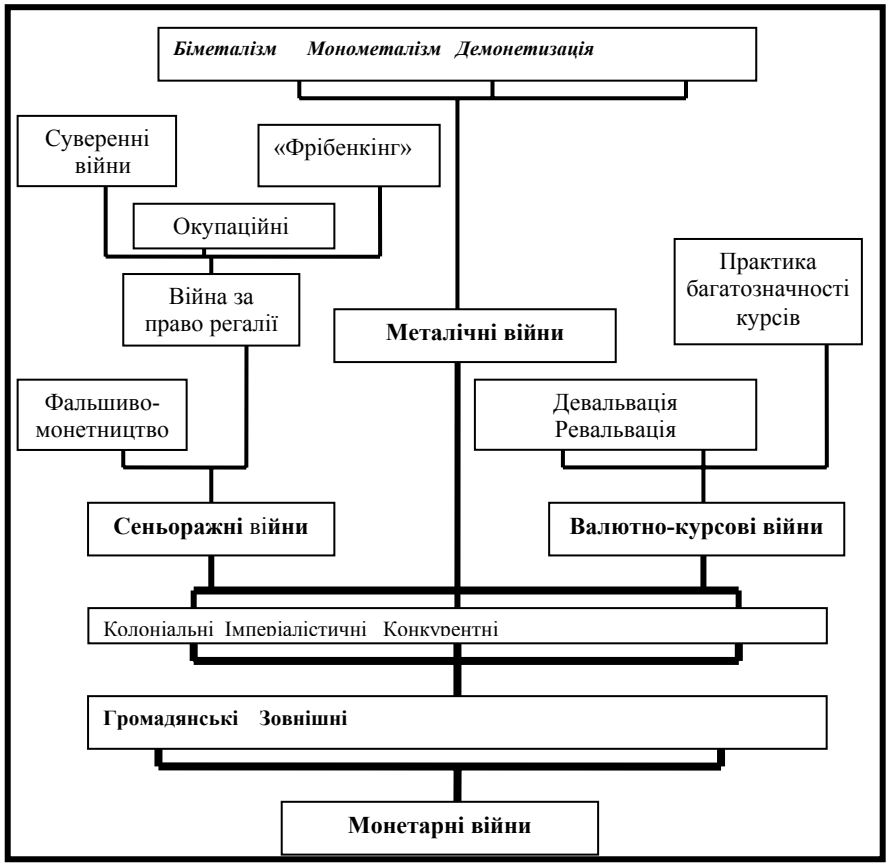

Рис. 2.1. **Класифікація монетарних війн**

Джерело: складено автором.

Можна також говорити про «імперіалістичні» та «колоніальні» монетарні (головним чином, валютні) війни, до яких доцільно віднести дії колоніальних метрополій щодо «насадження» своїх валют у заморських територіях, а пізніше – утримання валют новостворених незалежних держав в орбіті валюти колишньої метрополії.

У певному сенсі до категорії «імперіалістичних» валютних війн можна віднести події навколо розпаду єдиного валютного простору СРСР та створення валют нових незалежних держав-колишніх республік Союзу (в тому числі й

України). Проте ці процеси мали, насправді, більш складний характер, розгляд якого вимагає окремого дослідження. А найбільш яскраво вираженим прикладом «колоніальної» валютної війни можна вважати події, пов'язані з забороною випуску північно-американськими колоніями Британії власних грошових знаків – «колоніальних ордерів» (Colonial Scripts), що стало однією з причин війни за незалежність США. Іншими прикладами «колоніальних» війн є створення «зони франка» та «зони фунта стерлінгів», а в подальшому – розвиток системи «валютного бюро» (яка активно використовувалась Великою Британією, а також деякими іншими країнами з метою забезпечення фактичної гегемонії власної валюти на світовому ринку).

Для України розуміння процесів, які відбуваються у сфері міжнародних валютних відносинах (і зокрема в Європейському валютному союзі) **важливе**, оскільки ***у зв'язку з імплементацією законодавчих норм ЄС*** необхідно буде проводити відповідні адаптаційні заходи у питаннях валютного регулювання. Найголовнішими завданнями в цій галузі є забезпечення критеріїв курсової волатильності (коливань співвідношення валютної пари «гривня/євро»), передбачених для країн ЄС, які не входять до зони функціонування спільної валюти. У свою чергу це передбачатиме здійснення відповідних заходів, спрямованих на різке збільшення частки євро в структурі зовнішніх розрахунків резидентів України, офіційних золотовалютних резервах, а також забезпечення практики визначення офіційного курсу гривні (та практики котирування гривні на валютному ринку України) відносно європейської валюти (а не долара США, як це робиться зараз).

У зв'язку з процесами валютної інтеграції у країнах ЄС слід зауважити: Римська угода щодо створення Європейського економічного союзу виходила з того, що питання врегулювання сальдо платіжного балансу (в тому числі шляхом регулювання валютного курсу), а також забезпечення довіри до національних валют належать до компетенції національних урядів та центральних банків, які співпрацюють на двосторонній основі. Проте це не означало повної відмови від співробітництва європейських країн у питаннях валютної політики. Результатом такого підходу стали такі ініціативи стосовно подальшого майбутнього європейської інтеграції в цілому, як «план Шпіренбурга» (the Spierenburg Plan), «доповідь групи лорда Кромера» (the Report of Lord Cromer's Group) та «звіт Тіндеманса» (Tindemans Report) або концепція «паралельної валюти» Р.Манделла та Дж.Магніфіко, а також

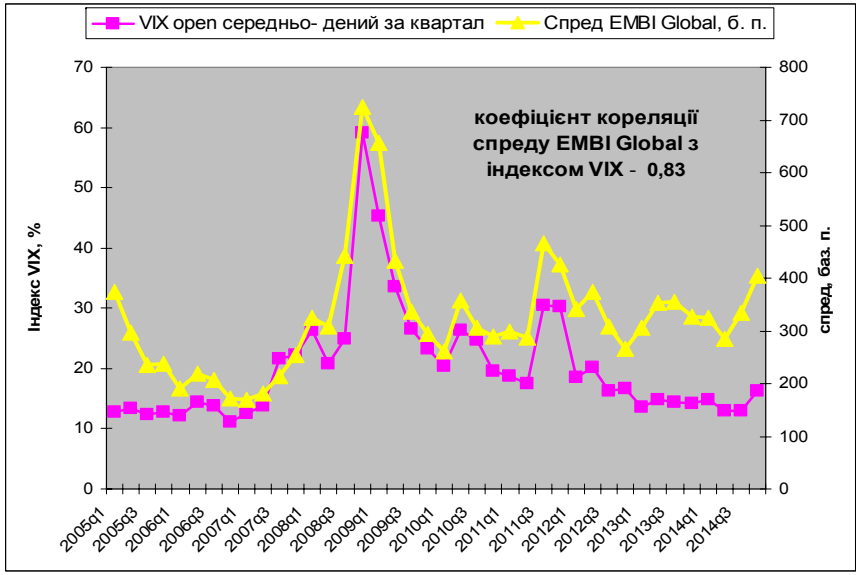

Рис. 5.2. **Динаміка глобального «апетиту до ризиків» (індексу VIX) та спреду EMBI Global у 2005–2014 рр.**

Джерело: складено автором за даними МВФ і Чиказької фондової біржі.

В цілому формування високого боргового навантаження у розвинених країнах генерує такі ризики й потенційно небезпечні наслідки для світової економіки:

- ***посилення ступеня економічної непевності та тиску на рівень світових відсоткових ставок;***
- ***зменшення банківського кредитування корпоративного сектора, що негативно впливає на рівень інвестиційної діяльності;***
- ***підвищення ризиків ліквідності і платоспроможності урядів-позичальників,*** що погіршує перспективи боргової стійкості і макрофінансової стабільності;
- ***зменшення глобального «апетиту до ризиків» і підвищення волатильності світового фінансового ринку***, що негативно впливає на вартість зовнішнього фінансування для країн з ринками, що формуються.

З теорії відомо, що **надмірне боргове навантаження знижує потенціал економічного зростання**. Деструктивний вплив високого державного боргу реалізується через *зростання відсоткових ставок за позиками, стримування інвестиційної діяльності у країні* та посилення макроеконо-

них становить 0,67, що свідчить про доволі високий ступінь кореляційного зв'язку.

Вартість зовнішнього фінансування для країн з ринками, що формуються, часто оцінюється за величиною спреду «EMBI Global». Для перевірки гіпотези щодо взаємозв'язку спреду «EMBI Global» з волатильністю світового ринку використано часові ряди відповідних змінних. На рис. 5.2 графічно зображено їхню динаміку у період 2005–2014 рр. у квартальному розрізі.

Коефіцієнт парної кореляції спреду «EMBI Global» з індексом «VIX open» становить 0,83. Тобто у цьому разі можна говорити про те, що **через вплив на індекс волатильності ринку (або глобальний «апетит до ризиків») зміна боргового навантаження у розвинених країнах впливає й на вартість зовнішнього фінансування для країн з ринками, що формуються**.

Рис. 5.1. **Динаміка індексу VIX і квартального приросту державного боргу «великої сімки» у 2005–2013 рр**.

Джерело: складено автором за даними МВФ і Чиказької фондової біржі.

Для країн, інтегрованих до світової фінансової системи, з ліберальним фінансовим регулюванням такий взаємозв'язок поширюється і на доходність внутрішніх фінансових інструментів, які чутливо реагують на зміну вартості зовнішнього фінансування.

менш відомий т.зв. «Маніфест Дня Усіх Святих» (All Saints' Day Manifesto)[41]. Зрештою у червні 1989 р. Європейська Рада на своєму засіданні в Мадриді в цілому схвалила запропонований Комісією Делора проект створення Європейського валютного союзу. На практиці формування економічного та валютного союзу відбувалося відповідно до Маастрихтської Угоди.

У наукових публікаціях досить детально розглядалося питання функціонування спільної європейської валюти та проблеми подальшого розвитку єврозони. Слід очікувати, що вихід з ЄС Великої Британії (попри те, що вона не була членом Валютного союзу ЄС) матиме значний вплив на процеси модифікації єврозони: причому можна очікувати посилення як спротиву тих країн, які бажали б як можна довше утримуватися від приєднання до механізму спільної валюти, так і тиску з боку «ядра ЄС» (Німеччини та Франції) в напрямі перетворення участі в єврозоні в обов'язковий елемент членства в Європейському Союзі. Значною мірою перемога однієї з цих стратегій визначатиметься не стільки економічними, скільки політичними факторами, а саме вибором між збереженням ЄС як «Європи націй» або перетворенням його у «Сполучені Штати Європи».

У практичному плані на подальші події в цій царині помітно впливатимуть результати імплементації референдуму щодо виходу Великої Британії з ЄС (попри те, що Велика Британія не входила до зони функціонування євро). Очевидно, що її вихід (у разі повернення до більш міцних позицій фунту на світовому ринку) може бути використаний як додатковий аргумент у тих країнах, які не висловлюють ентузіазму щодо перспектив приєднання до єврозони. З іншого боку, продовження періоду проблемності фунту підсилить позиції «євроентузіастів». Водночас навіть відносне погіршення стану євро може призвести до того, що в ЄС буде прийнято правило щодо обов'язковості приєднання країн – членів ЄС до валютного союзу (тобто – до єврозони). У такому разі довгострокова стратегія валютної полі-

[41] У 1975 р. дев'ять європейських економістів виступили у британському тижневику «Економіст» з маніфестом, в якому пропонували введення паралельної спільної валюти – «the "Europa", – курс якої стосовно національних європейських валют буде плавати залежно від змін співвідношення купівельної спроможності (тобто індексуватися на рівень інфляції). Оскільки журнал вийшов 1 листопада, то статтю жартівливо назвали «Маніфест Дня Всіх Святих за Європейський валютний союз» («The All Saints' day manifest of or European monetary union»), маючи на увазі, що «Усіма Святими» будуть європейські уряди, якщо вони погодяться на ці пропозиції. Пізніше автори маніфесту у складі експертних груп опублікували дві доповіді з цієї проблематики для Єврокомісії (Optica Report 1975, Optica Report 1976).

тики України (згідно з євроінтеграційними намірами) також повинна передбачати приєднання до системи колективної валюти євро.

Слід також звернути увагу на те, що досвід створення спільної валюти в межах ЄС надав новий поштовх валютним інтеграціям в усьому світі: і старим (які існували немовби на периферії світової валютної системи, особливо не впливаючи на решту світу), і новим (ідеї створення яких стали прямим наслідком запровадження євро). Сьогодні поширюється тенденція щодо використання валют країн, що розвиваються, і країн з ринком, що формується, в межах окремих регіонів.

Одним із реалізованих проектів регіональних валют є південноамериканська валюта сукре (SUCRE). Сукре – це спільна грошова одиниця альянсу ALBA (восьми країн Латинської Америки і Карибського басейну). Ця валюта була введена в 2009 р. спільним рішенням глав держав і урядів країн ALBA і на сьогодні використовується при взаємних безготівкових розрахунках за товари між країнами через центральну клірингову палату і мережу авторизованих банків – членів палати. У готівковій формі сукре не випускається. Обмінний курс сукре прив'язаний до кошика валют країн – членів ALBA.

В африканській моделі фінансової інтеграції заслуговує на увагу досвід функціонування єдиної валютної зони (СМА) – валютно-економічного союзу, який об'єднує ПАР, Лесото і Свазіленд, також Співтовариства розвитку Півдня Африки (SADC) – торгово-економічного союзу 14 африканських країн, який у перспективі може стати валютним союзом. На частку ПАР припадає приблизно 95% ВВП регіону. Південно-Африканський ранд є законним засобом платежу всіх країн – членів єдиної валютної зони. Національні валюти Лесото, Свазіленду і Намібії, яка входила у валютну зону до 1993 р., жорстко прив'язані до ранда. Це докорінно відрізняється від ситуації у Співтоваристві розвитку Півдня Африки, де всі країни (за винятком країн СМА) мають свої власні валюти і проводять незалежну грошово-кредитну політику. Проте SADC має амбітну програму економічної, в тому числі валютно-фінансової, інтеграції. Процес валютної інтеграції, який нині реалізується країнами-членами, в цілому нагадує процес інтеграції, який відбувався в зоні євро: запланована конвергенція ряду макроекономічних змінних, зокрема рівня інфляції, співвідношення дефіциту бюджету до ВВП, боргу державного сектора до ВВП тощо. Програма валютної інтеграції країн Співтовариства передбачала створення центрального банку до 2016 р. і введення єдиної валюти до 2018 р. Проте боргова криза в зоні євро змусила переглянути програму, оскільки стало очевидно, що у важкі часи валют-

кілька років величина державного боргу у цих країнах збільшилася на 60–70% ВВП у зв'язку із наданням масштабної підтримки фінансовому сектору. МВФ оцінює обсяг боргових зобов'язань державних підприємств у розвинених країнах, які можуть бути перекладені на державний бюджет у кризових умовах, на рівні 16% ВВП[152].

Загалом вразливість державних фінансів розвинених країн фахівці оцінюють як досить високу, що обумовлюється високим рівнем боргового навантаження, можливістю підвищення відсоткових ставок і непевністю економічних перспектив, а також неспроможністю стримувати видатки держави, пов'язані із старінням населення. МВФ прогнозує, що до 2030 р. видатки, пов'язані із старінням населення, збільшаться на понад 4% ВВП у розвинених країнах і на 3% ВВП у країнах з ринками, що формуються[153]. Рефінансування рекордно високих рівнів державного боргу, а також збільшення державних видатків на медичне обслуговування й пенсійне забезпечення є основними джерелами ризиків для стійкості державних фінансів розвинених країн у середньостроковій перспективі.

Теорія та практика функціонування боргових механізмів свідчать про те, що надмірний обсяг боргового навантаження породжує загрози для макрофінансової стабільності. Гігантські борги розвинених країн нині є вагомим фактором непевності на міжнародних фінансових ринках і скорочення частки фінансування корпоративного сектора, що перешкоджає збалансованому розвитку світової фінансової системи та гальмує темпи економічного зростання.

У процесі дослідження ми допускали, що на ступінь волатильності світового фінансового ринку і, відповідно, величину глобального «апетиту до ризиків» вагомий вплив чинить величина боргового навантаження у розвинених країнах. Для перевірки цієї гіпотези було побудовано часові ряди приросту державного боргу в єврозоні та в країнах «великої сімки» (у % до ВВП). Показником глобального «апетиту до ризиків» було обрано індекс «VIX open», середньоденне значення якого у відповідному кварталі було розраховано за даними Чиказької фондової біржі.

На рис. 5.1 відображено динаміку індексу VIX open (середнє значення за квартал) і приросту державного боргу країн «Великої сімки» у 2005–2013 рр. за кварталами. ***Коефіцієнт парної кореляції зазначених змін-***

[152] International Monetary Fund (2013). Fiscal Monitor, April. Retrieved from http://www.imf.org

[153] Там само.

зменшення схильності інвесторів до прийняття ризиків багато країн-позичальниць втрачають доступ до зовнішніх джерел фінансування, що провокує виникнення кризи суверенного боргу та/або поширення корпоративних дефолтів.

На сьогодні оцінка боргової ситуації у світі загалом і в розвинених країнах зокрема, аналіз впливу боргових процесів на міжнародні фінанси і динамізм світового економічного розвитку, пошук методів розв'язання боргових проблем та визначення оптимального набору заходів бюджетної консолідації є одними з найактуальніших проблем світової економіки.

Державний борг розвинених країн світу відносно їх ВВП за останні 8 років збільшився на 30,4 в.п. і вже перевищив 105% ВВП цих країн (табл. 5.1). Найвищим рівнем боргового навантаження відзначаються Японія – 248,1% ВВП, Греція – 178,4%, Італія – 132,6%, Ірландія – 95,2%, Португалія – 128,8%, США – 105,8%, Бельгія – 106,3%, Іспанія – 99,0%, Франція – 96,8%, Ісландія – 67,6%, Канада – 91,5% ВВП.

Таблиця 5.1

Борг загального уряду в різних групах країн, середній рівень, *% ВВП*

Показник	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Розвинені країни	76.7	75.4	81.5	93.0	99.3	102.6	106.9	105.7	105.6	105.4
Країни з ринками, що формуються	36.9	35.5	33.5	36.0	40.3	37.9	38.1	39.5	41.5	44.8
Єврозона	68.6	66.4	70.2	79.9	85.7	86.6	91.3	93.4	94.5	92.5
"Велика сімка"	85.5	84.7	91.8	105.0	113.1	117.1	121.3	119.6	113.9	117.9

Джерело: IMF. Fiscal Monitor, October 2016 .P. 69, 77.

Найвагомішим компонентом збільшення величини державного боргу відносно ВВП у кризовий період стала фінансова підтримка державою фінансового сектора, яка збільшила тягар державного боргу в середньому на 10% ВВП. Усуспільнення приватних боргів та використання фіскальних стимулів у кризовий період наклалися на традиційні фіскальні проблеми, пов'язані зі старінням населення і розростанням держав суспільного добробуту, що мало своїм наслідком небезпечне збільшення величини державного боргу.

Певні ризики для боргової стійкості розвинених країн породжують і умовні зобов'язання урядів. Особливо вразливими у цьому відношенні є країни із швидко зростаючим фінансовим сектором або значною кількістю державних підприємств. Наприклад, Ісландія та Ірландія до 2008 р. мали дуже пристойні показники бюджетного дефіциту і державного боргу, однак за

ний союз, який не супроводжується і не підтримується тією чи іншою формою фіскального союзу, піддається значним ризикам.

Активно проводиться робота в напрямі створення спільної валюти і в Азії, що дало підстави говорити про плани введення спільного «азійського долара». Для деяких спостерігачів ідея «Азійського валютного союзу» може здаватися лише даниною швидкоплинній моді. Однак на її користь висловився Нобелівський лауреат Р.Мандел. Малазійський прем'єр А.Бадаві влітку 2004 р. заявив, що оскільки азійська економічна інтеграція – це вже не просто побажання, а реальність, то немає жодних перепон для того, щоб розпочати ретельне вивчення проблеми регіональної валютної інтеграції.

У листопаді 1997 р. з метою запобігання фінансовим кризам та координації дій у фінансовій сфері було створено т.зв. Манільську групу у складі 14 країн Південно-Східної Азії. Пізніше було укладено угоду про своп-кредитування для підтримки стабільності валютних курсів (за взірцем аналогічної євроугоди 1980–1990-х років) між Індонезією, Малайзією, Сингапуром, Таїландом та Філіппінами. У травні 2000 р. дію цієї угоди в рамках т.зв. «Чіангмайської ініціативи» (англ.: *Chiang Mai Initiative*) було поширено не тільки на всі країни АСЕАН, але й на Китай, Південну Корею та Японію, які активізували стабілізаційне кредитування на десятки мільярдів доларів США. Досить часто цю угоду розглядають як підґрунтя майбутнього азійського валютного союзу, хоча наскільки такий погляд є реалістичним, поки що говорити зарано[42].

У межах «АСЕАН+3» дискутуються різні проекти створення колективної розрахункової одиниці. Азійський банк розвитку запропонував створення азійської валютної одиниці (ACU) на кшталт європейської валютної одиниці (ECU), попередника євро. ACU має формуватися за принципом кошика валют країн, частка яких пропорційно залежить від питомої ваги країн-емітентів у сукупному ВВП і обсягів взаємної торгівлі цього регіону. Паралельно з формуванням Азійського валютного союзу поглиблюється і регіональна валютна конвергенція з «китайським ядром», тобто з пріоритетною роллю Китаю і китайського юаня у формуванні валютного блоку держав у Південно-Східній Азії.

Арабські країни також формують регіональне валютне об'єднання. Ідея валютного союзу за прикладом єврозони обговорюється в Раді співробітни-

[42] Wan Seok-Dong. (2002/2003). Regional Financial Cooperation in East Asia: the Chiang Mai Initiative and Beyond. *Bulletinon Asia-Pacific Perspectives*, 96-99. Retrieved from http://www.unescap.org/sites/default/files/Bulletin02-full.pdf

цтва Перської затоки (РСЗ) уже понад 15 років. Саудівська Аравія, Кувейт, Бахрейн та Катар домовилися про створення єдиного центрального банку і в листопаді 2013 р. у Ер-Ріяді було відкрито штаб-квартиру Валютної ради РСЗ, яка буде опікуватися його відкриттям та завершенням процесу створення валютного союзу. ОАЕ і Оман утрималися від входження у валютний союз. Проте через недостатню гармонізацію національних фінансових систем і нескоординовані антикризові заходи, вжиті членами майбутнього валютного союзу, дату введення єдиної валюти довелося відкласти.

Таким чином, ми можемо спостерігати процеси регіональних валютних інтеграцій, які ведуть до зменшення (якщо не завжди de jure, то принаймні de facto) кількості національних валют, поступового поділу світового валютного простору на регіональні валютні блоки, з яких, як з пазлів, складатиметься нова валютна система.

Як надалі розвиватиметься цей процес, сьогодні передбачити навряд чи можливо. Але, мабуть, більшість фахівців схиляється до теорії «цільових валютних зон» – групування окремих валют у кількох зонах навколо валют-лідерів (частіше за все говорять про долар, євро та єну, хоча в останньому випадку «можливі заміни»), між якими утримуватимуться якщо не фіксовані курси, то кероване плавання валют.

За результатами аналізу зроблено висновок, що сучасний етап глобалізації характеризується виникненням багатополярного фінансового світу, в якому величезний дефіцит платіжного балансу Сполучених Штатів фінансується рештою країн. Взагалі потоки капіталу в сучасних умовах мають структурний характер, тобто для країн – активних учасниць ринку характерні як експорт, так і імпорт капіталу, залежно від потреб та можливостей окремих галузей, різних періодів та геополітичних напрямків. Звертає на себе увагу те, що протягом багатьох років (принаймні через півсторіччя після виникнення «дилеми Трифіна») реальна ситуація розвивається за сценарієм, який принципово відрізняється від того, що випливає з класичної теорії. Така зміна парадигми глобальної економіки, яка ще тільки проявляється і вимагає глибокого вивчення, скоріш за все є багатофакторним процесом, вплив на який здійснюють накладання коротко- та довгострокових циклів, поява та зростання значення нових, нематеріальних факторів виробництва (знань, соціального капіталу, кредитних відносин тощо), розвиток та економічна експансія «новостворених» ринків та ін. Проте ідеологія лібералізації світової торгівлі залишається провідним вектором розвитку світових торговельних відносин.

ПРОБЛЕМИ БОРГОВИХ ЕКОНОМІК І ВАЖЕЛІ УПРАВЛІННЯ ДЕРЖАВНИМ БОРГОМ В УМОВАХ НЕСТАБІЛЬНОСТІ

5.1. Напрями і механізми впливу боргового навантаження у розвинених країнах на стан міжнародних фінансів у посткризовий період

Глобальним феноменом XXI ст. небезпідставно вважають боргову економіку, яка ґрунтується на гіпертрофованому використанні кредитних важелів задля нарощування споживчого попиту. У розвинених країнах рівень державного боргу на кінець 2015 р. становив 105,4% ВВП, а обсяг внутрішнього кредиту приватному сектору – 142% ВВП. В історичному ракурсі у світі пройшла еволюція боргової моделі від класичного державного кредиту і виникнення боргового «нависання» в окремих суверенних позичальників до аномального розростання кредитної системи і формування боргової економіки у розвинених країнах і групі країн, що розвиваються.

Світову фінансову кризу 2008–2009 рр. багато фахівців класифікують як боргову, адже вона була викликана системними порушеннями у роботі фінансових ринків, що призвели до аномального розростання приватних боргів, а початок кризи ознаменувався масовими банкрутствами позичальників. У вир кризових потрясінь спочатку потрапили іпотечні фонди та їхні клієнти, потім інвестиційні фонди й комерційні банки, домашні господарства, а через деякий час – і уряди. Уряди багатьох країн для стабілізації фінансових систем змушені були перекласти тягар приватних боргів на суверенні баланси, а згодом – самі опинилися на межі платоспроможності. Таким чином, у боргову пастку потрапили як суверенні, так і корпоративні позичальники, причому вихід із такої пастки виявився утрудненим, внаслідок формування «петлі двосторонніх зв'язків» між фінансовим станом держави і корпоративних структур.

Боргова залежність економіки визнається однією з найгостріших проблем сучасності для розвинених країн, яка поки що утримується за рахунок м'якої грошово-кредитної політики. Боргова пастка для країн, що розвиваються, полягає в тому, що в умовах зростання світових відсоткових ставок і

визначеність курсу економічних реформ і його обґрунтована реалізація в державі, а не лише декларування реформ; врахування загальнополітичної розстановки сил, включаючи структуру парламенту та персоналії в органах державної влади та управління тощо.

Трансформаційні умови сучасного розвитку України як обов'язкової передумови поліпшення ситуації з використанням залучених коштів вимагають також проведення структурних реформ. Саме вони можуть відкрити шлях до більш повного використання потенціалу держави. Це завдання необхідно вирішувати згідно з апробованими світовою практикою критеріями і з урахуванням поточної ситуації в країні.

Незважаючи на зростання складнощів для подовження використання американського долара як «світових грошей» (як це, по суті, передбачалося Бреттон-Вудською угодою), більш реалістичними (порівняно з можливістю зростання монетарної функції золота) є перспективи «виштовхування» долара з «валютного Олімпу» і заміна його монополії на «валютну олігополію», за якої функції міжнародних валют ціни, розрахунків та накопичення більш-менш рівноправно виконували би декілька національних та регіональних валют (долар, євро, юань, а також, можливо, створені у майбутньому регіональні валюти країн Африки та Латинської Америки). Але і ці перспективи теж поки що недостатньо близькі.

На сьогодні дедалі вірогіднішою виглядає можливість перетворення китайського юаня у міжнародно визнаний засіб платежу. Цьому, зокрема, сприяє включення юаня до кошика міжнародної розрахункової одиниці МВФ (СПЗ), початок операцій з юанем на Лондонському валютному ринку, включення китайської валюти до резервів центральних банків деяких країн Південно-Східної Азії та Росії, проходження процедури визнання юаня системою міжнародних розрахунків CLS тощо. Проте офіційна влада Китаю поки що утримується від проголошення перетворення юаня на міжнародну валюту як своєї мети, оскільки це неминуче приведе до зобов'язання значної лібералізації валютного контролю (особливо у питаннях міжнародного руху капіталу). Оскільки економіка країни поки що не готова до таких радикальних кроків, то й перспективи перетворення китайської валюти на повноцінний міжнародний засіб платежу залишаються досить непевними. Принаймні в Китаї дедалі частіше обговорюють можливість інтернаціоналізації юаня, а деякі експерти вважають такі перспективи досить реальними та привабливими як для китайської економіки, так і для іноземних інвесторів.

Розширення міжнародного використання юаня є результатом зростання значення Китаю у світовій економіці. За даними МВФ, у 2014 р. Китай обігнав США за показником ВВП, розрахованим на основі паритету купівельної спроможності. Частка Китаю у світовій економіці за ПКС становила 16,5%, тоді як США – 16,3% ВВП. Ключову роль у сприянні міжнародному використанню юаня відіграє політика, спрямована на лібералізацію поточного і капітального рахунків Китаю. Зокрема, з 2008 р. між Народним банком Китаю та іноземними центральними банками укладаються двосторонні свопугоди. Ці кошти в основному призначені для забезпечення ліквідності в ситуаціях, коли іноземні імпортери тимчасово не в змозі отримати юані для розрахунків за торговельними угодами з китайськими експортерами.

Лібералізація рахунку операцій з капіталом здійснюється китайською владою поступово, щоб не піддавати внутрішній фінансовий ринок ризику волатильного припливу капіталу. Хоча Китай, як і раніше, застосовує широкий контроль над операціями з капіталом, заходи контролю вибірково скасовуються. Зокрема, було дозволено іноземну участь на внутрішньому фінансовому ринку та імпорт технологій і ноу-хау. Таке ретельне дотримання послідовності лібералізації міжнародних операцій та внутрішніх фінансових реформ у цілому відповідає нещодавнім рекомендаціям МВФ, в яких ідеться про те, що вигода від повної відкритості рахунку операцій з капіталом може бути отримана лише за умови, коли досягнуто граничного рівня внутрішнього фінансового та інституційного розвитку.

Втім, слід зазначити про відсутність реальних економічних передумов для інтернаціоналізації юаня на належному рівні, а також справжнього бажання китайської влади до таких змін – адже це передбачає не тільки певний привілейований статус у глобальній економіці, а й велику відповідальність, а також загрозу додаткових ризиків (унаслідок режиму більшої відкритості, особливо у галузі руху капіталу) – що не відповідає ані парадигмі китайської економічної системи, ані її зовнішньоекономічній стратегії.

Найбільшим конкурентом для долара в його функції міжнародного засобу платежу залишається спільна європейська валюта – євро. В цьому контексті можна пригадати слова Р.Трифіна, сказані понад тридцять років тому: «На горизонті вимальовується небезпека валютно-курсової та банківської кризи. Вони повинні прискорити захоплююче перетворення ЕКЮ [*Європейська розрахункова одиниця, попередниця євро*] в альтернативну «паралельну валюту» для країн Європейського співтовариства і багато інших країн»[43]. Як бачимо, «аванси», видані спільній європейській валюті, таки спрацювали в дійсності. Разом із тим подальше розширення зони євро залишається під великим питанням. Достатньо зауважити, що один з батьків євро, німецький професор О. Іссінг пророкує, маючи на увазі Європейський валютний союз, що «одного дня цей картонний будиночок розсиплеться»[44], оскільки проект став занадто політизованим. Можна констатувати, що найбільш дієвим залишається лише емоційний аргумент: країна ЄС, яка не

[43] Triffin, R. (1984). The European Monetary System: Tombstone or Cornerstone? In *The International Monetary System: Forty Years After Bretton Woods. Proceedings of a Conference Held at Bretton Woods* (p. 164). New Hampshire.

[44] Evans-Pritchard, A. (2016). Euro 'house of cards' to collapse, warns ECB prophet. *The Daily Telegraph*,October 16.

Поряд із зовнішньою заборгованістю з інших джерел, заборгованість міжнародним структурам є чинником, який з негативного боку характеризує можливість держави до розвитку за рахунок внутрішніх джерел та обслуговування зовнішнього боргу. Крім того, за негативного перебігу подій в економічній сфері всередині держави залишається перспектива потрапити до кола країн-банкрутів.

Замість цього більш гнучка стратегія може принести значно більше успіхів у середньо- і довгостроковій перспективі. У будь-якому разі стратегія конфронтації дорого обійдеться Україні. Природна модель розвитку держави повинна тяжіти до широкої інтеграції в міжнародні економічні і політичні відносини. Економіка держави, яка залучена в міжнародну кооперацію і розподіл праці, отримує доступ до технологічних новацій, генерує додаткові важелі підвищення ефективності і зниження вартості одиниці продукції, насичення внутрішнього споживчого ринку.

Доведено, що стратегія взаємовідносин України з МФО повинна будуватися з урахуванням поточного стану національної економіки. Необхідною є і більш широка концептуальна визначеність, а саме – включення моделі співпраці з міжнародними фінансовими організаціями та приватними кредиторами в загальну модель соціально-економічного розвитку.

Показано, що у взаємовідносинах України з міжнародними фінансовими організаціями необхідно чітко визначити форми продовження співпраці з такими організаціями. З урахуванням практики останніх років щодо нерегулярного надходження фінансових ресурсів можливі зміни самих принципів взаємовідносин з міжнародними фінансовими організаціями.

Показано необхідність використання досвіду фахівців міжнародних організацій на дорадчому рівні. Фахівці міжнародних структур не повинні ухвалювати рішення, як це робилося до цього часу. Незалежно від обставин рішення повинні приймати українські посадові особи, які є елементарною ознакою існування економічного і політичного суверенітету. Співпрацю з названими міжнародними структурами не можна розглядати як пошуки і знаходження чергового «старшого брата», який би замінив колишні центральні органи союзної держави.

Взаємини України з МФО мають будуватися в контексті оптимізації моделі соціально-економічного розвитку і зміни відповідних акцентів. У процесі співробітництва з міжнародними організаціями потрібно брати до уваги всю сукупність внутрішніх політичних факторів, які не завжди враховують міжнародні фінансово-кредитні структури. До цих факторів належать: чітка

швидкого реагування на проблеми з оподаткуванням операцій, які виникають при реалізації проектів МФО, і не узгоджуються з правилами кредиторів (донорів); наділення цього підрозділу спеціальними повноваженнями для забезпечення дії міжнародних договорів і звільнення від оподаткування відповідних операцій;

- ***розбудови нових форм співробітництва з МФО для розв'язання цільових проблем фінансового та економічного розвитку.*** Доцільно застосовувати значний потенціал МФО, зокрема нові продукти у сфері інвестиційних і консультаційних послуг, а також управління активами. Наприклад, МФК пропонує низку продуктів на кшталт гарантій часткового покриття кредитних ризиків, структурованих механізмів ліквідності, трансферів портфельного ризику, які уможливлюють диверсифікацію джерел фінансування, пролонгацію термінів погашення та доступ до фінансових ресурсів за вибором валюти;
- ***Україні доцільно долучитися до впровадження відповідних Принципів високого рівня ОЕСР та «Групи двадцяти» з довгострокового фінансування інвестицій для інституційних інвесторів.*** Це дасть змогу активізувати роботу щодо створення базових умов для довгострокового фінансування, забезпечить фінансову стабільність, боргову стійкість, робочі місця, підвищення рівня життя. В Україні важливо розробити плани ***довгострокового інвестування***, орієнтовні механізми забезпечення фіскальних стимулів та гарантування проектів;
- ***доцільно формувати стратегічні фінансові пули із залученням фондів суверенного добробуту для реалізації в Україні довгострокових інвестиційних проектів.***
- ***важливим елементом державної політики є впровадження методичних принципів вибору середньо- та довгострокових проектів, формулювання відповідної бази пріоритетних для держави проектів та забезпечення їх просування серед МФО.***

Глобальна фінансова криза яскраво висвітлила критично важливу роль, яку фінансовий сектор відіграє в забезпеченні світової макроекономічної стабільності. Це спонукало МВФ розширити дослідження проблем, що належать до зміцнення глобальної фінансової системи. У цьому зв'язку розробляються аналітичні інструменти для впровадження досліджень проблем фінансового сектора й ринків капіталу в роботу з визначення норм більш широкого макроекономічного нагляду.

ввела єдину валюту, залишається немовби другорядною, оскільки «серце Європи б'ється в зоні євро». Проте країни старої Європи, які знаходяться поза межами функціонування євро (Данія, Швеція), не виявляють бажання приєднатися до валютного союзу. Більш того, Велика Британія, як відомо, взагалі висловилося за вихід з Європейського Союзу. В периферійних країнах (PIIGS) також лунали заклики до виходу з зони євро (особливо в Греції). І хоча, на думку спостерігачів, вони не матимуть серйозних політичних наслідків, проте особливого ентузіазму щодо подальшого розвитку валютного союзу не додають.

Україна, зобов'язавшись імплементувати законодавчі норми ЄС, повинна проводити адаптаційні заходи у сфері валютного регулювання, тому для неї набуває особливого значення розуміння тих процесів, які відбуваються в Європейському валютному союзі. Забезпечення критеріїв курсової волатильності (коливань співвідношення валютної пари «гривня/євро»), передбачених для країн ЄС, які не входять до зони функціонування спільної валюти, є одним із найголовніших завдань у цій сфері. Воно включатиме в себе ряд так званих підзавдань, а саме: реалізацію певних заходів, спрямованих на збільшення частки євро у структурі зовнішніх розрахунків резидентів України, офіційних золотовалютних резервах, а також забезпечення практики визначення офіційного курсу гривні (та практики котирування гривні на валютному ринку України) щодо європейської валюти (а не долара США, як це робиться на сьогодні).

Враховуючи, що ключові рішення монетарної політики відносно колективної валюти євро приймаються ЄЦБ (цінова стабільність) та Радою Міністрів фінансів ЄС (валютно-курсова політика), логічним виглядає прийняття на певному етапі рішень щодо передачі Кабінету Міністрів України (Міністерству фінансів) прав та обов'язків, пов'язаних із формулюванням та здійсненням валютно-курсової політики.

Взагалі перехід від курсового до цінового таргетування не може бути здійснено одномоментно; враховуючи це, заяви керівників НБУ про відмову від будь-якого втручання в курсоутворення виглядають не досить відповідальними. Навіть за наявності макроекономічних умов потрібно ще мати дієвий трансмісійний механізм та відповідний інструментарій (зокрема, достатньо функціонально розвинений фондовий ринок). Про все це досить жорстко нагадали реалії ринкової економіки, примусивши Нацбанк де-факто повернутися до м'якого регулювання курсу гривні (у т.ч. за рахунок адміністративних обмежень та валютних інтервенцій). У цьому контексті

відповідальність за здійснення валютно-курсової політики повинна плавно перейти до уряду (як це й прийнято в країнах, центробанки яких практикують інфляційне таргетування), що має для цього свої важелі впливу: податкові, митні, ліцензійні тощо. Хоча слід пам'ятати, що в більшості країн (на відміну від Японії, Гонконгу, Норвегії або США та Великої Британії) центробанки все ж таки беруть активну участь в опрацюванні та реалізації валютно-курсової політики. Що стосується НБУ, то йому доведеться здійснити ще цілу низку технічних змін у механізмі банківського рефінансування, яке повинно використовуватися винятково для здійснення рівномірної та постійної грошової емісії (а не для рятування окремих банків, а тим більше – для забезпечення ліквідності «обраних» з метою валютних спекуляцій та виводу коштів за кордон).

2.2. Вплив трансформації світової валютної системи на валютно-фінансову систему України

Останніми роками глобалізація набула таких масштабів, що, здається, немає вже жодної сфери суспільних відносин, яка б не була охоплена цим процесом. Але однією із найбільш уражених або включених (залежно від ставлення до цього явища) до глобалізації сфер суспільно-економічного життя є фінансова система. При цьому під впливом глобалізаційних процесів постійним явищем стають фінансові дисбаланси, формами прояву яких є:

– валютно-цінові диспаритети і платіжні дисбаланси;
– зовнішня заборгованість і незбалансована міжнародна ліквідність;
– дисбаланси у світових заощадженнях та інвестиціях;
– глобальні фіскальні розриви тощо[45].

Однією з характерних рис сучасного етапу глобалізації є те, що «розширення горизонтів», послаблення кордонів та обмежень, всеосяжне об'єднання та універсалізація відбуваються на тлі регіональної фрагментації та інтеграції.

Сучасний етап глобалізації характеризується виникненням багатополярного фінансового світу: з фінансовими центрами, розташованими в усіх важливих регіонах світу, активною діяльністю транснаціональних корпорацій і банків та фінансовими потоками, які не знають обмежень ні в часі, ні в просторі. У зв'язку з чим **реальна адаптація України до сучасної гло-**

[45] Кравчук Н.Я. Дивергенція глобального розвитку. Сучасна парадигма формування геофінансового простору. – К. : Знання, 2012. – 782 с.

утримуються від інвестування в Україну. Через це вплив глобальних світових «гравців» фінансово-інвестиційного сектора на вітчизняному фінансовому ринку майже не відчувається. Так, середній щоденний обсяг торгів акціями на найбільш ліквідній і розвиненій вітчизняній біржі – Українській біржі становить приблизно 100–200 млн грн (2007 р. – середина 2008 р.), 80–150 млн грн (2009–2010 рр.) та 15–50 млн грн (2011–2016 рр.). Щоденний обсяг торгів, проведених на Токійській фондовій біржі, оцінюється в 1,5 трлн єн (18 млрд дол. США). Середній обсяг щоденних торгів на Варшавській фондовій біржі становить 300–400 млн дол. США. Середній обсяг щоденних торгів на Нью-Йоркській фондовій біржі становить 120–150 млрд дол. США. Це свідчить про значну нерозвиненість та недокапіталізацію вітчизняного ринку цінних паперів[26].

На сучасному етапі можемо констатувати незначний вплив глобальних факторів на обсяги надходження прямих іноземних інвестицій в Україну (які суттєво нижчі порівняно з іншими країнами Східної Європи), що зумовлено надзвичайно високими ризиками на рівні країни: поширенням тіньових схем ведення бізнесу, системної корупції у вищих ешелонах влади, низькою ефективністю правоохоронної і судової гілки влади, неопрацьованістю стратегії і тактики соціально-економічних реформ, відсутністю сталих «правил гри» для іноземних інвесторів. Відзначимо, що вітчизняний ринок цінних паперів перебуває у перманентному депресивно-кризовому стані, починаючи з фінансово-економічної кризи 2008–2009 рр., тому наразі вплив глобальних чинників не є домінуючим. Політична, економічна і фінансова криза 2014–2015 рр. тільки погіршили становище ринку цінних паперів України, а іноземні та вітчизняні інвестори утримуються від вкладення коштів у інструменти вітчизняного фінансового ринку вже понад 7 років.

Ринок цінних паперів України значною мірою є відображенням характерних рис національної економіки, її структури, а тому макроекономічний стан, система державного регулювання, а також специфічне корпоративне середовище в Україні, що суттєво відрізняється від аналогічних європейських та північноамериканських структур, визначають поточний стан ринку цінних паперів в Україні.

Вітчизняне корпоративне середовище значною мірою сформувалось під впливом непрозорої і не підзвітної суспільним інтересам приватизації, що привело до влади над приватизованими активами здебільшого неефектив-

[26] Website of the World Federation of exchanges [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.world-exchanges.org/files/statistics

фінансової стабілізації (у т.ч. консолідованого нагляду за фінансовими установами), державної боргової політики та ін.

У практичній площині слід *практикувати більш широке залучення інститутів громадянського суспільства* (громадських об'єднань, наукових установ, експертних центрів тощо) *до участі в обговоренні програм економічних реформ та конкретних інвестиційних проектів, які планується фінансувати за рахунок коштів міжнародних фінансових організацій.*

Варто співпрацювати з робочими групами інститутів громадянського суспільства, які можуть бути створені з метою незалежного моніторингу ходу реалізації програм та проектів, які фінансуються з використанням коштів МФО.

Необхідно *переглянути підходи до призначення представників України в МФО за квотами України*. Враховуючи практику інших країн, на ці посади бажано призначати досвідчених високопосадовців (на рівні не нижче заступників міністрів), потенціал та досвід яких дозволяють їм активно проводити українську лінію в політиці щодо співпраці з МФО, на професійному рівні брати участь в обговоренні всіх питань діяльності МФО, налагоджувати ефективні стосунки з представниками інших країн та відповідальними співробітниками апарату МФО – а після завершення місії працювати на більш високих посадах в державних установах України. Слід запровадити спеціальну програму підготовки українських фахівців, які звертатимуться до МФО з заявами на вакантні посади в апараті МФО (за освітньою кваліфікацією «фахівець по роботі з міжнародними фінансовими організаціями») та забезпечити співпрацю з тими українськими фахівцями, які працюють в апараті МФО (з урахуванням вимог та обмежень, обумовлених їхнім статусом міжнародного службовця) з метою загального покращення професійного іміджу українських фахівців та забезпечення кадрового резерву відповідних державних установ.

На жаль, реалізація проектів, які фінансуються міжнародними організаціями в Україні, характеризується невисоким ступенем ефективності та неспроможністю української сторони в повному обсязі освоювати зарезервовані МФО кошти. Одним із засобів вирішення цієї проблеми є спрощення та гармонізація правил і процедур отримання коштів від донорів в Україні. Українськими бенефіціарами більшість угод, пов'язаних із використанням коштів МФО, підписуються в гривні, відповідно після девальвації вони здебільшого не мають можливості використовувати додаткові кошти (генерова-

бальної економіки неможлива без розвитку фінансового сектора економіки (включаючи не тільки інституційні, а й функціональні та операційні аспекти) та його інтеграції до певної міжнародної регіональної структури, оптимально – Європейського Союзу.

Потрібно також враховувати, що взагалі *потоки капіталу в сучасних умовах мають структурний характер, тобто для країн – активних учасниць ринку характерні як експорт, так і імпорт капіталу* залежно від потреб та можливостей окремих галузей, різних періодів та геополітичних напрямів. А тому **участь у глобальній економіці передбачатиме не тільки залучення капіталу зі світового ринку, а й спрямування власного капіталу для його раціонального розміщення на світовому ринку капіталу**.

Характерно, що останніми роками посилилась і тенденція до зростання обсягів переливів капіталів у межах самої групи країн, що розвиваються, («Південь-Південь»): таким чином, вони створюють певну транзитну або «буферну» зону, приймаючи на себе ризики найменш розвинених (у ринковому сенсі) країн, продовжуючи традицію розвитку *субімперіалізму* і позиціонуючи себе як першу хвилю претендентів на приєднання до т.зв. золотого мільярда. Проте, оскільки в процесі свого розвитку глобалізація на певному етапі неминуче досягає стану Парето-ефективності[46], не можна стверджувати, що досягнуті зміни не погіршують економічну ситуацію в окремих країнах (аутсайдерах глобалізації), які намагаються протистояти об'єктивним процесам замість того, щоб скористатися глобальними тенденціями для реструктуризації та підвищення ефективності власної економіки.

До секторальних, функціональних та інституціональних додалися ще і технологічні зміни у світовій валютній системі. Взаємозалежність валютних ринків значно підвищилася з розвитком засобів комунікації та обробки інформації.

Загальну ситуацію обтяжує лібералізація контролю за рухом міжнародного капіталу, що ускладнює (або навіть унеможливлює) відстеження та вплив на приватні трансфери капіталу, які суттєво впливають на валютні курси (в т.ч. спекулятивні атаки). Останнім часом, щоправда, центральні банки та інші органи фінансового контролю намагаються дещо виправити

[46] Парето-ефективність, або «рівновага за Парето», – такий стан певної системи, за якого значення кожного окремого показника, що характеризує систему, не може бути покращено без того, щоб не погіршилися інші. Таким чином, за словами самого В.Парето: «Будь-яка зміна, яка нікому не наносить збитків, а деяким людям приносить користь (за їхньою власною оцінкою), є покращенням».

таку ситуацію (зокрема, шляхом налагодження контролю за сумнівними операціями або рухом капіталу через офшорні юрисдикції), проте це вимагає надзвичайних зусиль та коштів.

З іншого боку, лібералізація внутрішнього руху капіталів також помітно змінила економічні умови: тепер утримання низького валютного курсу та високих відсоткових ставок ще не гарантує припливу інвестицій саме в сектор виробництва експортної продукції (англ.: *tradable goods*). Реальною альтернативою стає приплив капіталу, скажімо, в сектор нерухомості, що може призвести до спекулятивного зростання цін та виникнення фінансової «бульбашки».

Взагалі звертає на себе увагу те, що протягом багатьох років (принаймні через півсторіччя після виникнення дилеми Трифіна) *реальна ситуація розвивається за сценарієм, який принципово відрізняється від того, що випливає з класичної теорії.* Внаслідок цього **значно підвищується роль та значення наукового аналізу розвитку глобальної економіки та розроблення стратегії визначення місця України в глобальній економіці.**

Причини двох останніх світових економічних криз та розвиток подій на світовому ринку свідчать про те, що в новій глобалізованій економічній системі головну роль відіграє вже не виробництво, а фінансовий сектор, а причинами криз стають перевиробництво не товарів, а грошей. «Сучасна економіка зробила величезний крок у бік того, що економісти в минулому називали фіктивним капіталом, а тепер – фінансовими «бульбашками»[47]. Через що досить поширеною стала думка про появу глобального фінансизму.

Розбалансування моделі глобальної економіки знайшло прояв у високодефіцитних зовнішньоторговельних балансах розвинених країн та, відповідно, високому профіциті поточного рахунку у країнах, що розвиваються. Економічна криза останніх років значною мірою викликана проблемами, що походять з фінансового сектора та укорінені у диспропорції, викликаній гіпертрофованою роллю цього сегмента економіки в розвинених країнах. У зв'язку з цим на певному етапі розвитку технологічного укладу починає спостерігатися перенакопичення капіталу: накопичений грошовий капітал не може бути інвестований у розширення виробництва та торгівлі, не призводячи до наступного падіння норми прибутковості.

Внаслідок цього відбувається значне розростання фондових ринків та обсягів операцій з похідними фінансовими інструментами спекулятивного

[47] Кравчук Н.Я. Дивергенція глобального розвитку.

Принципи захисту державних інтересів України у відносинах з міжнародними організаціями повинні спиратися на пріоритети довгострокових цілей соціального, політичного та економічного розвитку. Досвід ряду країн, які здійснили ринкову трансформацію, і самої України свідчить, що кредити МФО можуть активно сприяти вирішенню фінансових та інших проблем.

Ефективність співробітництва з названими структурами вирішальним чином залежить від відповіді на питання: яким є співвідношення середньострокових вигод від підвищення відкритості та лібералізації національної економіки з можливими втратами виробників і споживачів; яким чином можна узгодити коротко- та довгострокові інтереси економіки в умовах різних комбінацій внутрішніх і зовнішніх ресурсів. У цьому аспекті великого значення набувають також політичні чинники згаданого співробітництва.

Таким чином, Україні слід здійснити конкретні кроки, спрямовані на підвищення рівня співпраці у відносинах з Міжнародним валютним фондом з тим, щоб забезпечити реальну можливість продовження кредитної програми до накопичення достатнього рівня міжнародних резервів і відновлення доступу суб'єктів економіки України до міжнародного ринку капіталів. З цією метою необхідно більше уваги приділяти не лише виконанню програми економічних дій, узгодженої з МВФ, а також забезпеченню її сприйняття державними установами як плану заходів, що потрібні не тільки для отримання кредитів, а й для реального реформування економічної системи країни, для розвитку відносин з МВФ стосовно інших напрямів діяльності цієї міжнародної організації.

Співпраця **з групою Світового банку** повинна розглядатися як стратегічний напрям практичного здійснення програми соціально-економічних реформ та залучення зовнішнього фінансування для розвитку інфраструктури. У зв'язку з цим Кабінету Міністрів України було б доцільно розглядати «Стратегію партнерства з Україною» (розроблену Світовим банком) як форму та механізм соціально-економічного прогнозування та планування на середньострокову перспективу, а також розпочати підготовку аналогічного директивного документа.

У цілому розвиток співробітництва з МФО має здійснюватися відповідно до довгострокової стратегії співробітництва України з цими організаціями, яка повинна бути складовою частиною загальної Концепції зовнішньоекономічної політики України. Необхідно, щоб така стратегія передбачала, серед іншого, також позакредитну співпрацю, зокрема в питаннях валютного регулювання та монетарної політики, інституційної структури

ний ступінь впливу має реакція західних засобів масової інформації щодо економічного і соціально-політичного клімату в Україні. Прикладом може служити висвітлення проблем корупції, діяльності Національного банку України, порушення інтересів закордонних комерційних структур, які діють в Україні, тощо. До об'єктивних реалій належать також фактори домінування в МФВ і Світовому банку потужних держав світу, що дозволяє їм досягати відповідних економічних і політичних цілей в Україні та в інших країнах.

Ці обставини мають враховуватися в процесі співпраці України як з міжнародними структурами, так і безпосередньо у відносинах з відповідними країнами. Певні зрушення у відносинах з відповідними країнами матимуть позитивний вплив на відносини з міжнародними валютно-фінансовими установами та організаціями і навпаки. Актуальною є також диверсифікація і розширення кола взаємовідносин з МФО (не обмежуючи співробітництво лише МВФ, Світовим банком та ЄБРР).

По-шосте, важливим є також ***чітке розділення функцій і сфер діяльності між державними організаційними структурами – Міністерством фінансів України, Національним банком України, Міністерством економічного розвитку та торгівлі України*** (та його підрозділами, які здійснюють загальнодержавне регулювання зовнішньоекономічної діяльності). Організаційні структури, від діяльності яких залежить розвиток співробітництва з МФО, повинні мати чітку програму діяльності, яка у свою чергу потребує постійної координації відповідно до чітких державних стратегічних пріоритетів.

Очевидна взаємозалежність – використання можливостей інтеграції в міжнародні економічні відносини є засобом впливу на проблеми формування зовнішніх боргових зобов'язань та обслуговування такого боргу. І, навпаки, поліпшення боргової позиції є потужним інтеграційним чинником.

Не викликає сумнівів, що, окрім згаданих напрямів у спектрі проблем співробітництва з МФО, важливу роль відіграють структура і загальна концептуальна орієнтація зовнішньоекономічної діяльності держави. Можна згадати про об'єктивну енергетичну, сировинну, технологічну залежність України від зовнішніх джерел, причому пом'якшити вплив такої залежності на макроекономічну ситуацію в стислі терміни є завданням дуже проблематичним. Велике значення має механізм курсоутворення національної грошової одиниці. Останній здійснює помітний вплив як на розвиток національної економіки в цілому, так і на обслуговування зовнішніх зобов'язань держави.

характеру, які породжують швидке, хаотичне переміщення «гарячих» грошей. Світовий надлишковий капітал з торговельно-виробничої сфери перетікає у фінансову і, відповідно, з країн, що розвиваються (які потребують додаткового капіталу для розвитку реального сектора економіки), до промислово розвинених країн. У новій глобалізованій економічній системі головну роль починає відігравати вже не виробництво, а фінансовий сектор. І, відповідно, «криза надфінансування» прийшла на місце «кризи надвиробництва».

Наведені вище факти дозволяють зробити висновок щодо суттєвої зміни взаємозалежностей тенденцій та факторів, які визначають саму логіку розвитку сучасної економічної системи. Така **зміна парадигми глобальної економіки** – яка ще тільки проявляється і вимагає глибокого вивчення – скоріш за все **є багатофакторним процесом**, вплив на який здійснюють накладання коротко- та довгострокових циклів, поява та зростання значення нових, нематеріальних факторів виробництва (знань, соціального капіталу, кредитних відносин тощо), розвиток та економічна експансія новостворених ринків та ін.

Процеси економічного розвитку країн призвели до безпрецедентного розширення міжнародного обміну товарами та послугами. Колосальне зростання масштабів торговельних потоків, їхнє структурне ускладнення та поява дедалі більшої кількості суб’єктів торговельних відносин зумовили необхідність створення єдиних правил, які б спростили механізми регулювання торговельних відносин, усунули перешкоди, що викривлюють торговельні потоки і тим самим створили передумови для безперешкодного здійснення торгівлі. Саме ці об’єктивні процеси розвитку глобальної економіки обумовлюють необхідність і раціональну безальтернативність участі України в системі СОТ та асоціацію з Європейським Союзом.

Теоретичні ідеї, спрямовані на лібералізацію світової торгівлі, вимагали створення інституційного механізму, за допомогою якого було б можливим втілити їх у життя. В період після закінчення Другої світової війни виникла необхідність максимально швидкого відновлення економік країн світу. І це не могло не зумовити істотного перегляду теоретичних підходів, насамперед кейнсіанського напряму. Останній у своїй модифікованій формі (неокейнсіанство) став значно більш виразною мірою враховувати постулати неокласичного напряму, на основі чого була започаткована теорія, яка уособлювала в собі поєднання засад ринкової свободи,

необхідної для функціонування на рівні мікроекономіки, з певним інструментарієм макроекономічного регулювання з боку держави.

Крім того, розвиток міжнародної торгівлі, так само як і економічне зростання, що його мала підтримувати ця торгівля, стали розглядатися як протидія ескалації міжнародних суперечностей і навіть можливому виникненню військових конфліктів. Досягнення цих цілей вимагало відкритості в економіках всіх країн світу, що сприяло суспільному визнанню необхідності повернення до ідей запровадження принципів вільної торгівлі[48]. Як стверджував лауреат Нобелівської премії миру (та колишній держсекретар США часів президента Ф.Д.Рузвельта) К.Хал: «Я ніколи не відмовлявся і ніколи не відмовлюся від переконання, що забезпечення миру та добробуту держав нерозривно пов'язане з дружністю, справедливістю, рівністю та максимально можливим ступенем свободи у міжнародній торгівлі»[49]. Він зазначав, що суперники у світовій торгівлі перетворюються на суттєвий елемент забезпечення миру в усьому світі. «При цьому, – підкреслював К.Хал, – я не маю на увазі, що розквіт міжнародної торгівлі сам по собі є гарантією мирних міжнародних відносин. Але я маю на увазі, що без процвітаючої торгівлі між народами будь-яке забезпечення для тривалого миру стає нестійким і кінець кінцем знищується»[50].

Слід відзначити, що саме **ці модифіковані погляди і зумовили ту високу активність щодо заснування світових економічних організацій**, діяльність яких повинна була забезпечити втілення в життя ідей стабільного та збалансованого економічного розвитку на основі лібералізації економіки та сформульованих на багатосторонній основі механізмів макроекономічного регулювання. Важливою передумовою створення в післявоєнний період

[48] Ідея щодо наявності зв'язку між торгівлею та миром має давню історію. Можна згадати хоча б Дж.С.Міля, який у своїй роботі «Принципи політичної економії» писав: «Це власне торгівля швидко робить війну застарілим інструментом, шляхом зміцнення та множення особистих інтересів, які діють як природна опозиція їй. І можна без перебільшення сказати, що перетворення значних обсягів та швидкого зростання міжнародної торгівлі в основну гарантію миру у всьому світі є великою постійною запорукою безперервного прогресу ідей, інститутів та характеру людської раси» (J.S. Mill. Principles of Political Economy. – N.Y., 1885. – P. 453).

[49] Леманн Ж.-П. Спасет ли Россия глобализацию? // Россия в глобальной политике. – Т. 11. – 2013. – № 3. – С. 84.

[50] Hull, C. Stable Peace and Economic Warfare Will Not Mix. Statement made to House Ways and Means Committee, Washington, D. C., April 12, 1943. *Vital Speeches of the Day*, IX, 433-435. Retrieved from http://www.ibiblio.org/pha/policy/1943/1943-04-12b.html

Замість цього більш гнучка стратегія може принести значно більше успіхів у середньо- і довгостроковій перспективі. У будь-якому разі стратегія конфронтації дорого обійдеться Україні. Природна модель розвитку держави повинна тяжіти до широкої інтеграції в міжнародні економічні і політичні відносини. Економіка держави, яка залучена в міжнародну кооперацію і розподіл праці, отримує доступ до технологічних новацій, отримує додаткові важелі підвищення ефективності і зниження вартості одиниці продукції, насичення внутрішнього споживчого ринку.

По-третє, стратегія взаємовідносин України з МФО повинна будуватися з урахуванням поточного стану національної економіки. Необхідною є і більш широка концептуальна визначеність, а саме включення моделі співпраці з міжнародними фінансовими організаціями та приватними кредиторами в загальну модель соціально-економічного розвитку.

У стратегії взаємовідносин України з міжнародними організаціями необхідно чітко визначити форми продовження співпраці з такими організаціями. З урахуванням практики останніх років нерегулярності надходження фінансових ресурсів можливі зміни самих принципів взаємовідносин з міжнародними фінансовими організаціями.

По-четверте, можливим напрямом побудови відносин України з міжнародними організаціями на 10–15 років наперед є перехід від безпосереднього отримання фінансових ресурсів до отримання консультативної та політичної підтримки від цих установ. Таке розгортання подій можливе за умов економічного зростання в Україні та успішного здійснення ринкових реформ. У свою чергу консультативна та політична підтримка України з боку МФО (без надання кредитів) не тільки знизить гостроту проблеми зовнішньої заборгованості, а й стане засобом залучення в Україну іноземного капіталу.

Використання досвіду фахівців міжнародних організацій може здійснюватися на дорадчому рівні. Фахівці міжнародних структур повинні ухвалювати рішення у співпраці з фахівцями країни-рецепієнта, як це робилося до цього часу. Співпрацю з названими міжнародними структурами не можна розглядати як пошуки і знаходження чергового «старшого брата», який би замінив колишні центральні органи союзної держави.

По-п'яте, за сучасних умов необхідна переорієнтація співробітництва з МФО на досягнення національних інтересів України в країні та за її межами. Членство в МФО надає Україні можливість впливати на інші країни для досягнення національних інтересів України. Крім цього, на співпрацю з МФО пев-

4.3. Стратегічні цілі та інструменти розвитку співробітництва між Україною і МФО в умовах системного реформування економіки України та зміни ролі МФО на світовій арені

Співробітництво з МФО є шляхом інтеграції України в міжнародні економічні і політичні відносини. Центральним напрямом у наведеному спектрі завдань є формування ринкової системи господарства і заснованої на ринкових принципах моделі взаємовідносин з іноземними партнерами і кредиторами як найбільш ефективних і продуктивних. При цьому головною вимогою до реалізації відповідних програм виступає інтеграція економіки у світове господарство: йдеться про набуття українською економікою всіх атрибутивних ознак і параметрів, які є поширеними у світовій співдружності і яких дотримуються його члени.

Зрозуміло, що співпраця з названими суб'єктами може мати вельми небезпечні негативні наслідки, серед яких потрібно назвати проблеми зовнішньої політичної та економічної залежності. Але дуже важливо усвідомлювати, що саме від характеру взаємодії з міжнародними організаціями, а також з приватними кредиторами залежить ставлення до України у світі, залежать можливості реальної інтеграції у світове співтовариство і специфіка співпраці з окремими державами світу.

Разом із тим необхідно усвідомлювати фактор зростання зовнішньої заборгованості держави за рахунок кредитів від МФО. Поряд із зовнішньою заборгованістю з інших джерел, заборгованість міжнародним структурам є чинником, який з негативного боку характеризує можливість держави до розвитку за рахунок внутрішніх джерел та обслуговування зовнішнього боргу. Крім того, за негативному перебігу подій в економічній сфері всередині держави залишається перспектива потрапити до кола країн-банкрутів.

По-друге, не можна розглядати можливості розриву співробітництва з названими організаціями. Це стосується всіх кредиторів – як міжнародних валютно-фінансових установ, так і приватних. Світовий досвід показує, що подібна агресивна стратегія може занадто згубно позначитися на економічному розвитку країни-боржника. Зокрема, досвід країн Латинської Америки ще часів боргової кризи 1980-х і початку 1990-х років переконує, що подібні дії практично зводять до нуля будь-які спроби країни вийти на скільки-небудь сприятливу позицію на міжнародних фінансових ринках і занадто негативно впливають на розвиток країни надалі.

інституційного каркасу лібералізації світової торгівлі можна вважати визнання державами того факту, що **використання протекціоністських заходів, зокрема квот і заборон, які перешкоджали розвитку світової торгівлі, призвело до складної ситуації у світовій економіці й торгівлі**[51].

Загалом зазначимо, що **ідеологія лібералізації світової торгівлі залишається провідним шляхом розвитку світових торговельних відносин**. Спроби деяких країн застосовувати протекціоністські кроки у своїй політиці мають радше тимчасовий характер і не змінюють загальної тенденції. **Світова фінансово-економічна криза, хоч і спровокувала певне повернення до політики протекціонізму, проте не змінила загального вектора в напрямі лібералізованого світового торговельного режиму.**

Водночас необхідно зазначити, що ліберальні економічні доктрини принципово відрізняються від *лібертаріанських підходів*, які межують з анархо-синдикалістською ідеологією і не мають за кордоном прихильників серед серйозних економістів та політиків (на відміну від України, де лібертаріанські погляди сповідуються деякими членами уряду і можуть негативно вплинути на його економічну політику).

Загалом готовність країни до лібералізації контролю за рухом капіталу свідчить про її готовність до проведення здорової макроекономічної політики та адаптації до умов сучасної глобальної економіки, яка передбачає високий рівень інтеграції у глобальний простір.

Головною причиною уваги до транскордонного руху капіталів є вимоги глобальної економіки. Йдеться про поступове формування дійсно єдиного світового ринку, що передбачає вільний рух у глобальному (загальносвітовому) масштабі товарів (торговельна лібералізація), робочої сили (вільна міграція) та капіталу. Отже, кожна країна, яка вирішила скористатися перевагами глобалізації (і не плекає ілюзій стосовно можливості сховатися від глобалізації за протекціоністським парканом) повинна налаштовувати своє законодавство та свою економічну систему на виконання цих вимог. Потрібно підкреслити: слід не ламати існуючу систему регулювання, «стрибаючи з головою у воду, не навчившись плавати», а забезпечувати поступову, підготовлену та узгоджену адаптацію власної системи державного регулювання економікою до нових умов функціонування глобальної

[51] Cooper, R.N., Stern, R.M. (1987). Trade Policy as Foreign Policy. Cambridge: Cambridge Univercity Press.

економіки. Але і не намагатися затриматися на півшляху, розраховуючи, що «на наш вік і так вистачить». Платити за такі затримки доведеться набагато дорожче.

Водночас у держави є й інші цілі її економічної політики і проблема полягає у можливості їх одночасного досягнення або вибору пріоритетів. Ця проблема описана відомою трилемою Обсфельда-Тейлора (або Inconsistent Trinity), яка стверджує, що «обраний макроекономічний режим може включати лише два елементи «несумісної трійці», а саме: 1) повну свободу транскордонного руху капіталу, 2) фіксований валютний курс та 3) незалежну монетарну політику, орієнтовану на досягнення внутрішніх економічних цілей. Якщо рух капіталу заборонений, валютний курс може відірватися від впливів закордонних відсоткових ставок і, таким чином, забезпечити незалежну монетарну політику. А плаваючий валютний курс узгоджує свободу руху міжнародного капіталу з ефективністю монетарної політики. Втім, монетарна політика безсила забезпечити досягнення внутрішньо-економічних цілей, якщо валютний курс фіксований, а рух капіталу вільний, оскільки за таких умов інтервенції на підтримку курсу національної валюти викликають рух капіталу в напрямі, який елімінує дії монетарної політики»[52].

Водночас потоки капіталу також можуть створювати ризики збільшення «прогалин» у фінансовій та інституційній інфраструктурі країн. При цьому вважається, що **лібералізація руху капіталу, як правило, вигідніша та менш ризикована, якщо країна досягла певного рівня фінансового та інституційного розвитку.** У свою чергу лібералізація може прискорити подальший розвиток таких країн (за рахунок кумулятивного ефекту). З організаційної точки зору лібералізація повинна бути добре спланована, вчасна та послідовна, щоб гарантувати, що її переваги переважують можливі втрати. Проте необхідно мати на увазі, що швидкий (стрибкоподібний) приплив або руйнівний відплив капіталу можуть створити не тільки економічні, а й політичні проблеми. У зв'язку з цим ключову роль повинна відігравати макроекономічна політика, в тому числі в монетарному, фіскальному та валютно-курсовому сегментах, а також стосовно забезпечення ефективного фінансового нагляду та регулювання.

[52] Obstfeld, M., Taylor, A.M. (1997). The Great Depression as a Watershed: International Capital Mobility Over the Long Run. *NBER Working Paper Series, Working Paper* 5960, 2. Retrieved from http://www.nber.org/papers/w5960.pdf?new_window=1

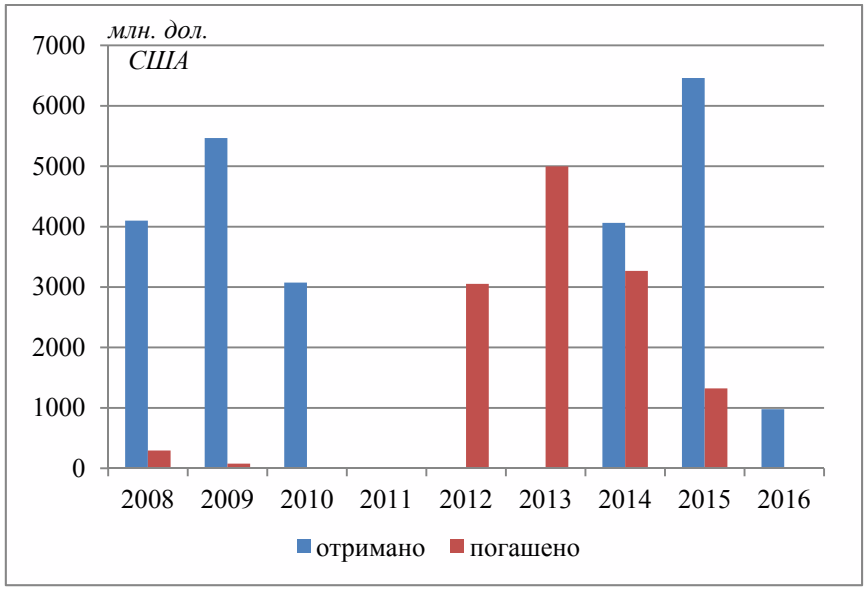

Рис. 4.1. **Повернення-залучення позикових коштів МВФ Україною у 2008–2015 рр.**

Джерело: складено автором за даними МВФ.

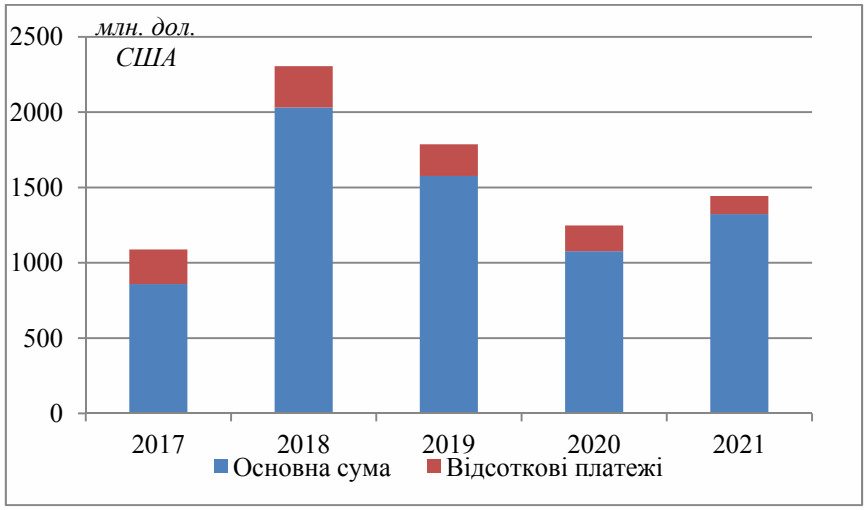

Рис. 4.2. **Зобов'язання України щодо погашення та обслуговування позик МВФ**

Джерело: складено автором за даними МВФ.

тим самим процес залучення в Україну приватних іноземних інвестицій, враховує інтереси розвитку реального сектора країни-реципієнта.

У періоди економічної нестабільності, та особливо в періоди криз, у світі суттєво посилюється потреба у глобальному управлінні за допомогою міжнародних фінансових інститутів. Формально МВФ та Світовий банк діють як чисто фінансові та економічні агенти, але у програмах, які розробляються, як правило, є політична складова.

Протягом останніх десятиліть МВФ та Світовий банк демонстрували здатність частково адаптуватись до викликів сучасності, розробляючи механізми регулювання, однак ця здатність не відповідає цим викликам повною мірою, оскільки обмежена усталеною специфікою організаційної структури та парадигми мислення, яка сформувалась у цих інститутах.

Ключовою проблемою більшості програм реформування економік країн-позичальниць МВФ та Світового банку є депривація (скорочення або повне позбавлення можливості задовольняти основні потреби – психофізіологічні або соціальні) та фрустрація (негативний психічний стан, що виникає в ситуації реальної або передбачуваної неможливості задоволення тих чи інших потреб) більшої частини населення цих країн у результаті тимчасового, але значного зниження рівня його життя, а також пов'язане з цим загострення внутрішньополітичної ситуації.

Саме 10 років Україні доведеться розраховуватися за вже взятими у МВФ кредитами. Після перепочинку в 2016 р. (коли ще не настав термін гасити позику 2014 р.), у 2017 р. потрібно буде погасити майже 1 млрд дол. США, а в 2018 р. – вже трохи більше 2 млрд дол. США. Подальші суми і терміни можуть зрости, оскільки Україна продовжуватиме вибірку коштів Фонду (рис. 4.1).

На рис. 4.2 наведені дані щодо майбутніх розрахунків України з МВФ на період до 2021 р. (загальна сума та відсотки по виплатах).

Для того щоб отримати черговий транш МВФ, треба виконувати взяті зобов'язання. МВФ має три блоки зобов'язань, як правило, в будь-якій країні. Перший блок – це монетарний, другий – фіскальний, третій – структурні реформи. Видається, що стосовно монетарного блоку до України не може бути питань. Коли гривню відпустили у відносно вільне плавання, резерви, які становили на той момент 5 млрд дол. США, почали поступово поповнюватися грошима зовнішніх кредиторів.

У будь-якому разі **лібералізація повинна здійснюватися в рамках відповідної макроекономічної та валютно-курсової політики та за наявності здорового фінансового сектора**.

Точкою дотику багатьох досліджень стало твердження щодо нестачі капіталу для розвитку української економіки (чим, власне, і обумовлюється політика залучення іноземних інвестицій та отримання зовнішніх позик). Тим часом насправді ситуація виглядає дещо інакше. Для її розуміння необхідно чітко розділити поняття «нестача капіталу для економіки України» та «нестача капіталу в Україні».

Нестача капіталу для економіки виникає тоді, коли повне завантаження виробничих потужностей та робочої сили в країні не задовольняє існуючий або реальний потенціальний попит на продукцію національної економіки – тобто коли економічне зростання (ВВП, обсяги виробництва та збуту тощо) стримуються лише (або головним чином) нестачею фінансових ресурсів для будівництва нових потужностей, закупівлі сировини та найму робочої сили.

Нестача капіталу в країні – це ситуація відсутності у резидентів країни вільних фінансових коштів (накопичень), необхідних для здійснення інвестицій. Кількісно (в кейнсіанській моделі Хікса-Хансена) обсяг такої нестачі визначається відповідно до правила: для того щоб рівновага на ринку товарів могла мати місце, необхідно, щоб обсяг заощаджень дорівнював обсягу інвестицій.

Вочевидь, насправді ми не маємо справи з жодним із цих різновидів нестачі капіталу, оскільки, з одного боку, низький рівень завантаження виробничих потужностей та високий рівень відкритого та прихованого безробіття свідчать про недовикористання існуючого капіталу (виробничого та людського), а з іншого – наявність значних заощаджень населення та фінансових коштів, виведених резидентами за кордон, підтверджують наявність необхідних для інвестування фінансових ресурсів. Інша справа, що виробництву не вистачає саме фінансового капіталу, але резиденти не схильні інвестувати його в українську економіку.

Таким чином, не можна не бачити і того, що ***проблема «нестачі капіталу» у нас продукується проблемою, можливо, ще більш гострою – недовірою капіталу***.

Актуальною для України є проблема хронічної дефіцитності поточного рахунку платіжного балансу та нестабільності фінансового рахунку, яка виливається у періодичне повторення валютних криз.

Монокультурна залежність економіки від сировинних галузей (чорної металургії й великотоннажної хімії) створила хворобливу залежність в умовах відкритості від кон'юнктури світових ринків. Так, уже у 2005 р. унаслідок суттєвого погіршення умов торгівлі сальдо торговельного балансу стало негативним (-1,1 млрд дол. США), а сальдо поточного рахунку скоротилося з 6,9 до 2,5 млрд дол. США. В зазначений період на наших традиційних ринках з'являлося дедалі більше товарів з Китаю, який протягом лише 2005 р. збільшив експорт продукції чорної металургії на 26% порівняно з 2004 р.

Оцінюючи динаміку платіжного балансу передкризового періоду, слід окремо приділити увагу імпорту. Значна частка в українському імпорті припадала на машини наземного транспорту та електротовари для домашнього вжитку. В цілому значну питому вагу в структурі імпорту займали саме споживчі товари. Характерною особливістю України стала більш висока ефективність імпортних операцій порівняно з експортними. Ця особливість виникла внаслідок маніпулювання з податком на додану вартість та митними платежами. Створилася ціла індустрія фальшування та маніпулювання з цінами при зовнішньоекономічних операціях, що й стало підґрунтям для зазначеного феномену.

Дефіцит поточного рахунку у 2013 р. зріс до 16,4 млрд дол. США, або до 9,0% від ВВП (у 2012 р. – 14,3 млрд дол. США, або 8,1% від ВВП). У 2014 р. дефіцит поточного рахунку скоротився до 4,6 млрд дол. США, або 3,4% від ВВП. Низька економічна активність (падіння ВВП на 7,3%) та зменшення купівельної спроможності населення (інфляція становила 24,9%) зумовили суттєво вищі темпи падіння імпорту (-28,1%) порівняно з експортом (-9,9%). У 2015 р. дефіцит скоротився ще більше – до 176 млн дол. США (0,2% від ВВП), а темпи падіння обсягів зовнішньої торгівлі ще більше прискорилися: експорту – до 27,7%, а імпорту – до 29,3%. Але у першій половині 2016 р. темпи падіння експорту товарів нарешті зменшилися до 3,7% (у II кварталі 2015 р. – 37,5%), імпорту товарів – до 2,2% (у II кварталі 2015 р. – 39,2%). Унаслідок цього профіцит поточного рахунку платіжного балансу в II кварталі 2016 р. зріс удвічі у порівнянні з відповідним періодом 2015 р. і становив 615 млн дол. США (3,0% від ВВП). На жаль, уже у серпні 2016 р. дефіцит поточного рахунку становив 414 млн дол. США (у серпні 2015 р. профіцит дорівнював 38 млн дол. США). І хоча вперше з початку року відбулося зростання експорту товарів: на 1,0% (у липні знизився на 10,0%) – відновлювальну тенденцію ще не можна було вважати основною.

Дефіцит **рахунку капіталу та фінансових операцій** у 2014 р. становив 8,0 млрд дол. США, в той час як у попередньому році додатне сальдо ста-

Аналіз особливостей співпраці України з міжнародними фінансовими організаціями дає можливість визначити напрями оптимізації взаємин з ними, які визначаються специфікою самих МФО.

Перший напрям передбачає ***збереження наявних рівнів і форм взаємовідносин України з міжнародними фінансовими організаціями*** і надалі. У цьому разі можливим є також повне збереження всіх тих суперечностей, які існують і зараз. Можна також прогнозувати, що суперечності у відносинах з МФО посилюватимуться, враховуючи і процес трансформації самих організацій, і можливий розвиток національної економіки України. До того ж одним із обтяжуючих факторів можуть виступати посткризові коливання загальносвітових економічних процесів.

Другий напрям, як свідчить міжнародна практика, передбачає перехід від безпосереднього отримання фінансових ресурсів від МФО до отримання тільки політичної та консультативної допомоги. У цьому разі можна прогнозувати фактичне збереження стану поточних взаємин України з такими організаціями, враховуючи те, що протягом довгого періоду фінансові ресурси в Україну не надходять. У таких умовах офіційний перехід від стану очікування грошей до постійної політичної та консультативної підтримки знизить деяку напругу у відносинах з міжнародними організаціями і в цілому позитивно впливатиме на подальший розвиток ситуації в Україні та знизить залежність від зовнішнього кредитування.

Але зараз Україна не в змозі відмовитися від кредитів МФО і продовжуватиме активну співпрацю з ними. Потрібне узгодження програмних документів співпраці з МФО і кредитів, які залучаються Україною, з пріоритетами соціально-економічного розвитку України.

Очевидним є те, що міжнародні фінансові організації далеко не завжди враховують об'єктивні потреби розвитку (в тому числі в плані проведення промислової, науково-технічної політики) і специфіку (наприклад, наявність тих чи інших інструментів соціальної допомоги, вимушено пільгових тарифів) держави, яка отримує зовнішні надходження. До речі, в цьому контексті можна згадати про можливість і необхідність впровадження цільового підходу до співпраці з кредиторами. Зокрема, слід звернути увагу на те, що різні кредитори або потенційні кредитори мають і різні підходи до характеру використання запозичених коштів. Особливої уваги в цьому відношенні заслуговує співпраця з Європейським банком реконструкції та розвитку (ЄБРР) як установою, що здійснює кредитування на мікрорівні і стимулює

ринкових відносин в Україні виникли проблеми з реформуванням економіки. Країни Африки та Латинської Америки не мали таких показників соціального розвитку на момент перехідного періоду та отримання кредитів МВФ.

Проблема постійного впливу на діяльність поточного уряду держави. Ця проблема пов'язана з можливістю використання міжнародних фінансових організацій як свого роду «винних за всі негаразди» кожного чергового уряду країни.

На макроекономічному рівні очікування коштів від міжнародних фінансово-кредитних установ знижує відповідальність уряду за свою економічну політику. Більше того, навіть успіх або провал економічної політики прив'язується до результатів переговорів з кредиторами, наданням або ненаданням ними коштів.

Проблема використання політичних чинників прямої підтримки перебування на посадах різного роду молодих реформаторів. Ця проблема перебуває також у контексті проблем збереження національної безпеки. Причому в ряді випадків проблема призначення певних посадових осіб має з боку МФО фактично ультимативний характер.

Проблема оптимізації взаємин України з міжнародними фінансовими організаціями. Ця проблема передбачає визначення оптимальних параметрів взаємовідносин, які б не допускали як конфронтаційну поведінку, так і втрату своєї економічної та політичної безпеки. Визначення необхідних параметрів і цілей відносин із зовнішніми кредиторами є важливою передумовою оптимізації безпосередньо зовнішньої заборгованості.

Одним із перспективних напрямів співпраці України з міжнародними організаціями є ***випуск гривневих облігацій***. 7 серпня 2013 р. був офіційно опублікований Закон України «Про внесення змін до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» щодо емісії облігацій міжнародних фінансових організацій» № 400-VII від 4 серпня 2013 р. Відповідно до Закону, він набрав чинності через 60 днів з дня його публікації, а саме 7 жовтня 2013 р.

Як зазначено в Стратегії партнерства з Україною (СПУ) на 2012–2016 фінансові роки, стратегія Міжнародної фінансової корпорації (МФК) в Україні й далі зосереджується на підтримці: стабілізації банківського сектора та цільового фінансування агробізнесу, інфраструктури, що доповнюється підтримкою двох міжсекторальних тем, пов'язаних із поліпшенням бізнес-середовища та підвищенням енергоефективності. У 2014 фіскальному році МФК інвестувала 191 млн дол. США за рахунок власних коштів і долучила ще 85 млн дол. США.

новило 18,5 млрд дол. США. Формування дефіциту було зумовлено насамперед погіршенням інвестиційного клімату, внаслідок ведення бойових дій на сході країни та накопичення низки макроекономічних дисбалансів. Це обмежувало залучення приватним сектором як інвестиційних, так і кредитних ресурсів для рефінансування поточних виплат за попередніми позиками. Водночас **державний сектор** залучав у значних обсягах кредити та макрофінансову допомогу від ЄС, Світового банку, Канади, Японії і розміщував єврооблігації під гарантії уряду США. У зв'язку з переходом з обчислення платіжного балансу з формату КПБ5 на формат КПБ6 аналогічний показник за 2015 р. не може вважатися повністю зіставним, але сальдо рахунку капіталу та фінансових операцій залишалось негативним. При цьому основною складовою надходжень стало значне зовнішнє залучення сектора державного управління, чисте фінансування якого становило 3,5 млрд дол. США (у 2014 р. – 3,3 млрд дол. США). Зокрема, було отримано 1 млрд дол. США від Світового банку, розміщено урядові єврооблігації під гарантії уряду США на суму 1 млрд дол. США, отримано кредити від Європейської комісії на суму 0,9 млрд дол. США.

Як свідчить статистика, до кризи 2014–2015 рр. дефіцит поточного рахунку перекривався профіцитом за рахунком фінансових операцій, унаслідок чого в цілому Україна мала позитивне сальдо платіжного балансу. Втім, у 2014 р. ситуація погіршилася внаслідок того, що вже і сальдо фінансового рахунку також виявилося від'ємним і цей розрив не вдалося подолати і в 2015 р. (хоча ситуація і почала покращуватися: приплив капіталу за фінансовим рахунком (чисті запозичення) становив 590 млн дол. США проти 173 млн дол. США – у II кварталі 2015 р.). Проте, якщо не відбудеться докорінного перелому, то такий стан платіжного балансу загрожує виникненням стійкого дефіциту зовнішнього балансу.

Ризики дестабілізації платіжного балансу України умовно (наскільки це дозволяє сама природа відносин, стан яких відображається у платіжному балансі країни) можна поділити на екзогенні та ендогенні. **До *екзогенних* (тобто викликаних зовнішніми причинами) слід віднести:**

- ризики загострення світової фінансової нестабільності, результатом чого може стати *зниження рівня схильності міжнародних інвесторів до ризиків*, що, в першу чергу, призведе до відпливу капіталу з ринків, що розвиваються;
- додатково негативний вплив матиме також посилення економічних проблем у зоні функціонування євро: в частині поточного рахунку

результатом буде подальше скорочення європейського імпорту української продукції, а в частині капітального рахунку – зміни напрямів потоків капіталу, обумовлених подіями у країнах групи PIGS;

- крім того, досить високими залишаються ризики подальшого скорочення товарообігу (перш за усе українського експорту) та інвестиційної співпраці з країнами Євразійського Союзу.

Процеси трансформації світової валютно-фінансової системи впливають на фінансову систему України з певною поправкою на рівень адаптованості економіки України до умов глобальної економіки. Зокрема, стан перманентної платіжної незбалансованості (обумовлений негативним сальдо платіжного балансу США та використанням долара як міжнародної валюти розрахунків та накопичень) суттєво впливає на рівень доларизації України. В цілому динаміка рівня доларизації економіки України, розрахованого за методикою МВФ, свідчить про високий рівень доларизації економіки, що у свою чергу створює загрозу зниження ліквідності національної грошової одиниці. Коефіцієнт доларизації, обчислений як відношення валютних депозитів до грошової маси М2, становив 23,4% у 2007 р., 33,4% у 2009 р. та 31% у 2011 р.

Цей показник дещо знизився, становлячи у 2013 р. вже 27,2%, але на кінець І кварталу 2016 р. він знову зріс до 32,2%. Зростання валютних ризиків для українських банків унаслідок наявності короткої відкритої валютної позиції та високого рівня доларизації визнається Національним банком України як потенційна загроза стійкості банківської системи. Ситуація, справді, досить загрозлива внаслідок не тільки досить високих показників доларизації, а й утримання тенденції до їх зростання. Зокрема, протягом 2014 р. рівень доларизації активних операцій банків зріс із 36,4 до 44,7%; доларизації кредитування економіки – з 34,8 до 48,0%; кредитування населення – з 31,6 до 43,5%; доларизації зобов'язань – з 45,9 до 54,2%; коштів фізичних осіб – з 42,8 до 53,2%; коштів юридичних осіб – з 31,3 до 40,2%[53].

Вплив цього фактора яскраво простежується також у динаміці валютної структури розрахунків за операціями поточного рахунку платіжного балансу України. Наприклад, долар США залишається основною валютою розрахунків. Утім, унаслідок зменшення ролі долара як світової валюти можна

[53] Банківська система 2015: виклики та перспективи [Електронний ресурс] / Національний банк України. – Режим доступу : http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=14741673

зобов'язання щодо них, і це при тому, що країна є залежною від нових фінансових вливань із-за кордону. Втім, існуючі проблеми не повинні розглядатися як привід для переведення відносин з міжнародними фінансовими організаціями в конфронтаційний стан. Інакше кажучи, надзвичайно небезпечним було б порушення виконання взятих на себе зобов'язань фінансового та іншого характеру через неспроможність запобігти дефолту або в результаті свідомого політичного рішення.

Для України проблематика взаємин з міжнародними організаціями небезпідставно розглядається в контексті здійснення економічних перетворень. Слід зазначити, що поточна ситуація з наявними зовнішніми борговими зобов'язаннями та їх обслуговуванням ставить державу в скрутне становище.

Проблема платоспроможності України і зростання зовнішньої заборгованості є дуже важливою як у контексті можливостей залучення коштів міжнародних фінансових організацій, так і в контексті збереження національної безпеки України саме в частині зовнішньої заборгованості. Крім цього, саме платоспроможність України є тим самим фактором, який дозволяє взагалі вести мову про залучення зовнішніх фінансових ресурсів.

Проблема неадекватності вимог міжнародних фінансових організацій реаліям економіки України. Ця проблема пов'язана з застосуванням відносно України певних шаблонів, які використовуються в інших країнах світу, включаючи не тільки країни Центральної та Східної Європи, а й Латинської Америки та Азії. Національна економіка України має свої особливості як структурного, так і геоекономічного характеру, які не дозволяють ставити її в один ряд з економіками країн Латинської Америки. Стандартні економічні програми, які реалізуються за допомогою МВФ, використовують ключові агрегатні економічні змінні: внутрішній кредит, дефіцити бюджетів у державному секторі, міжнародні резерви, зовнішній борг, відсоткова ставка, валютний курс, ціни, податки. Рекомендовані МВФ коригуючі заходи для країн, направлені на макроекономічну стабілізацію та оздоровлення платіжних балансів, мають також дефляційну компоненту. Ціль кредитування – це забезпечення рівноваги платіжного балансу та підтримання стабільності валютного курсу країни-реципієнта. При цьому ігнорується існування традиційних соціально-економічних структур, географічних та етнографічних особливостей країн. Приклад України показовий. Країна протягом понад 70 років існувала у формації соціалізму, мала розвинену інфраструктуру, систему освіти і охорони здоров'я. При переході від формації соціалізму до

закриття лазівок, які призводять до ухилення від сплати податків. Крім того, кредитна лінія DPL підтримує уряд у його зусиллях зміцнювати системи соціального захисту, щоб пом'якшити вплив реформ на бідні і вразливі верстви населення.

Реформи, які підтримує ця програма, значною мірою повинні мати або нейтральні, або позитивні екологічні наслідки. Реформування неефективних і несправедливих енергетичних субсидій зумовить більш ефективне використання цих ресурсів, у тому числі заходів з підвищення енергоефективності в середньостроковій перспективі. Паралельно з цією лінією кредитування позичальник здійснює низку програм з підвищення енергоефективності в муніципальних і житлових приміщеннях, у тому числі за підтримки Світового банку, який сприяє подальшому зміцненню позитивного впливу на навколишнє середовище цих заходів. Очікується стимулювання розвитку бізнесу, в тому числі й у промисловості. Потенційні наслідки від підвищення промислового виробництва будуть посилені добре розвиненою системою екологічних дозволів, оцінки впливу на навколишнє середовище та моніторингу дотримання наміченого. Увага фахівців Світового банку концентрується на подальшому зміцненні цієї системи.

На жаль, на сьогодні, коли ці два проекти вже закриті, в Україні не досягнута ціль більш збалансованого розподілу соціального тягаря. Програма повинна була включати в себе DPL-реформи, спрямовані на скорочення втрат державних коштів, у тому числі рішучі кроки з приборкання широко розповсюдженої корупції і закриття лазівок для ухилення від сплати податків, але й досі ситуація в Україні з корупцією є критичною, а система податкового адміністрування залишається слабкою.

4.2. Результати та проблемні питання співробітництва України з МВФ, Світовим банком, ЄБРР

Світовий досвід надає багато прикладів як ефективного, так і неефективного використання коштів міжнародних фінансових організацій (МФО). У кожному разі органічне поєднання внутрішніх і зовнішніх джерел фінансових ресурсів країни є запорукою сталого її розвитку. При цьому фінансова відкритість обов'язково повинна характеризувати здатність країни брати участь у міжнародних економічних відносинах без негативних наслідків для макроекономічної стабільності держави.

Складність побудови відносин із зовнішніми кредиторами пов'язана з багаторічною неможливістю для України виконувати в повному обсязі свої

спостерігати поступове зменшення частки долара США (хоча і не як безперервної тенденції). Проте його частка (за надходженнями) впала з 77,8% у 2006 р. до 70,5% – у 2014 р.

Паралельно відбувається процес практично неухильного зростання частки євро: з 6% у 2002 р. до 14,9% – у 2014 р. Причому за виплатами частка євро сягає ще вищої позначки – 27,5% (долар США, відповідно, – 63,9%), що стало наслідком посилення євроінтеграційних процесів та зростання імпорту з країн ЄС.

Певну специфіку відносин відображає непропорційно велика (щодо його світового значення) частка російського рубля, яка у 2013 р. сягала 17% (у 2002 р.– 17,2%). Усередині зазначеного періоду відбувалося певне зниження – до 11,1% у 2006 р., після чого позиції російської валюти поступово відновилися і лише в 2014 р. знову знизилися до 14% (що все одно є надзвичайно високим показником). Такий стан (а за виплатами частка рубля ще вища – на рівні 25–33%) відображає результати політики РФ, спрямованої на створення єдиного валютного простору на території СНД.

Що стосується іншої зростаючої валюти – китайського юаня, то, незважаючи на певні кроки Нацбанку (підписання своп-угоди з Центральним банком КНР), китайська валюта поки що не відіграє якоїсь помітної ролі у структурі розрахунків українських резидентів, що свідчить про недостатню включеність України у глобальні процеси, які відбуваються поза межами найближчих географічних сусідів.

Характерно, що у валютній структурі зовнішнього боргу частка російського рубля в останні роки практично не виходить за межі 2,5% (у 2014 р. – 2,2%), що більш відповідає як ролі цієї валюти у міжнародній економіці, так і позиції Росії на світовому кредитному ринку.

Що стосується співвідношення часток долара та євро у валютній структурі зовнішнього боргу України, то воно в останні роки залишається практично незмінним (долар США 78,7% у 2007 р. та 78,3% – у 2014 р.; євро, відповідно, 11,1 та 11,2%), що в цілому відповідає співвідношенню позицій США та ЄС на світовому кредитному ринку: адже, незважаючи на високий потенціал ЄС за останні роки, боргова криза в країнах європейської периферії, банківська криза в Ірландії та на Кіпрі, а також певна автономія фінансового центру в Лондоні не дозволили країнам ЄС створити справжню конкуренцію Сполученим Штатам. Долар США залишався основною валютою зовнішніх запозичень України також станом на 1 січня 2016 р. – 75,2% (на 01.07.2016 – 74,6%). Помітно зросла питома вага зобов'язань у СПЗ (перед МВФ) – з

6,0% на початок року до 10,5% (на 01.07.2016 – 11%). Частка зовнішньої заборгованості в гривнях скоротилася за рік з 1,7 до 0,8% від валового обсягу боргу (на 01.07.2016 – 0,9%). Зобов'язання в російських рублях становили 1,5% від валових зовнішніх зобов'язань українських резидентів порівняно з 1,9% на початок року (на 01.07.2016 – 1,7%). Що стосується євро, то на його частку зовнішнього боргу припадало 10,7% станом на початок 2016 р. і 10,8% – на середину року[54].

Отже, основними напрямами впливу динамічних змін світової валютно-фінансової системи на національну слід вважати:

1) посилення актуальності завдання лібералізації руху капіталу, поширення якої на теренах країн з ринками, що формуються, знижує конкурентоспроможність України;

2) збереження високого рівня доларизації економіки України як ефекту розширення доларової грошової маси і глобальних дисбалансів у поєднанні з низькою стійкістю національної грошової системи;

3) зростання екзогенних ризиків платіжного балансу України внаслідок світової фінансової нестабільності та можливості зменшення схильності інвесторів до прийняття ризиків;

4) зміни валютної структури надходжень і виплат за поточним і фінансовим рахунками платіжного балансу, які відображають як глобальні тенденції (послаблення позицій долара США як світової валюти, поширення євроінтеграційних процесів, зростання у світовому господарстві ролі Китаю), так і дію специфічних регіональних факторів.

2.3. Основні тенденції валютного курсоутворення у країнах, що розвиваються: сучасна практика та історичний досвід

Світова фінансово-економічна криза 2007–2009 рр. породила чимало викликів для існуючої валютно-фінансової системи. Багато країн, у тому числі й розвинених, почали дедалі активніше регулювати обмінні курси своїх валют, застосовуючи при цьому як традиційні, так і нетрадиційні методи, що загрожує поглибленням значних хронічних дисбалансів на світо-

[54] Зовнішній борг України. Статистика [Електронний ресурс] / Національний банк України. – Режим доступу : https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?showHidden=1&art_id=65613&cat_id=44446#4

з Україною на 2012–2016 рр.», яка спрямована на допомогу Уряду у реалізації програми економічних реформ та інтеграції з ЄС.

У 2015–2016 рр. фінансових роках відбувалося фінансування інвестиційних проектів у таких сферах: транспорт; енергетика; комунальні послуги; охорона здоров'я. У Стратегії оголошено про можливість надання Україні програмних позик на фінансування бюджету (позики на політику розвитку – ППР), надання яких залежить від оцінки Банком проведення структурних реформ в Україні.

Цілі проектів – сприяння владі у зміцненні оперативного, фінансового і регулятивного потенціалу Фонду гарантування вкладів для вирішення проблем неплатоспроможних банків, підвищення платоспроможності банківської системи шляхом упровадження рекапіталізації банків / планів реструктуризації та своєчасних заходів примусу і зміцнення правової та інституційної бази для поліпшення стійкості та ефективності банківської системи. В Україні викликають побоювання нестабільні події в зоні євро і стан світової економіки разом із політичною кризою в країні. Довіра до уряду і державних установ низька.

Цілі розвитку першої лінії кредитування – це розроблення політики кредитування (DPL1) проекту для України: 1) сприяти належному управлінню, прозорості та підзвітності в державному секторі; 2) зміцнити нормативно-правову базу і знизити витрати на ведення бізнесу; 3) реформувати неефективні і несправедливі комунальні субсидії, захищаючи бідних. DPL1 підтримує пріоритетні заходи щодо реформи для вирішення ключових структурних проблем нинішньої економічної кризи в Україні і закладає основу для всеосяжного і стійкого зростання. Робота є невід'ємною частиною пакета скоординованої фінансової допомоги від міжнародних партнерів, щоб допомогти Україні вирішити нагальні проблеми макроекономічної політики, для проведення середньострокових структурних реформ.

Програмна серія DPL стоїть в одному ряду зі стратегічними напрямами, викладеними в стратегії партнерства з країною (FY2012-16), і спирається на давній політичний діалог з владою. Для підвищення загального процвітання і захисту успіхів, які досягнуті в боротьбі з бідністю, DPL фокусується на реформах, які підтримують збалансований розподіл соціального навантаження в результаті необхідної перебудови економіки. Для досягнення більш збалансованого розподілу соціального тягаря програма включає в себе DPL-реформи, спрямовані на скорочення втрат державних коштів, у тому числі рішучих кроків з приборкання широко розповсюдженої корупції і

податків в єдиний спеціальний офіс. Найважливішою частиною реформи енергетичного сектора є **реформування Нафтогазу**. Перед урядом стояло завдання скоротити дефіцит держкомпанії до 3,1% ВВП у 2016 р. і усунути його в 2017 р. З цією метою були підвищені тарифи на газ для населення та бізнесу.

Що стосується дерегуляції і поліпшення бізнес-клімату, то була ухвалена стратегія реформ на 2014–2017 рр. Тоді ж було ухвалено низку законів, спрямованих на боротьбу з корупцією та відмиванням грошей. Незважаючи на це, боротьба з корупцією на вищих рівнях влади надзвичайно ускладнена, зазначається в меморандумі. Тому уряд зміцнює законодавчу базу роботи Національного антикорупційного бюро України (НАБУ). Діяльність НАБУ підлягає громадському нагляду шляхом щорічного звітування про виконану роботу.

Після ухвалення відповідних законів **НАБУ дістало змогу проводити розслідування на найвищих рівнях**, включаючи колишніх президентів України, і отримає доступ до всієї необхідної інформації, включаючи ту, на яку поширюється банківська таємниця. Боротьба з відмиванням грошей також вестиметься проти впливових політичних осіб. НБУ і Служба фінансових розслідувань вивчатимуть підозрілі транзакції, пов'язані з такими особами. Зазнає змін існуюча система **розкриття інформації про доходи високопоставлених чиновників**.

МВФ та Світовий банк спрямовують свої зусилля переважно у бік створення стійкої фінансової системи. Процес поступової трансформації співпраці України зі Світовим банком може надати позитивної динаміки у майбутньому. За роки співробітництва Світовий банк затвердив для України **50 позик загальним обсягом 10,1 млрд дол. США**, з яких отримано **7,4 млрд дол. США. На сьогодні на стадії реалізації перебувають 10 проектів**, метою яких є модернізація інфраструктури, зокрема в енергетичному, транспортному і комунальному секторах, модернізація системи соціальної підтримки.

Світовий банк відіграє важливу роль у наданні фінансової та технічної допомоги для України при цілісному та системному переході до ринкової економіки, починаючи з часів вступу нашої держави до цієї інституції у 1992 р. Банк надає значну підтримку у реформах банківського і фінансового секторів, удосконаленні системи соціальної допомоги, підвищенні якості та покращенні умов бізнес-середовища. Співробітництво зі Світовим банком здійснюється на основі ухваленої у лютому 2012 р. «Стратегії партнерства

вих фінансових і товарних ринках, а також зростанням невідповідності обмінних курсів фундаментальним економічним показникам.

До кризи під впливом процесів міжнародної фінансової інтеграції відбулася інтенсифікація міжнародних потоків капіталу, які мали масовий та хаотичний характер, і чинили тиск на валютні курси. В таких умовах актуалізувалося питання вибору режиму валютного курсу. Так, до 2008 р. сформувалася стійка тенденція прив'язки обмінних курсів – частка країн, які в той чи інший спосіб фіксували свої обмінні курси, у 2008 р. зросла до 60% порівняно з 50% у 2001 р. Проте країни з фіксованим курсом виявилися більшою мірою схильними до валютних, а також подвійних (валютних і банківських) криз. Тому ще у передкризовий період деякі країни, що розвиваються (Бразилія, Чилі, Ізраїль і Польща), перейшли до режиму плаваючого валютного курсу (табл. 2.2).

У посткризовий період на самітах «Групи двадцяти» неодноразово говорилося про необхідність посилення ролі вільного формування обмінних курсів національних валют як важливої передумови вільної та «чесної» міжнародної торгівлі і скорочення глобальних дисбалансів. Справді, ряд емпіричних досліджень та практичний досвід деяких країн показують, що більш гнучкий обмінний курс дозволяє уникати стійких профіцитів за рахунком поточних операцій та сприяє своєчасному коригуванню рахунку поточних операцій. З цих міркувань валютний курс розглядається як один з інструментів корекції дисбалансів загалом у глобальній економіці, а не тільки в одній країні.

Таблиця 2.2

Співвідношення країн, що дотримуються різних режимів валютного курсу, *% від загальної кількості країн-членів МВФ станом на 30 квітня 2015 р.*

Режим	1996	2001	2007	2008	2009	2012	2013	2014	2015
Режими жорсткої прив'язки	9,2	11,3	12,2	12,2	12,2	13,2	13,1	13,1	12,6
Режими м'якої прив'язки	58,2	38,7	43,6	39,9	34,6	39,5	42,9	43,5	47,1
Плаваючий курс	32,6	50,0	44,1	39,9	42,0	34,7	34,0	34,0	35,1
Інші режими	н/д	н/д	н/д	8,0	11,2	30	9,9	9,4	5,2

Джерело: Annual Report on Exchange Arrangement and Exchange Restriction / International Monetary Fund. – October 2015.

Проте сучасні реалії такі, що вільно плаваючий курс виявився далеко не універсальною панацеєю від глобальних та країнних дисбалансів, що в

більш загальному плані відображає значні варіації базових економічних умов, таких як очікуване зростання внутрішнього попиту в країні та у її торговельних партнерів, зниження цін на біржові товари, посилення залежності від потоків капіталу. Така нестабільність валютних курсів зумовила періодичне втручання центральних банків у процеси курсоутворення та застосування спеціальних методів управління валютним курсом (табл. 2.3), а також перехід деяких країн до проміжних режимів курсоутворення, в тому числі країн, які дотримувалися жорсткої фіксації курсу (див. табл. 2.2).

Таблиця 2.3

Заходи втручання центральних банків розвинених країн і країн, що розвиваються

1	2
Японія	У вересні 2010 р. Банк Японії, що діє від імені Міністерства фінансів Японії, вперше з 2004 р. вийшов на ринок, в результаті чого курс єни знизився на 3,2%. Наступні виходи Банку Японії на ринок у 2010 і 2011 рр. були пов'язані з недопущенням надмірного зміцнення єни в результаті фінансових потрясінь і мали лише тимчасовий ефект. З листопада 2011 р. Банк Японії не виходить на валютний ринок. Станом на серпень 2015 р. валютні резерви Японії становили 1,19 трлн дол. США, або 25% ВВП. Наприкінці 2012 р. уряд Японії заявив про переорієнтацію економічної політики на основі внутрішніх інструментів, зокрема здійснення експансійної грошово-кредитної політики, яка передбачала «кількісне та якісне пом'якшення», перший раунд якого здійснено у квітні 2013 р. Така політика мала на меті досягнення 2% зростання ІСЦ за рахунок подвоєння монетарної бази.
Корея	У 2009 р. курс вона зміцнювався, що тривало до 2011 р. ЦБ Кореї при цьому активно скуповував валюту, поповнюючи резерви та не допускаючи швидкого зростання вона. У 2013 р. динаміка вона була нестабільною: у першій половині 2013 р. курс вона відносно долара США знизився на 9%, проте вже у другій половині – зріс на 9,6%. В результаті втручання ЦБ валютні резерви Кореї на кінець 2013 р. зросли до 335,6 млрд дол. США, а чиста форвардна позиція (net forward position) збільшилася на 4,9 млрд до 50,5 млрд дол. США. У 2014 р. і 2015 р. ЦБ Кореї виходив на валютний ринок як скуповуючи валюту, так і продаючи її. Зокрема, у липні і серпні 2015 р. після падіння вона до мінімуму за останні 2,5 роки регулятор вийшов із інтервенціями. У червні 2015 р. Центральний банк оголосив про пом'якшення заходів контролю за капіталом в частині відпливу.
Швейцарія	У 2011 р. Швейцарія під впливом ризиків, викликаних кризою в зоні євро, встановлює «підлогу» обмінного курсу франка – 1,2 франка за євро, – змінюючи тим самим валютний режим на кероване плавання.

Але загалом, незважаючи на зовнішню фінансову підтримку, економіка України залишається вразливою до економічних шоків, а темпи структурних реформ, яких набрали останнім часом, мають бути посилені для того, щоб забезпечити стабільне зростання на більш тривалий термін.

У Меморандумі про економічну та фінансову політику України (березень 2015 р.), яка схвалена МВФ, була узгоджена нова програма кредитування на 17,5 млрд дол. США. Програма, зокрема, передбачала:

1) введення гнучкої і стійкої курсової політики;

2) зміцнення банківської системи з тим, щоб та підтримувала економічну активність країни;

3) скорочення державних витрат і реструктуризацію зовнішнього боргу;

4) поліпшення бізнес-клімату та дерегуляцію.

Для реалізації цих цілей Уряд та НБУ зобов'язалися дотримуватися кількох принципів економічної політики. **Монетарна політика** України була спрямована на доведення рівня інфляції до однозначного числа до середини 2016 р. Досягнення цієї цілі передбачало збереження гнучкого курсу гривні та істотне **збільшення золотовалютних резервів** Нацбанку в середньостроковому періоді.

Програма включала положення про те, що Нацбанк продаватиме валюту тільки для підтримки зовнішніх виплат уряду, в тому числі за контрактами Нафтогазу і Енергоатому. Відповідно НБУ скасує заборону Нафтогазу купувати валюту на ринку. Мінфін з цією метою перегляне ставки внутрішньої держпозики у валюті, щоб запропонувати потенційним кредиторам вигідніші умови підтримки уряду. Влада України також планувала провести переговори з Китаєм про продовження існуючого свопу для поповнення резервів та оздоровлення платіжного балансу.

Скорочення державних витрат в Україні передбачало повне **скасування субсидій для Нафтогазу** до 2017 р. Це дозволить привести держборг до задовільного та стійкого рівня 71% ВВП до 2020 р. Влада України підкреслює, що перед нею постало завдання знизити податкове навантаження і одночасно розширити базу оподаткування. З цією метою був скасований ряд дрібних податків і введений податок на дорогі автомобілі.

У меморандумі згадується також ухвалений у 2015 р. закон про трансфертні ціни. З метою оптимізації оподаткування та боротьби з ухиленням від сплати податків в Україні скасована можливість вибору великими платниками податків податкових агентів. На сьогодні 60% таких платників обслуговуються поза контролем спеціальних інспекцій. До кінця 2016 р. уряд зобов'язувався звести **обслуговування усіх великих платників**

вийде на бурхливе економічне зростання. Експерти МВФ були впевнені, що проблема має короткостроковий характер. Але у міру виконання програми SBA, стало очевидно, що вона ґрунтувалася на надмірно оптимістичних допущеннях і недооцінювала ризики. Вимагати виконання меморандуму вже було неможливо. Простіше було зупинити діючу програму і почати нову.

Обсяги фінансування за програмою EFF є більш значними, а позика надається на більш тривалий термін. Крім того, EFF за рахунок великих термінів дає більш гнучкий підхід, який дозволить не грубо орієнтуватися на дефіцит платіжного балансу, а враховувати різні макроекономічні фактори. Цільових орієнтирів і завдань, поставлених перед Україною, стало більше, але їхнє виконання, як мінімум, давало більше простору для дискусій.

Вимоги МВФ достатньо стандартизовані і передбачають проведення заходів, спрямованих на оздоровлення фінансового сектора, збалансування державних фінансів, реформування паливно-енергетичного комплексу та проведення інституційних реформ. Єдине, що тепер українська влада отримала можливість розтягувати їх у часі. Це дозволило дещо пом’якшити наслідки жорстких реформ.

Одним із шоків, які слід було пом'якшити, стала вимога підвищити тарифи на газ і житлово-комунальні послуги для населення, замінивши пільги адресними субсидіями. За фактом – підвищення тарифів поставило країну на межу соціальної катастрофи. Дотримуючись вимог МВФ, тарифи на газ з 1 травня 2015 р. зросли в середньому на понад 50%. Далі їх слід було поетапно підвищувати на 20%. Місія МВФ розраховувала, що курс гривні буде триматися в діапазоні 11–12 грн/дол., але падіння гривні виявилося непередбачувано глибоким, а значить, газ подорожчав більш відчутно. Чим далі буде падати національна валюта чи зростати світова ціна на газ, тим складніше уряду підвищувати тарифи. Проблему дефіциту «Нафтогазу» вирішити тарифними засобами не вийшло, необхідні були структурні зміни компанії. А девальвація разом із підвищенням тарифів створили валютну пастку.

Ще одна вимога, яка розійшлася з реальністю, – це перехід від фіксованого курсу до таргетування інфляції. Таргетувати високу інфляцію, коли вона досягає 20–25%, недоцільно, тому МВФ тимчасово відтермінував це завдання. Нацбанк de facto частково повернувся до режиму керованого курсу як шляхом адміністративних обмежень, так і шляхом інтервенцій на міжбанківському валютному ринку. Зокрема, йдеться про ручне управління рухом валютної виручки.

Закінчення табл. 2.3.

1	2
	У 2012–2014 рр. Національний банк Швейцарії виходить на ринок з інтервенціями, щоб не допускати зростання курсу франка, вкотре підтверджуючи свій намір дотримуватися режиму регульованого курсу. Протягом першої половини 2015 р. регулятор двічі втручався у валютний ринок: у січні 2015 р. Центральний банк Швейцарії відмовився від мінімального курсу національної валюти і знизив облікову ставку з -0,25% до -0,75%; у червні 2015 р. – вихід на ринок з інтервенціями задля нівелювання підвищеного тиску на франк внаслідок припливу капіталу з єврозони, в результаті чого міжнародні резерви досягнули 554,6 трлн дол. США
Бразилія	У серпні 2013 р. Центральний банк Бразилії у відповідь на зростаючий тиск на реал оголосив про проведення офіційної програми інтервенцій, в основному за рахунок операцій на ринку похідних валютних інструментів (продаж на відкритому ринку валютних свопів і операції РЕПО на спотовому ринку). Ця програма мала три раунди. У березні 2015 р. Центральний банк Бразилії призупинив цю програму, проте вже у вересні цього ж року знову оголосив про проведення інтервенцій на дискреційній основі
Китай	З 2005 р. Китай реалізовує політику керованого плавання з прив’язкою до кошика валют, точна кількість яких не оприлюднюється. Коридор коливання курсу юаня постійно розширювався від ±0,5% до ±1% у квітні 2012 р. і ±2% у березні 2014 р. У серпні 2015 р. було змінено порядок встановлення курсу юаня, який повинен відповідати ринковій вартості на кінець сесії попереднього дня і прив’язуватися до кошика валют. Тоді ж Народний банк Китаю знизив курс юаня на 1,9% (11 серпня), 1,6% (12 серпня) і 1,1% (13 серпня), що призвело до зменшення золотовалютних резервів Китаю на понад 500 млрд дол. США.

Джерело: складено автором.

Щодо доцільності застосування проміжних валютних режимів, то, відповідно до досліджень МВФ, країнам з ринками, що формуються, найбільше підходить режим регульованого валютного курсу (як підкласу проміжного), оскільки він сприяє досягненню більш високого ступеня макроекономічної стабільності:

- розмір бюджетного дефіциту у країнах із проміжними режимами у 1990–2007 рр. у середньому був меншим (-3,0% ВВП), ніж у країнах із фіксованим курсом (-3,2% ВВП) і вільно плаваючим (-4,0% ВВП);

- середній темп економічного зростання цієї групи країн протягом 1980–2007 рр. був вищий (2,4%), ніж у країнах з режимом фіксованого курсу (1,2% і незалежного плавання (1,5%);
- за показником дефіциту поточного рахунку країни із проміжним режимом (-4,5% ВВП) перебувають у вигіднішому становищі, ніж країни з режимом фіксації (-5,7% ВВП), але дещо гіршому, ніж країни з плаваючим курсом (-3,4% ВВП);
- за параметром середнього темпу інфляції у групі країн з ринками, що формуються, які застосовували проміжний режим курсоутворення (12,9%), відчувалася очевидна перевага порівняно з країнами з плаваючим режимом (17,1%), проте не стосовно країн з фіксованим курсом (11,7%)[55].

На посткризову актуалізацію застосування проміжних режимів валютного курсу, а саме керованого плавання, звертає увагу у своїй праці А.Гош та ін., які на основі даних з 50 країн, що розвиваються, за 1980–2011 рр. показали, що країни з проміжними валютними режимами справді найбільш вразливі до банківських і валютних криз (що є найвагомішим недоліком цього класу режимів), але при де-факто дотриманні режиму керованого плавання – як підкласу проміжних режимів – існує менша схильність до криз та прийняття ризиків. У цьому контексті зазначалося, що чіткої межі між безпечним і ризикованим керованим плаванням немає, однак такою лінією може бути ступінь втручання центральних банків у процеси на валютному ринку[56].

Таким чином, після кризи спостерігалася тенденція до активного втручання центральних банків у процеси валютного курсоутворення, оскільки надто тривалий період посткризового відновлення світової економіки примусив органи влади багатьох країн застосовувати всі можливі інструменти стимулювання й підтримання ділової активності, в тому числі й курсові механізми. У свою чергу країни, що мали за системою класифікації МВФ негнучкі валютні режими, здійснили ряд важливих реформ у напрямі підвищення їх гнучкості.

Іншою формою втручання у результаті слабкого відновлення економіки після фінансової кризи 2008–2009 рр. та наростання дефляційних ризиків

[55] Ghosh, A.R., Ostry, J.D. and Tsangarides, C. (2010). Exchange rate regimes and the stability of the international monetary system. *IMF Occasional Paper,* 270. Retrieved from https://www.imf.org/external/pubs/nft/op/270/op270.pdf

[56] Ghosh, A., Ostry, J., Qureshi, M. (2014). Exchange Rate Management and Crisis Susceptibility: A Reassessment. *IMF Working Paper*, January. Retrieved from http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2014/wp1411.pdf

Сума кредиту, яку можна отримати за програмою EFF, зазвичай становить 200–600% національної квоти. Українська квота в МВФ – СДР 1372 млн, або близько 1,95 млрд дол. США, 600% – це 11,7 млрд дол. США. Україна оформила запит на 20 млрд дол. США на 4 роки, але рішенням Фонду обсяги кредитування мають становити 17,5 млрд дол. США. Вийти за рамки дозволяє спеціальна примітка, згідно з якою в екстраординарних випадках сума кредитування може бути збільшена.

У випадку з Україною Фонд уже відходив від правил – у рамках очікування він був готовий надати кошти в обсязі 16,67 млрд дол. США протягом двох років. На початку травня 2014 р. МВФ перерахував перший транш – близько 3,2 млрд дол. США. Спочатку другий–четвертий транші були намічені відповідно на 25 липня, 25 вересня і 15 грудня 2014 р. в обсязі по SDR 914,7 млн (близько 1,4 млрд дол. США), п'ятий–восьмий квартальні транші 2015 р. – по SDR 1,372 млрд. Заключний дев'ятий транш (SDR 686 млн) мав надійти у середині березня 2016 р.

Відмінною рисою SBA, як випливає з визначення Фонду, є те, що кошти спрямовуються на фінансування валютної позиції країни, і завдання таких вливань – дозволити Центробанку підтримати імпорт і надати йому достатньо резервів для того, щоб у приватних інвесторів не виникало сумнівів щодо платоспроможності держави.

МВФ надає кредит SBA, якщо у країни тимчасові проблеми з платіжним балансом або раптом трапилося якесь лихо і їй потрібно терміново мобілізувати потрібну суму фінансування. В Україні все спочатку робилося по-іншому. Близько 60% отриманих позик пішли прямо на рахунки уряду, що характерно саме для програм EFF. Якщо надходження за програмою SBA повністю йдуть на поповнення валютних резервів, а за програмою EFF – як на підтримку бюджету, так і валютних резервів, то в нашому випадку можна говорити про те, що співпраця України з МВФ була складовою двох програм. У цьому разі перехід до повноцінної програми EFF закономірний, оскільки Україна – велика країна зі значним подвійним дефіцитом, проблемним публічним сектором і несприятливим інвестиційним кліматом, що вимагало наявності середньострокової програми зі значними обсягами фінансування, спрямованої на вирішення проблем платоспроможності країни-боржника.

Переговори Уряду України з МВФ було розпочато тому, що при започаткуванні програми SBA були переоцінені можливості української економіки відновлюватися самостійно. Уряд спирався на переконання, що варто ліквідувати кримінальну складову, побороти корупцію, звільнити бізнес, і країна

чотирьох, якщо часу на досягнення макроекономічної стабільності виявляється недостатньо. Термін погашення боргу МВФ при EFF варіюється від 4,5 до 10 років.

Таблиця 4.2

Формула розрахунку квот МВФ: можливості для країн, що розвиваються (розрахункова серія 2)

Країна	Поточна квота	При виключенні мінливості						
		Показник боргу з вагою 15%	При виключенні відкритості		Вага відкритості 20%; вага боргу 5%, вага резервів 10%; змішаний показник ВВП (за ринковим курсом / за ПКС)"			
			Вага перерозподілу на користь ВВП	Вага перерозподілу у пропорції 2:1 на ВВП та резерви	60/ 40	50/50	40 /60	30 /70
1	2	3	4	5	6	7	8	9
Розвинені країни	61,3	48,1	49,6	50,0	49,0	47,9	46,9	45,8
G7	43,4	30,0	31,8	32,4	32,7	31,9	31,1	30,3
США	17,4	12,1	12,9	13,0	13,6	13,2	12,9	12,6
Японія	6,5	4,4	4,7	5,1	5,3	5,2	5,0	4.9
Німеччина	5,6	4,1	4,3	4,3	4,1	4,0	3,9	3,8
Франція	4,2	2,7	2,9	2,9	2,8	2,7	2,7	2,6
Велика Британія	4,2	2,8	3,0	3,0	2,9	2,8	2,7	2,7
Італія	3,2	2,1	2,2	2,2	2,2	2,1	2,1	2,0
Канада	2,3	1.8	1,9	1,9	1,9	1,8	1,7	1.7
Євросоюз	30,4	24,9	25,0	24,5	23,0	22,7	22,3	21,9
Країни,що розвиваються	38,7	51,9	50,4	50,0	51,0	52,1	53,1	54,2
БРІКС	14,7	18,7	19,8	21,7	22,3	22,8	23,2	23,7
Бразилія	2,3	2,1	2,2	2,4	2,5	2,5	2,5	2,5
Росія	2,7	2,4	2,5	2,7	2,8	2,8	2,8	2.9
Індія	2,7	2,7	2,9	3,0	3,2	3,4	3,7	3.9
Китай	6.4	11,0	11,6	13,1	13,3	13,4	13,6	13,8
ЮАР	0,6	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6

Джерело: Російський інститут стратегічних досліджень (2016), Центр економічних досліджень. (Розрахункова серія 2). *Змінна "борг" розрахована як відношення відкритості (сума надходжень і платежів по поточному рахунку платіжного балансу) до валового державного боргу.*

Джерела для обох розрахункових серій: для розрахунку показників ВВП і боргу використана база даних WEO, квітень 2016 року; для показників відкритості і резервів – база даних IFS. Змінні розраховані, зважаючи на дані по 2014 року включно.

став перехід центральних банків розвинених країн від традиційної монетарної політики (зниження облікових ставок шляхом купівлі на відкритому ринку короткострокових держоблігацій) до різних нетрадиційних заходів, які спочатку стосувалися кількісного наповнення економіки грошима – регулювання ліквідності банківської системи (програми кількісного пом'якшення (QE)) та окремих фінансових ринків (кредитне пом'якшення (CE), а пізніше почали охоплювати й проблеми формування ціни грошей – політику оголошення про наміри (FG), встановлення від'ємних відсоткових ставок (NIRP). Тоді ж і заговорили про нову еру валютних війн, де основну роль відіграють центральні банки розвинених країн, а інструментами стануть дешеві гроші і низькі обмінні курси.

Не існує чіткого консенсусу щодо ефективності балансової політики центральних банків[57]. З позиції представників країн, що проводять таку політику, вона сприяє підтриманню економічного зростання та формуванню стабільніших макроекономічних та фінансових умов у розвинених країнах, що у свою чергу служить підґрунтям для розширення сукупного попиту, в тому числі й на продукцію експорту країн, що розвиваються, завдяки чому досягається глобальний позитивний ефект.

Проте, з іншого боку, подібні дії чинять істотний тиск на національні валюти інших країн і призводять до подальшого розширення і без того значного диференціалу відсоткових ставок, підтримуючи тим самим потужне перетікання спекулятивного капіталу на ринки країн, що розвиваються. Закономірно, що єдиним завданням регуляторів стало запобігання зміцненню національних валют шляхом нарощування резервів.

Експерти Центрального банку Бразилії, провівши дослідження впливу політики кількісного пом'якшення на економіку Бразилії, виявили, попри позитивний вплив політики на темпи економічного зростання, ряд інших транскордонних ефектів, в основному пов'язаних із надмірним припливом капіталу в країну, а саме: помітного зміцнення реала (наприклад, зростання номінального обмінного курсу реала на 20 в.п. вони пояснюють QE2), розширення нецільового кредитування, основна частка якого припадала на домогосподарства (внесок політики кількісного пом'якшення у розширення

[57] Балансова політика (balance sheet policy) – це нестандартні заходи монетарної політики, які застосовуються центральним банком, коли стандартний трансмісійний механізм монетарної політики перестає працювати і супроводжується або значним збільшенням балансу центрального банку, або суттєвими змінами у його структурі.

кредитування оцінено у від 0,2 в.п. до 0,6 в.п. ВВП при кожному раунді QE), «ралі» на фондовому ринку Бразилії.

Як виявилося, приплив капіталу не супроводжувався відповідними заходами структурної політики. Звідси можна зробити висновок, що політика кількісного пом'якшення поглибила сировинну залежність більшості країн, що розвиваються, і фактично погіршила якість економічного зростання, наслідки чого повною мірою можна було спостерігати при згортанні програми QE. Тоді ж відбувся різкий сплеск волатильності на ринках капіталів. Відносний дефіцит долара зумовив відплив іноземного капіталу з ринків країн, які розвиваються, що спровокувало подорожчання довгострокового кредитування і підвищення ставок зовнішніх запозичень для цих країн, падіння фондових ринків і девальвацію національних валют. Так, тільки у 2014 р. в Аргентині частково прив'язана до долара національна валюта знецінилася на 24%, курс ганського седі знизився майже на 31%, казахстанського тенге – на 19,4%, турецької ліри – на 7%. У 2015 р. ця тенденція продовжилася: казахстанський тенге подешевшав іще на 46,5%, азербайджанський манат – майже на 50%, бразильський реал – на 33%.

Через це можна стверджувати, що формування валютних курсів країн, що розвиваються, у посткризовий період відбувалося під домінуючим впливом монетарної політики розвинених країн, які зіткнулися з неочікувано повільним відновленням економіки та неспроможністю національних урядів раціонально та ефективно розпоряджатися надходженням ресурсів, що ще більше посилило їх вразливість до зовнішніх джерел нестабільності.

Крім цього, дедалі більшу роль у курсоутворенні почали відігравати геополітичні фактори, а саме – висока невизначеність політичного та економічного середовища. Зокрема, йдеться про військово-політичні протистояння в окремих країнах та регіонах, посилення терористичних загроз, санкції проти Росії, що підривають підвалини стійкого розвитку, послаблюють споживчі настрої та ділові стимули. Крім цього, потенційна загроза зміни сучасного світоустрою через вихід Великої Британії з ЄС, що безперечно потягне низку негативних наслідків, насамперед у короткостроковій перспективі, і для розвинених країн, а також сформує додаткові середньострокові ризики, у т.ч. пов'язані із втручанням держави в економічну діяльність (наприклад, посилення протекціоністських заходів, девальваційний тиск на більшість валют).

Таблиця 4.1

Формула розрахунку квот МВФ: можливості для країн, що розвиваються (розрахункова серія 1)

Країна	Поточна квота	При виключенні мінливості						
		Показник боргу з вагою 15%	При виключенні відкритості		При виключенні відкритості; вага боргу 5%, вага резервів 10%; змішаний показник ВВП (за ринковим курсом / за ПКС)			
			Вага перерозподілу на користь ВВП	Вага перерозподілу у пропорції 2:1 на ВВП та резерви	60/ 40	50/50	40 /60	30 /70
1	2	3	4	5	6	7	8	9
Розвинені країни	61,3	46,8	43,5	41,4	46,3	44,9	43,6	42,2
G7	43,4	30,0	30,8	28,5	33,1	32,1	31,1	30,1
США	17,4	12,1	13,9	12,3	14,7	14,3	13,9	13,5
Японія	6,5	4,4	4,9	5,3	5,6	5,4	5,2	5,1
Німеччина	5,6	4,1	3,4	3,0	3,6	3,5	3,4	3,3
Франція	4,2	2,7	2,5	2,3	2,7	2,6	2,5	2,4
Велика Британія	4,2	2,8	2,5	2,3	2,7	2,6	2,5	2,4
Італія	3,2	2,1	2,0	1,8	2,1	2,1	2,0	1,9
Канада	2,3	1,8	1,7	1,5	1,8	1,7	1,6	1,6
Євросоюз	30,4	23,3	19,0	17,7	19,6	19,1	18,6	18,1
Країни, що розвиваються	38,7	53,2	56,5	58,6	53,7	55,1	56,4	57,8
БРІКС	14,7	18,9	20,9	22,6	23,7	24,3	24,9	25,4
Бразилія	2,3	2,1	2,6	2,6	2,9	2,9	2,9	2,9
Росія	2,7	2,5	2,7	2,8	2,9	3,0	3,1	3,1
Індія	2,7	2,7	3,3	3,1	3,6	3,9	4,2	4,5
Китай	6,4	11,0	11,6	13,5	13,7	13,9	14,1	14,3
ЮАР	0,6	0,5	0,6	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6

Джерело: Російський інститут стратегічних досліджень (2016), Центр економічних досліджень. (Розрахункова серія 1). *Змінна "борг" розрахована як відношення ВВП до валового державного боргу.*

короткострокових проблем платіжного балансу. МВФ зазвичай визначає цілі та здійснює фінансування залежно від їхнього досягнення урядом, як правило, поетапно. Тривалість програми зазвичай становить рік-два, термін погашення – 3–5 років. У свою чергу EFF був створений для сприяння країнам у вирішенні середньо- і довгострокових проблем платіжного балансу, які вимагають фундаментальних економічних реформ. Термін таких програм зазвичай більший – до трьох років, в деяких випадках – до

діяльність Фонду, а вплив країн, що розвиваються, все ще залишається незначним;

2) істотний перерозподіл квот і голосів у МВФ нині безпосередньо пов'язаний зі зміною формули їх розрахунків, проте компромісу з цього питання досі не досягнуто. Відсутність відкритого діалогу і публічного обговорення грає на користь розвинених держав, які зацікавлені в збереженні існуючого status quo. Проблеми економік, що розвиваються, криються в їх роз'єднаності і, як наслідок, нездатності виробити єдину консолідовану позицію;

3) інші змінні формули (відкритість, мінливість, міжнародні резерви) мають як опонентів, так і прихильників. Тільки резерви визнаються необхідним елементом нової формули. Доцільність використання відкритості і мінливості не знаходить свого підтвердження в дослідженнях співробітників МВФ та інших експертів. Проте на їх збереженні наполягають держави, які отримують від цього найбільші переваги;

4) аргументація на користь включення в розрахунок квот фактора вразливості країн – членів МВФ є обґрунтованою. У сучасних умовах, коли сумарна вартість активів, які обертаються на фінансових ринках, у кілька разів перевершує обсяг світового ВВП, у першу чергу слід враховувати ступінь стійкості держави до потрясінь у фінансовій сфері;

5) фактор уразливості, на нашу думку, найкращим чином може бути оцінений при посиленні ролі показника міжнародних резервів, які можуть бути використані в разі несприятливих змін у зовнішній торгівлі і русі потоків капіталу, і додаванні показника державного боргу, що відображає довгострокові результати бюджетної політики держави. Проведені розрахунки показують, що навіть невелике збільшення ваги міжнародних резервів при одночасному включенні у формулу розрахунку квот змінної державного боргу призводить до скорочення квоти тих держав, які продемонстрували свою вразливість перед впливом зовнішніх і внутрішніх факторів у ході кризи 2008–2009 рр.

При цьому загальний розподіл голосів став би більш справедливим унаслідок досягнення паритету між розвиненими і країнами, що розвиваються (табл. 4.1).

Україна як член МВФ за роки незалежності п'ять разів зверталась за кредитною підтримкою до МВФ. Останній раз – у 2014 р. 30 квітня 2014 р. МВФ схвалив кредитну програму stand-by (SBA) для України. За правилами Фонду, кошти в рамках цієї програми надаються державам для вирішення

Звичайно, вплив такого роду факторів має короткостроковий характер, проте їх значення не обмежується тільки валютними курсами, адже порушуються усталені взаємозв'язки та фундаментальні засади в цілому, особливо в умовах високої інтегрованості світових фінансових ринків.

Таким чином, можна виділити такі ключові тенденції валютного курсоутворення у країнах з ринками, що формуються:

- прогресуюче використання проміжних режимів обмінного курсу, яке передбачає як посилення гнучкості курсів для країн, які фіксували курси, так і активне втручання центральних банків у процеси на валютних ринках для країн із плаваючими режимами;
- домінуючий вплив монетарної політики розвинених країн, який проявляється у посиленні тиску на національну валюту як у бік зміцнення при припливах капіталу, так і в бік зниження при згортанні програм QE і підвищенні ставок;
- активізація ролі геополітичних факторів при формуванні валютних курсів країн, що розвиваються, та їх вплив на встановлення базових економічних умов.

В історичному контексті політика регульованого плавання курсів валют активно використовувалася на стадії експортоорієнтованого зростання економік[58] і скеровувалася на підтримання низького курсу як одного з інструментів промислової політики для експансії експорту і обмеження імпорту. Яскраво це можна спостерігати на досвіді країн Південно-Східної Азії, т.зв. «азійських тигрів».

Економічні успіхи нових індустріальних країн (у т.ч. Китаю) і завоювання позицій на світових ринках, зокрема їхній динамічний експорт у 1980–2000 рр., значно розширили зону дії цінової конкуренції. Як уже зазначалося, заниження обмінного курсу національної валюти було стратегічним маневром промислової політики деяких азійських країн, у яких при встановленні обмінного курсу національної одиниці на рівні 50–70% від ПКС, темпи зростання ВВП на душу населення становили 4–7%, співвідношення експорту до ВВП зросло від 10 до 40% (у Сингапурі до 160%), а частка інвестицій в економіці перевищила 30% (табл. 2.4).

Переходячи до досвіду окремих країн, варто відзначити, що в економічній політиці післявоєнної *Республіки Корея* виділяють три послідовні етапи:

[58] В історичному ракурсі розрізняють чотири стадії модернізації економіки: 1) початкова стадія модернізації (індустріалізація); 2) стадія ініціації експортоорієнтованого зростання; 3) стадія стимулювання прискореного розвитку; 4) стадія розвиненого ринку.

1) імпортозаміщення (1954–1960 рр.). У 50-ті роки домінантою корейської економічної політики було імпортозаміщення, основний акцент робився на розвитку власної легкої промисловості. Для цього періоду характерні помірна інфляція, бюджетний дефіцит, дефіцит платіжного балансу, високий рівень безробіття;

2) орієнтація на зовнішні ринки (1961–1979 рр.). На початку 1960-х років уряд розпочав системну координацію економічного розвитку. У 1962 р. було ухвалено перший п'ятирічний план. У 1964 р. була введена система підтримки експорту, яка включала багато інструментів: встановлення пільгових тарифів на імпорт, необхідний для виробництва експортної продукції; звільнення експортних виробництв від сплати непрямих податків; зниження податку на прибуток, отриманого від експортних операцій; створення державних резервних фондів для покриття непередбачуваних втрат при експорті; введення прискореної амортизації основного капіталу експортних підприємств; надання пільгових кредитів; встановлення пільгових тарифів на електроенергію тощо. Середні темпи зростання ВВП становили у 1963–1966 рр. 7,8%, а у 1967–1971 рр. – 10,5%; зростання експорту у 1967–1971 рр. становило 33,7%; ВВП на душу населення зріс з 87 дол. у 1962 р. до 293 дол. США у 1972 р.; безробіття знизилося з 8,3% у 1963 р. до 4,5% у 1971 р.;

3) *збалансування та стабілізація економіки (після 1980 р.).*

Таблиця 2.4

Темпи зростання економік країн Південно-Східної Азії у 1961–2015 рр.

Країна	1960–1980	1980–2002	2003–2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Китай	4,9	9,5	11,0	14,2	9,6	9,1	10,4	9,3	7,9	7,8	7,3	6,9
Гонконг	9,5	5,1	8,4	6,4	2,2	-2,8	6,8	4,8	1,5	3,1	2,7	2,4
Індонезія	6,0	5,1	5,3	6,3	6,0	4,5	6,2	6,5	6,3	5,8	5,0	4,8
Японія	7,4	2,4	2,0	2,4	-1,2	-5,2	4,7	-0,5	1,8	1,6	1,4	-0,02
Корея	7,8	7,1	4,1	5,1	2,3	0,2	6,5	3,7	2,3	3,0	2,9	3,3
Малайзія	7,2	6,1	5,8	6,5	4,7	-1,7	7,4	5,2	5,6	4,7	4,7	6,0
Сингапур	9,3	6,8	8,8	8,5	1,8	-1,3	15,2	6,1	2,5	3,9	4,7	3,3
Таїланд	7,5	5,9	5,7	4,9	2,5	-2,2	7,8	0,1	7,7	1,8	2,7	0,8

Джерело: за даними Світового банку: [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://databank.worldbank.org

Ч.Френк, К.Кім і Л.Вестфаль у своєму дослідженні на основі методу дезагрегації затрат-випуску показали, що протягом 1950-х років вклад політи-

резервів і боргу. Додатково вивчався вплив на кінцеві результати різних співвідношень між ВВП за ринковими курсами та ВВП за ПКС.

Базові розрахунки, які ґрунтувалися на заміні мінливості на той чи інший показник боргу, показали різке збільшення частки країн, що розвиваються, у МВФ. Так, у разі використання співвідношення ВВП і боргу їхня сукупна квота зростає з 38,7 до 53,2% (квота США при цьому скорочується з 17,4 до 12,1%). Заміна мінливості на співвідношення відкритості до боргу дає подібні результати для великих економік. Однак ця змінна, як показують розрахунки, сприяє зростанню ваги невеликих держав, що входять в ЄС, в результаті чого квота країн Євросоюзу в другій серії розрахунків становила 24,9% порівняно з 23,3% в першій. За рахунок цього сукупна квота країн, які розвиваються, збільшилася меншою мірою – до 51,9%.

Повна відмова від використання відкритості, навпаки, веде до подальшого зростання частки країн, що розвиваються. Якщо вага цього показника (30%) повністю переходить до ВВП, їх квота збільшується до 56,5%. У разі ж його розподілу між ВВП і резервами у співвідношенні 2 до 1 – навіть до 58,6%. Водночас квота США в першому випадку підвищується до 13,9%, тоді як у другому підрахунку – незначною мірою, до 12,3% (порівняно з базовим варіантом). При цьому найбільше втрачають країни ЄС: їх сукупна квота (30,4%) в першому випадку зменшується до 19%, а у другому – до 17,7%.

Водночас зменшення ваги змінної боргу з 15 до 5% (за умови, що частка ВВП становитиме 85%, а резервів – 10%) не веде до значного перерозподілу квот між розвиненими країнами і країнами, що розвиваються, але викликає зміну співвідношення квот усередині розвинених країн. Зокрема, частка США збільшується до 14,7%, тоді як ЄС – скорочується до 19,6% порівняно з 12,1 і 23,3% у базовому варіанті. Разом із тим збереження показника відкритості (на рівні 20%) і збільшення ваги змінної ВВП тільки до 65% зумовлює більш помірний перерозподіл квот між ЄС і США. Розрахунки також показали, що до збільшення квоти країн, що розвиваються, за одночасного зниження квоти розвинених країн веде зростання ролі ВВП за ПКС валют при визначенні змішаного показника ВВП.

Розгляд позицій країн – членів МВФ, керівництва Фонду і міжнародного експертного співтовариства дозволяє зробити висновок про відсутність консенсусу з питання подальшого реформування МВФ. Водночас можна виділити ряд аспектів, які найбільш повно характеризують ситуацію:

1) реформа 2010 р. не спричинила кардинальних змін у розподілі квот і, відповідно, голосів у МВФ. Розвинені країни продовжують контролювати

Справді, сьогодні в більшості країн допустиме співвідношення обсягу боргу до ВВП переглядається у бік підвищення, причому ці зміни найбільш помітні в державах з ринками, що формуються. Очікується, що для цих країн показник боргу може перевищити рівень, що спостерігався на початку глобальної фінансової кризи 2008–2009 рр. Вразливими залишаються і розвинені країни, боргове навантаження яких перевищує 100% ВВП. Як наслідок, підвищується ймовірність тривалого збереження періоду низьких темпів зростання ВВП. Свого часу «група Купера» відмовилася від використання показника боргу, вважаючи, що він може викликати певні моральні проблеми: держави будуть зацікавлені в нарощуванні заборгованості з метою збільшення своєї квоти в МВФ.

Цієї дилеми можна уникнути, якщо використовувати зворотний показник, який дозволить виключити можливість маніпулювання. При цьому переваги отримують ті учасники, в яких рівень державного боргу порівняно нижчий, тоді як квота країн із високим рівнем боргу не зазнає значного зменшення. Це дозволить їм продовжити впливати на розроблення програм допомоги, в яких ця група держав може бути зацікавлена[151]. В результаті, якщо при використанні діючої формули бенефіціаром є фактично одна й та ж група країн, то при включені у формулу змінної боргу розподіл квот стає обґрунтованим.

Оптимальна формула розрахунку квот, може бути представлена в такому вигляді:

$$CQS = \alpha * GDP + \beta * FS, \qquad \text{при цьому } \alpha + \beta = 1,$$

де: GDP – показник ВВП, розрахований як γ * ВВП за ПКС + Δ * ВВП за ринковим курсом (γ + δ = 1);

FS – показник фінансової стійкості, розрахований як к * резерви + λ * X / борг (к + λ = 1).

При цьому змінною X у розрахунках використовувалося два показники: ВВП і відкритість.

У рамках дослідження були проведені дві серії розрахунків. У першій за відправну точку взята поточна формула, в якій показник мінливості був замінений відношенням ВВП до державного боргу (з тією ж вагою). З подальших розрахунків відкритість була виключена, а її вага перерозподілена на користь ВВП і резервів. Також було розглянуто варіант зі зміною ваги

[151] Skala, Martin, Thimann, Christian, Wölfinger, Regine. (2007). The search for finding a new formula to determine quotas at the IMF. *ECB Occasional paper series*, August, 70. Retrieved from ttps: //www.ecb.europa. eu / pub / pdf / scpops / ecbocp70.pd f? d894b1e7e8982295381a1a64cdd 5f270

ки імпортозаміщення у економічне зростання Кореї становив 34,4%, у той час як розширення експорту сприяло зростанню ВВП Кореї на 18,0%. Проте вже у 1963–1973 рр. ситуація дещо змінилася: серед інших джерел частка зростання ВВП за рахунок експансії експорту становила 35,8% (табл. 2.5)[59].

Таблиця 2.5

Джерела економічного зростання Південної Кореї

Показник	1956–1960	1963–1973
Імпортозаміщення	34,4	10,6
Розширення експорту	18,0	35,8
Внутрішній попит і зміна технологій	47,6	53,6
Усього	100,0	100,0

Джерело: Frank, C.R.Jr., Kim, K.S. and Westphal, L.E.. Foreign Trade Regimes and Economic Development: South Korea. National Bureau of Economic Research. New York. Retrieved from https://www3.nd.edu/~kellogg/publications/workingpapers/WPS/166.pdf

Грошово-валютні відносини у Південній Кореї у 1950–60-х роках характеризувалися множинністю валютних курсів. Крім офіційного курс, існував ринковий, за яким проводилися торги сертифікатами на експортні долари[60] і чорноринковий курс американського долара (greenback rate).

При встановленні офіційного обмінного курсу уряд Кореї керувався угодою, укладеною між США і Південною Кореєю, більше відомою як «won advanced agreement», в результаті якої курс вони був завищеним. Такий курс вони створював несприятливі умови для двосторонньої торгівлі з Японією, а спроби проведення девальвацій протягом 1950–1960 рр. викликали суперечності між урядами Кореї і США. Тому у серпні 1955 р. за домовленістю між двома урядами офіційний курс був установлений на рівні 50 вон за долар і надалі він визначався на основі індексу оптових цін (базовим був індекс вересня 1955 р.). Після відносно довгого періоду цінової стабільності

[59] Frank, C.R. Jr., Kim, K.S. and Westphal, L.E. (1975). Foreign Trade Regimes and Economic Development: South Korea.National Bureau of Economic Research. New York. Retrieved from https://www3.nd.edu/~kellogg/publications/workingpapers/WPS/166.pdf

[60] Експортери свої експортні доходи, деноміновані у доларах, ставили на депозитний рахунок у центральному банку, що видавав сертифікати, які експортери могли купляти і продавати на ринку. Існували ринкові курси «експортних доларів Японії» – курс, за яким здійснювалася торгівля доларами, отриманими від експорту в Японію; і ринкові курси «інших експортних доларів» – за якими здійснювалася торгівля доларами, отриманими від експорту в інші регіони.

індекс оптових цін на кінець 1959 р. досяг 130,2, на що уряд Кореї відповів трисерійною девальвацією офіційного курсу вони протягом лютого 1960 р. до лютого 1961 р.: 65:1, 100:1 і 130:1 вона за долар.

Завищення курсу вони у 1950-х роках мало значний стримуючий ефект для експортної експансії. Проте триетапна девальвація у 1960–61 рр. призвела до обмеження споживання в країні та нівелювала негативний вплив на промислове виробництво переоціненої вони, що дало поштовх до підвищення конкурентоспроможності корейських товарів та нарощування експортних потужностей Кореї. Крім девальваційного фактора, високу конкурентоспроможність корейських товарів, як і інших країн Південно-Східної Азії, забезпечували низький рівень витрат виробництва та використання дешевої робочої сили. Через це увага акцентувалася на розвитку трудомістких галуей легкої промисловості, а саме – текстильної та швейної, в яких Південна Корея мала відносні переваги.

У 1961 р. було введено нову систему контролю за обмінним курсом, припливом короткострокового капіталу та відпливом капіталу, а також ліквідовано множинність валютних курсів. У травні 1964 р. уряд провів чергову девальвацію, збільшивши курс вони із 130 за долар до 256,5, і оголосив реформу щодо остаточного переходу до єдиного валютного курсу у березні 1965 р. Відповідно до нової системи Банк Кореї щоденно оголошував валютний курс, який формувався на основі цін на валютні сертифікати, якими торгували на вільних валютних ринках, і вважався офіційним. З 1968 р. до 1971 р. мали місце декілька незначних девальвацій, а у 1971 р. знову відбулася різка девальвація.

У 1970-х роках вектор економічного зростання Кореї змінився у бік розвитку важкої промисловості (чорна металургія, суднобудування, нафтохімічна промисловість, автомобілебудування і т.д.). Уряд прагнув, у першу чергу, розвивати великі промислові підприємства (чеболи (chaebol)), які були головними отримувачами кредитів від державних банків. Обсяг пільгових кредитів експортерам у цей час збільшується (з 5,1% усіх внутрішніх кредитів у 1966 р. до 20,5% у 1978 р.). Пільгові ставки становили 7,7% у 1966 р. і 10,6% – у 1978 р. при комерційних ставках відповідно 26,4 і 19,0%.

Обмінний курс вони до кінця 1970-х залишався фіксованим відносно долара США. У цей час темпи економічного зростання Південної Кореї залишаються досить високими (табл. 2.6). У 1979 р. уряд Південної Кореї ухвалює програму макроекономічної стабілізації й мікроекономічних реформ, в ході якої у січні 1980 р. вона девальвувала на 20%. У результаті реалізації

ника ВВП за ПКС. Водночас на користь подальшого застосування ВВП, розрахованого за поточними обмінними курсами, висловились 31% респондентів. При цьому експерти вважали за можливе зберегти у формулі розрахунку квот комбінацію обох показників, та зауважували, що вага ВВП за ПКС повинна становити не менше 50%. Що стосується міжнародних резервів, то збереження цього показника підтримало 57% опитаних. При цьому вони вважають, що вагу резервів у формулі слід збільшити до 18% .

Менша підтримка використання міжнародних резервів відображає той факт, що цей показник не повною мірою враховує ризики, які загрожують фінансовій стабільності. Міжнародні резерви, як правило, використовуються для боротьби з незбалансованістю платіжного балансу. Однак поряд із зовнішніми загрозами серйозні проблеми для економіки створює також і бюджетний дисбаланс, який може призвести до глобальних фінансових потрясінь, як це сталося в Європі у ході кризи суверенного боргу в 2012 р. Стійке перевищення бюджетних витрат над доходами призводить до утворення державного боргу, який є важливим індикатором фінансової стійкості.

До тих пір, поки інвестори вважають рівень державного боргу прийнятним, серйозних проблем не виникає. Однак поява сумнівів у здатності уряду обслуговувати свої зобов'язання за поточними відсотковими ставками може спричинити паніку на фінансовому ринку.

За цих умов країні, як правило, не вистачає коштів, щоб самостійно впоратися з наслідками кризи. Порівняно з мінливістю показник боргу значно краще відображає ймовірність звернення країни за допомогою до МВФ. Практично всі країни, які зіткнулися із збільшенням величини державного боргу в період світової фінансової кризи 2008–2009 рр., надалі були змушені просити кредитної підтримки у Фонду. Яскравим прикладом цього є Ісландія. Після того як державний борг країни виріс з 27,3% ВВП у 2007 р. до 67,6% в 2008 р., її уряд був змушений просити допомоги МВФ. Кредит, наданий Фондом у 2011 р. Португалії, був пов'язаний зі збільшенням державного боргу до 111,4% ВВП. Про це, зокрема, йдеться у Бюджетному віснику МВФ за квітень 2016 р. і наголошується, що перспективи економічного зростання погіршуються за зростання бюджетних проблем[150].

[150] International Monetary Fund (2000). Report to the IMF Executive Board of the Quota Formula, April 28. Retrieved from https://www.imf.org/external/ np / tre / quota / 2000 / eng / qfrg / report / dload / EBAP52.pdf

цих країн у світовому ВВП. Тому більш справедливим вважається застосування показника ВВП, перерахованого за ПКС валют[149].

Раніше основним запереченням проти використання цього показника була складність і недостатня точність розрахунків. З цієї причини в діючій формулі більшу вагу (60%) було віддано ВВП за ринковим обмінним курсом. Однак методологія і статистична база для обчислювання ПКС дедалі вдосконалюються, що дозволяє країнам, які розвиваються, наполягати на збільшенні ваги цього показника. У перспективі ВВП за ПКС повинен стати єдиним показником для розрахунку змінної ВВП. Разом із тим використання одного ВВП для визначення квот у МВФ є недостатнім. У сучасних умовах, коли сумарна вартість активів, які обертаються на фінансових ринках, в кілька разів більша за обсяг світового ВВП, необхідно взяти до уваги стійкість країн – членів Фонду до глобальних фінансових потрясінь.

Традиційно показником фінансової стійкості були міжнародні резерви. Вони утворюються в результаті перевищення надходжень за рахунками платіжних балансів над платежами, і використовуються в разі несприятливих змін у зовнішній торгівлі та у потоках міжнародних капіталів. На відміну від мінливості, міжнародні резерви враховують не тільки приплив, а й відплив валюти з країни. Як показали світові кризи 1997 р. та 2008–2009 рр., до фінансових потрясінь призводить не стільки скорочення валютних надходжень, скільки втеча капіталу на тлі зниження припливу капіталу з-за кордону.

Ідея збільшення ваги цього показника у формулі розрахунку квот наштовхується на твердження про надмірне накопичення резервів країнами, що розвиваються. Однак подібна аргументація не враховує того факту, що таке накопичення є значною мірою вимушеним і сприяє зростанню перш за все розвинених економік, які є емітентами резервних валют. Посилення ролі цього елемента формули стало б гідною компенсацією країнам, що розвиваються, позбавленим можливості використовувати в національній економіці кошти, які відволікаються на формування міжнародних резервів.

Таким чином, нова формула, на нашу думку, повинна включати як мінімум два показники діючої формули: ВВП і міжнародні резерви. Понад 70% опитаних країн, що розвиваються, виступили за використання показ-

[149] Vestergaard, Jakob; Wade, Robert H. (2012). Establishing a New Global Economic Council: Governance Reform at the G20, the IMF and the World Bank. *Global Policy*, September, 3:3. Retrieved from http://media.library.ku.edu. tr / reserve / resspring16 / Intl313_ CBakir / 6.Developing.pdf

цієї програми та 20% девальвації експорт Південної Кореї нарощується, а дефіцит поточного балансу зменшується.

Таблиця 2.6

Основні показники економічного зростання ПівденноїКореї у 1960–1989 рр.

Роки	ВВП на душу населення, *дол. США*	ВВП, *млрд дол. США*	Зростання ВВП, *%*	Експорт, *млн дол. США*	Обмінний курс, *вона/дол. США*
1960	79	2	1,2	33	65
1961	82	2,1	5,9	41	130
1964	103	2,9	9,7	120	256
1968	169	5,2	11,3	486	281,5
1973	396	13,5	12,3	3284	397,5
1974	542	18,8	7,4	4516	484
1980	1632	62,2	-2,1	17214	659,9
1981	1797	69,2	6,5	20747	700,5
1982	1892	74,4	7,2	20934	748,8
1983	2062	82,3	10,7	23272	795.5
1986	2611	107,6	11	34128	861,4
1987	3248	135,2	11	46560	792,3
1988	4302	180,8	10,5	59973	684,1
1989	5199	220,7	6,1	61408	680

Джерело: Harvie, Ch., Lee, H.H. (2003). Export Led Industrialisation and Growth – Korea's Economic Miracle 1962-89. *Department of Economics, University of Wollongong Working paper* 03–01. Retrieved from http://ro.uow.edu.au/cgi/viewcontent.cgi?article=1066&context=commwkpapers

У 1980 р. валютний курс вони прив'язують до кошика з п'яти валют – долара США, єни, марки, фунту стерлінгів і канадського долара. Зазначимо, що прив'язка до кошика валют робить країну менш вразливою до волатильності обмінних курсів її основних торговельних партнерів, що у випадку Кореї більшим чином мало відношення до єни і долара і, фактично, вважалося аналогічним прив'язуванню до однієї валюти. Однак на практиці майже всі країни, які офіційно переходили до режиму прив'язування до кошика валют, публічно не оголошували питому вагу кожної валюти у цьому кошику і за необхідності змінювали її. У зв'язку з цим МВФ офіційно класифікував валютний режим Південної Кореї як «регульоване плавання».

Під тиском західних країн, а особливо США, які негативно відреагували на збільшення позитивного сальдо торгового балансу Кореї, уряд Кореї змушений був девальвувати вону. Її курс у 1988–1989 рр. підвищився до

825 вон за 1 дол. США. Незважаючи на деяке подальше зниження, такий вимушений крок виявився важким ударом для корейської економіки. До 1990 р. зростання експорту припинилося, виник дефіцит торговельного балансу, різко знизилися темпи економічного зростання.

У китайській провінції *Тайвань* координація економічної політики здійснювалася Радою з міжнародної економічної кооперації та розвитку (в середині 1960-х років), пізніше – Економічною плановою радою, перейменованою в Економічну раду з планування та розвитку. Вже самі назви цих установ свідчать про схильність тайванських керівників до планування. Під керівництвом уряду реалізовувалися великомасштабні проекти, спрямовані спочатку на будівництво сучасних фабрик (1960-ті роки), потім – на організацію зон експортної продукції, і вже в 1980-ті роки – на створення парку високотехнологічних фірм.

Внутрішньо орієнтована політика, яка проводилася Тайванською владою у 1952–1960 рр., досить швидко вичерпала свій потенціал, оскільки обмежений внутрішній ринок Тайваню став достатньо насиченим, відбулося уповільнення зростання продуктивності праці, під питанням стало надання фінансової допомоги США. Це призвело до радикальної зміни напряму стратегії індустріалізації.

У 1960 р. була опублікована Програма економічних та фінансових реформ Тайваня, яка складалася з 19 пунктів та була розрахована на чотири роки. Основною метою Програми було сприяння економічному розвитку шляхом зменшення видатків на оборону та подолання негативних наслідків попередньої політики, орієнтованої на внутрішній ринок. Програма складалася із таких основних блоків:

- реформа банківської системи, в тому числі відокремлення центрального банку від комерційних;
- поліпшення фіскальної політики, а саме – удосконалення системи оподаткування і зменшення видатків на оборону;
- сприяння зростанню національних заощаджень та інвестицій, за домінуючої ролі приватного сектора;
- реформа валютного курсу та сприяння експорту.

Передумовою реформи валютного курсу в рамках здійснення експортоорієнтованої політики було проведення у 1958 р. девальвації нового тайванського долара на 40% (із 1 дол. США = 24,7 до І дол. США = 40) і перехід від системи множинних курсів до єдиного валютного курсу. Низькі показники експорту на Тайвані, як і у Південній Кореї, у цей період були зумовлені

для оцінки вразливості країни перед зовнішніми економічними потрясіннями є мінливість її надходжень за рахунком поточних операцій»[148].

Включення у формулу відкритості і мінливості як чинників економічної вразливості обґрунтовувалося також багатоплановою роллю квоти. Згідно зі статутом МВФ, вона визначає не тільки розміри фінансового внеску та кількість голосів, а й максимально можливий обсяг (ліміт) кредитних запозичень у разі звернення до Фонду за фінансовою допомогою. Саме з метою збільшення ліміту кредитування передбачалось надати підвищену квоту потенційно вразливим країнам за рахунок посилення ролі цих показників у формулі. Однак значущість цього фактора, на наш погляд, дедалі більше скорочується. Подальша робота МВФ повинна націлюватися на посилення ролі показника ВВП за ПКС у формулі, а також на можливість включення добровільних пожертвувань у капітал МВФ у рамках 15-го загального перегляду квот.

Але досі існує слабка узгодженість поглядів країн – членів Фонду на подальше використання тієї чи іншої змінної. Суперечності існують не тільки між країнами, що розвиваються, а й між розвиненими країнами; немає повної згоди і всередині групи розвинених країн. Європейські держави зацікавлені в збереженні показника відкритості, оскільки це дає їм непропорційну перевагу порівняно з іншими країнами (тому представники Європи найактивніше виступали на користь цього елемента формули в ході весняної сесії МВФ у 2016 р.).

У цих умовах країнам, що розвиваються, необхідно сформувати консолідовану позицію з питань перегляду формули перерахунку квот. В основі поглядів таких країн (України зокрема) лежить переконання, що для забезпечення інтересів країн, що розвиваються, найбільшу вагу у формулі повинна займати така змінна, як ВВП за ПКС. Необхідно приділити увагу тому, як привести ВВП окремих країн, які обчислюються в національних валютах, до загального знаменника. Як правило, для цього використовується поточний ринковий обмінний курс. Але валюти країн, що розвиваються, здебільшого недооцінені щодо долара США, в якому здійснюються міжнародні зіставлення, що призводить до заниження частки

[148] International Monetary Fund (2011). Quota Formula Review Data Update and Issues, August 17. Retrieved from https://www.imf.org/external/ np / pp / eng / 2011 / 081711.pdf

основних цілей МВФ (розвиток міжнародної торгівлі), а також свідчить про готовність держави до кооперації і в цілому доступний для широкої аудиторії[144].

При цьому експерти ЄЦБ відзначають, що мінливість, навпаки, обчислюється довільним чином, не є інтуїтивно зрозумілим показником і може розглядатися як свого роду винагорода «за непослідовну політику або випадкові ринкові коливання»[145]. В результаті цей елемент формули, на їхню думку, сприяє розвиненим державам, які мають значні обсяги зовнішньої торгівлі і, відповідно, великі розміри ринкових коливань.

Слід зазначити, що з самого початку аргументація на користь показників мінливості і відкритості будувалася на необхідності відображення «фактора вразливості» держав – членів МВФ, який свідчить про потенційну ймовірність їх звернення до Фонду за фінансової допомогою. У доповіді Купера, зокрема, саме цим пояснюється необхідність збереження значної ваги мінливості. Так, згідно з правилами, ліміт у рамках угод про кредити «стенд бай» становить 200% від квоти на рік і 600% – для загального обсягу фінансування[146].

На практиці МВФ (за згодою найбільших акціонерів) за необхідності ухвалює рішення про перевищення офіційно встановленого обмеження. Зокрема, угода з Україною передбачає надання коштів у розмірі 900% української квоти (17,5 млрд дол. США за 4 роки), а кредитування Греції схвалено на рівні близько 3000%[147].

На думку Фонду, ключовими результатами узгодження позицій директорів виконавчої ради стали такі: ВВП повинен залишатися основним показником формули, який має найбільшу вагу, з можливістю його збільшення в майбутньому; у формулі: «Єдиною найбільш адекватною змінною

[144] Kruger, Mark; Lavigne, Robert; McKay, Julie. (2016). The Role of the International Monetary Fund in the Post-Crisis World. *Bank of Canada Staff Discussion Paper,* February. Retrieved from http: // www. bankofcanada.ca/wp-content/ uploads / 2016/02 / sdp2016-6.pdf

[145] International Monetary Fund (2015). Quota Formula – Data Update. The Staff Report, July, p. 34. Retrieved from https://www.imf.org/external/ np / pp / eng / 2015 / 061915.pdf

[146] International Monetary Fund (2000). Report to the IMF Executive Board of the Quota Formula, April 28. Retrieved from https://www.imf.org/external/ np / tre / quota / 2000 / eng / qfrg / report / dload / EBAP52.pdf

[147] Skala, Martin; Thimann, Christian; Wölfinger, Regine. (2007). The search for Columbus 'egg: finding a new formula to determine quotas at the IMF. *ECB Occasional paper series*, August, p. 70. Retrieved from https: //www.ecb.europa. eu / pub / pdf / scpops / ecbocp70.pd f? d894b1e7e8982295381a1a64cdd 5f270

переоціненою валютою, а девальвація і реформа системи обмінного курсу, яка завершилася у 1960 р., значно підвищила конкурентоспроможність експорту і зумовила підвищення темпів зростання ВВП.

Крім того, ці реформи були доповнені низкою інших ініціатив в економічній політиці. Як і в Південній Кореї, на Тайвані застосовувалися пільгові тарифи на імпорт, необхідний для виробництва експортних товарів, низькі кредитні ставки для експортерів (відсоткові ставки також диференціювалися залежно від валюти погашення), а також надання їм преференцій у доступі до кредитних ресурсів. У результаті проведених реформ експорт Тайваню протягом 1960–1970 рр. зростав із середніми темпами 24,6%, а ВВП – 9,6% (табл. 2.7).

Таблиця 2.7

Середні темпи зростання ВВП Тайваню

Показник	1961–1965	1966–1970	1971–1980	1981–1985	1986–1990	1991–1994
Темп зростання ВВП, %	7,49	9,80	9,37	6,57	10,22	6,41

Джерело: Hsueh, L.M., Hsu, C.K., Perkins, D.H. (2001). Industrialization and the State: the Changing Role of the Taiwan Government in the Economy, 1945–199. Cambridge, Mass: Harvard.

Якщо Південна Корея і Тайвань для досягнення високих темпів економічного зростання значною мірою покладалися на політику заниженого обмінного курсу своїх валют, то пріоритетом валютно-курсової політики Сингапуру було підтримання сильної національної валюти для нейтралізації впливу імпортної інфляції та забезпечення неінфляційного зростання за рахунок підтримання номінального ефективного обмінного курсу в певних межах, з урахуванням рівня світової інфляції та внутрішніх цін.

Період економічного зростання у *Сингапурі* розпочався з отримання ним статусу автономії у 1959 р. Протягом тридцяти років з того часу середній щорічний темп зростання ВВВ на душу населення становив 7,25%. Успішність таких швидких результатів часто пов'язують із політикою, яку проводив уряд, – лібералізацією зовнішньої торгівлі та інвестиційною політикою, що сприяла припливу іноземного капіталу. Це дозволяло підтримувати макроекономічну стабільність, а також допомагало обмежувати перекоси у відносних цінах, таким чином створюючи сприятливі умови для нарощування експортних потужностей та залучення інвестицій.

У середині 1960-х років Сингапур починає реалізовувати політику індустріалізації, орієнтовану на експорт, яка включала надання привілеїв експортним галузям за рахунок зниження тарифів та ліквідації квот. Підтримка та

сприяння розширенню експортних галузей допомогли у подоланні головної на той час проблеми для Сингапуру – безробіття – такою мірою, що на початку 1970-х років тут виник дефіцит робочої сили.

До 1973 р. сингапурський долар був прив'язаний до британського фунта стерлінгів, а пізніше до долара США. У червні 1973 р. Сингапур переходить до плаваючого режиму валютного курсу, а у вересні 1975 р. Валютне управління Сингапуру починає активно управляти сингапурським доларом на основі кошика валют основних торговельних партнерів. У 1981 р. починають застосовувати систему регульованого плавання, підтримуючи курс у межах валютного коридору. Періодично Валютне управління Сингапуру виходить на ринок із валютними інтервенціями та валютними свопами для згладжування надмірної волатильності долара, а також здійснюючи операції на відкритому ринку для контролю за ліквідністю у банківській системі. Саме у період 70-х років спостерігаються найвищі темпи зростання економіки Сингапуру (табл. 2.8).

Таблиця 2.8

Середні темпи економічного зростання Сингапуру у 1960–2000 рр.

Показник	1960–1969	1970–1979	1980–1989	1990–1992	1970–2000
Середні темпи зростання ВВП, %	8,7	9,4	7,4	7,6	8,0

Джерело: Economic Survey of Singapore, various years and Yearbook of Statistics Singapore, various issues [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.mti.gov.sg/ResearchRoom/Pages/Economic-Surveys-ESS.aspx

Досвід *Індії* свідчить, що валютний курс є вагомим фактором формування вартісних пропорцій, які сприяють становленню експортного сектора. До 1991 р. офіційний курс індійської рупії був завищений, у результаті чого прибутковість промислового виробництва, орієнтованого на внутрішній ринок Індії, була на 15–20% вищою, ніж в експортних галузях. Зниження номінального валютного курсу перед переходом до конвертованості рупії за поточними операціями було досить значним (майже на 75%): середньорічний курс рупії у 1990–1999 рр. становив 17,9 за дол. США, а у 1993–1994 рр. – 31,3 рупії; однак повністю виправданим з погляду виведення експортного сектора із стагнації 1991–1992 рр.: уже у 1993 р. вивіз індійських товарів за кордон виріс на 10%, у 1994 р. – на 16%, у 1995 р. – ще на 22%.

Бразилія відзначається послідовною реалізацією антиінфляційних програм, у рамках яких вона опановувала різні методі валютної політики. Через нестачу ресурсів уряд Бразилії був змушений віддати перевагу інфляційним методам фінансування. Якщо в 1970 р. інфляція вимірювалася двозначни-

З відсутністю консенсусу щодо діючої з 2011 р. формули пов'язані численні пропозиції про її зміну. Вони стосуються як перерозподілу ваги між окремими показниками, так і виключення деяких змінних, які входять до формули (особливо коефіцієнтів мінливості й відкритості).

У роботах МВФ (як і раніше в «доповіді Купера») відзначається високий ступінь кореляції цих параметрів формули і ВВП. У доповіді 2015 р. зазначено, що кореляція показників відкритості і ВВП становить 0,93, а взаємозв'язок між мінливістю і ВВП ще вище – 0,94[141]. Тим часом, кореляція між ВВП і резервами є набагато нижчою і в середньому становить 0,6, причому для розвинених економік вона ще слабша – всього 0,3[142]. Особливу увагу привертають наукові дослідження, які стосуються показника відкритості. Методологія МВФ враховує торгівлю, яка ведеться в єдиній валюті всередині економічного і валютного союзу, як «зовнішню», що дає значні переваги досить вузькій групі держав – членів Фонду (в основному країнам Європейського Союзу). Між тим торгівля в Європі найчастіше має власні особливості. У ряді випадків вона включає пересування напівфабрикатів і компонентів між підрозділами міжнародних корпорацій, які віддалені один від одного всього на кілька кілометрів, але розташовані при цьому в різних країнах. Подібний внутрішньо-корпоративний поділ праці суттєвого підвищує значення відкритості європейських країн. На цей факт, зокрема, звертають увагу американські дослідники Р.Купер і Е.Труман, які зазначають, що параметр відкритості має упереджений характер і повинен бути виключений з формули[143].

Експерти Європейського Центрального Банку (ЄЦБ), навпаки, позитивно оцінюють відкритість. На їхню думку, цей параметр формули відповідає одній з

[141] International Monetary Fund (2016). Reforms and the Fifteenth General Review of Quotas. IMF Executive Board Reports to the Board of Governors on the 2010. Press release №15/20, January 28. Retrieved from http: // www. imf.org/external/np/sec/ pr / 2016 / pr1636.htm

[142] IMF International Monetary Fund (2016). *Quotas*, July 13. Retrieved from http: //www.imf. org / external / np / exr / facts / rus / quotasr.pdf

[143] International Monetary Fund (2015). IMFC Statement by Jānis Reirs Chairman EU Council of Economic and Finance Ministers, April 18. Retrieved from http://www.imf.org/external/ spring / 2015 / imfc / statement / eng / ecofin.pdf; International Monetary Fund (2015). International financial statistics. Yearbook 2015, p. 424. – Retrieved from http: / / data. imf. org /? sk = 388DFA60-1D26-4ADE-B505-A05A558D9A42 & sid = 145 934 187 489 8 & ss = 1469128361826

ставниками країн, що розвиваються, а й західними вченими, – наприклад, Д.Бредлоу[137].

Результатом подальшого обговорення стало рішення використовувати так званий «змішаний» (blended) показник ВВП, в якому 60% зайняв ВВП на основі ринкових обмінних курсів і 40% – ВВП на основі ПКС[138].

Подібний підхід став компромісом між великими акціонерами МВФ і зростаючими економіками, які вважали врахування ВВП за паритетом купівельної спроможності більш справедливим. Іншими елементами формули, крім ВВП (з вагою 50%), стали показники відкритості (30%), мінливості (15%) і міжнародних резервів (5%)[139].

Порядок розрахунку квот з 2011 р.:

CQS = (0.5 * Y + 0.3 * O + 0.15 * V + 0.05 * R) k

де: CQS – розрахункова квота;

Y – змішаний показник ВВП (середнє значення за трирічний період);

O – відкритість (середньорічне значення суми платежів і надходжень за рахунком поточних операцій (товари, послуги, доходи та трансферти) протягом п'ятирічного періоду);

V – мінливість поточних надходжень і потоків капіталу (стандартне відхилення від середньо центричного трирічного тренда протягом періоду в 13 років);

R – середньорічне значення обсягу офіційних міжнародних резервів (іноземна валюта, запас СДР, резервна позиція в МВФ і монетарне золото);

Крім названих змінних, формула також включає коефіцієнт стиснення (k), що становить 0,95. Він зменшує дисперсію розрахункових часткою квот між державами-членами і тим самим знижує частку великих акціонерів[140].

[137] Gade,Thomas Phil; Malthe-Thagaard ,Sune; Thomsen, Casper Ristorp. (2015). Voice and representation in the IMF. Monetary review. *Danmarks Nationalbank. Economics*, 2nd Quarter, 84. Retrieved from https: //www.nationalbanken. dk / en / publications / Documents / 2015/06 / Voice% 20 and% 20Representation% 20in% 20 the% 20IMF.pdf

[138] International Monetary Fund (2016). Historic Quota Governance Reforms Become Effective: press release №16/25, January 27. Retrieved from https://www.imf.org/external/ np / sec / pr / 2016 / pr1625a.htm

[139] How much Greece owes to international creditors. (2015). *Reuters News Agency*, June 28. Retrieved from http: // www.reuters.com/article/us- eurozone-greece-debt-factbox- idUSKCN0P80XW20150628

[140] Quota Formula Review (2012). *Initial Considerations*, February 10, p. 6.

ми цифрами, то вже у 1989 р. її рівень досягнув 1972%; обсяги зовнішньої заборгованості зросли більш ніж удвічі, а щорічні платежі за ними «з'їдали» від 30 до 35% експортних доходів країни. Це явище може бути наслідком військового режиму 1964–1985 рр.

Влада, яка прийшла на зміну попередній, оголосила курс на підвищення темпів економічного зростання. Водночас внутрішніх фінансових ресурсів, необхідних для піднесення виробництва, у країні не було: дефіцит державного бюджету становив 6% ВВП, а внутрішні та зовнішні борги – близько 160 млрд дол. США.

Ключовими елементами стабілізаційної програми стали деіндексація економіки й запровадження валютного коридору, у межах якого періодично здійснювалися незначні девальвації для коригування обмінного курсу національної валюти, з урахуванням інфляційного зростання внутрішніх цін. Здійснення грошової та валютної реформи, лібералізація цін, податкова й адміністративна реформи, перебудова політики заробітної плати лягли в основу нової програми оздоровлення економіки. Було встановлено контроль за емісією грошових знаків. За умови блокування внутрішнього фінансового ринку це дало відчутні результати.

У фінансовій політиці було передбачено заморожування на 18 місяців банківських рахунків зі встановленням ліміту сум, що знімають з рахунків. Пізніше валютна реформа скасувала офіційний фіксований курс і політику міні-девальвації. У сфері цін і заробітної плати здійснювалися заходи щодо управління їх контрольованим підвищенням. Реформа адміністративного апарату управління, приватизація у поєднанні з лібералізацією зовнішньої торгівлі та новою індустріальною політикою, що гармонічно поєднувалися із фінансово-валютною політикою, створили умови для економічного розвитку країни. Зрештою було створено конкурентоспроможну економіку, що дало змогу Бразилії увійти у світ життєздатним суб'єктом світового господарства й отримало назву «бразильське диво»[61].

Перші збої економіка Бразилії почала давати у вересні 2008 р., з початком глобальної кризи, коли темпи економічного зростання уповільнилися через падіння попиту і цін на сировинні товари. Пік негативних тенденцій в економіці Бразилії припав на 2015 р., коли загострення економічної кризи викликало серйозну політичну кризу, яка закінчилася імпічментом президента Бразилії, падінням ВВП на 3,8% (що є

[61] Мадиярова Д.М. Стратегия формирования внешнеэкономической деятельности. – Алматы : Экономика, 1999. – 184с.

найнижчим з 1990 р.), інфляцією у 10,67%, безробіттям – 8,5%. Бразильський реал на тлі внутрішніх та зовнішніх подій знецінювався щодо долара, що, з одного боку, зумовило зростання експорту в національній валюті на 6,1%, падіння імпорту на 14,1%, а з іншого – призвело до скорочення середньодушового доходу і купівельної спроможності населення.

Таким чином, узагальнюючи уроки міжнародного досвіду та поточні тенденції валютного курсоутворення, можна зробити висновок, що роль регулювання валютного курсу, зокрема вибір валютного режиму, регулювання динаміки та рівня обмінного курсу, слід враховувати при виробленні економічної стратегії, оскільки її можна розглядати як фактор прискорення економічного зростання в умовах посилення цінової конкуренції на світовому ринку.

2.4. Рекомендації щодо вдосконалення національної системи валютного регулювання і валютного контролю в умовах глобальних трансформацій та реформування економіки України

Валютна політика – один із найскладніших елементів економічної політики, оскільки в ній переплітаються в тугий вузол проблеми, рішення яких відноситься, за великим рахунком, до інших напрямів економічної стратегії – монетарної, торговельної, інвестиційної, інтеграційної, соціальної тощо, включаючи навіть суто політичні питання.

Українська практика змушує також звернути увагу на таку, здавалось би, само собою зрозумілу характеристику валютної політики, як її ***спрямованість на власну валюту***, тобто встановлення системи нормативних правил, які регулюють відносини, що виникають у процесі використання національної грошової одиниці в операціях з валютними цінностями (іноземними валютами) та нерезидентами. Валютна політика повинна формуватися на основі економічної політики з тим, щоб забезпечувати єдність стратегічного підходу для досягнення цілей комплексної економічної політики у сфері специфічних валютних відносин.

Валютна політика повинна забезпечувати координацію та раціональне співвідношення різних складових частин економічної політики як у внутрішніх, так і у зовнішніх відносинах, включаючи чітку взаємодію між національними та міжнародними інститутами валютного регулювання.

де: Y – ВВП за останній рік за поточним ринковим курсом;

R – резерви в золоті, валюті та СДР (середньорічне значення);

P – платежі за рахунками поточних операцій (середньорічне значення);

C – надходження за рахунками поточних операцій (середньорічне значення);

VC – мінливість надходжень за рахунками поточних операцій (стандартне відхилення від середньоцентричного п'ятирічного тренду протягом періоду в 13 років).

При цьому вперше був включений показник ВВП, а резерви знову стали використовуватися для розрахунку квот усіх учасників, хоча вплив обох елементів на підсумковий розмір розрахункової квоти залишався незначним. До кінця XX ст. країни із зростаючим економічним впливом дедалі більше уваги стали приділяти невідповідності між їх реальною вагою у світовій економіці і представництвом у МВФ. Їх переконаність у несправедливості системи управління Фондом почала становити довгострокову загрозу для авторитету МВФ та ефективності його діяльності. Відповідаючи на критику, керівництво МВФ запропонувало розробити конструкцію більш досконалої методики розподілу квот за рахунок внесення змін до формули. Нова формула повинна була відповідати таким потребам, як простота і прозорість, а також краще відображати відносні позиції країн – членів МВФ у світовій економіці. Істотну роль у ній пропонувалося надати ВВП з одночасним збереженням інших показників.

У 1997 р. МВФ створив групу міжнародних експертів (Quota Formula Review Group, «група Купера») з метою підготовки незалежної оцінки передбачуваних змін. Її очолив американський учений, професор Гарвардського університету Ричард Купер, крім нього, до складу групи увійшли ще сім фахівців із країн – членів МВФ. Група провела велику роботу, розглянула значну кількість можливих параметрів формули, і в 2000 р. опублікувала її результати. Одним із головних висновків Купера стало обґрунтування доцільності використання тільки двох елементів формули: ВВП за ринковим курсом і мінливість надходжень за поточним рахунком. Пропозиція щодо виключення інших змінних була пов'язана з їхньою високою кореляцією з цими показниками, передусім з ВВП.

При цьому ряд експертів виступили з критикою позицій Купера через недостатнє урахування у доповіді фактора паритету купівельної спроможності (ПКС) та переоцінення ролі мінливості. Відзначимо, що використання показника ВВП на основі ПКС пропонувалося не тільки пред-

Первісна формула була покликана використовувати економічні показники для виконання політичних завдань керівництва США, а саме: надати найбільшу квоту США, Великій Британії з її колоніями дати квоту вдвічі меншу, СРСР – ненабагато меншу, ніж Великій Британії, а Китаю – трохи меншу за СРСР[135].

У результаті з 45 країн, які брали участь у Бреттон-Вудській конференції, тільки у США і Великій Британії різниця між реальною та фактичною квотою була незначною. Для інших країн розбіжності могли досягати 75%. Як наслідок, ця формула не мала офіційного статусу, була рекомендаційного характеру і використовувалася для того, щоб позначити «деякі орієнтири для делегатів Бреттон-Вудської конференції в питанні розподілу квот між первісними учасниками»[136]. Надалі її брали до уваги лише при прийомі нових членів. На її основі співробітники Фонду визначали, яким чином може бути встановлений той чи інший обсяг вступної квоти.

Розмір же фактичної квоти визначався в ході політичних переговорів між державою-кандидатом та найбільшими акціонерами МВФ і міг суттєво відрізнятися від розрахункового розміру. Лише поступово, у міру здійснення регулярних переглядів, вирівнювалися і розрахункові значення, хоча кінцевої відповідності так і не було досягнуто.

У 1962–1963 рр. МВФ став використовувати нові принципи розрахунку квот. Оригінальна Бреттон-Вудська формула була доповнена чотирма іншими. Однак на практиці квоти найбільших акціонерів продовжували розраховуватися за старою формулою, а нові використовувались тільки щодо країн, що розвиваються. З 1983 р. МВФ удосконалив систему п'ятьма формулами. Вони були дещо спрощені, а вага окремих змінних – перерозподілена:

Порядок розрахунку квот у 1983–2011 рр.

$Q1 = (0.01Y + 0.025R + 0.05P + 0.2276VC)\ (1+ C / Y)$,

$Q2 = (0.0065Y + 0.0205125R + 0{,}078P + 0.4052VC)\ (1 + C / Y)$,

$Q3 = (0.0045Y + 0.03896768R + 0{,}07P + 0.76976VC)\ (1 + C / Y)$,

$Q4 = 0.005Y + 0.042280464R + 0{,}044\ (P + C) + 0.8352VC$,

$Q5 = 0.0045Y + 0.05281008R + 0.039\ (P + C) + 1.0432VC$,

Q = max (Q1, середнє значення з двох з найменшими показниками з Q2, ..., Q5),

[135] Enevoldsen, Thomas. (2000). IMF quotas Danmarks Nationalbank. Monetary Review. *Danmarks Nationalbank Quarter*, 4. Retrieved from https: //www.nationalbanken. dk / en / publications / Documents / 2000/12 / kvo4_00uk. pdf

[136] International Monetary Fund (2016). Fiscal Monitor, April. P. 9. Retrieved from http://www.imf.org/external/ pubs / ft / fm / 2016/01 / fmindex

Саме наявність та використання зазначеної вище аналітичної основи валютної політики – у вигляді професійно підготовлених та політично узгоджених законів, концепцій, стратегій та програм дій у різних сферах економіки та політики – забезпечують визначеність, послідовність та дієвість державної валютної політики.

На жаль, **Україна була вимушена запроваджувати свою валютну політику в умовах відсутності практично всіх попередніх умов**, що і зумовило невизначеність державної валютної політики стосовно її ключових складових елементів, таких як загальна спрямованість (мета), ступінь конвертованості національної валюти, валютно-курсовий режим, структура валютного ринку та організація валютного контролю. Доречно зазначити, що з трьох основних блоків системи валютного регулювання – ступеня конвертованості, режиму валютного курсу та інституційної структури валютної системи – у нас традиційно найбільше уваги приділяється питанням курсоутворення, тоді як визначальним є питання про ступінь конвертованості валюти (адже за низького її ступеня питання про курс знімається само собою, оскільки за рахунок обмежень можна утримувати будь-який курс), а організаційно найбільш складним в умовах створення валютної системи з нуля виявляється саме інституціональна структура (яку нам не вдалося розбудувати до стандартного рівня і за чверть сторіччя).

Не все було просто і з системою валютного контролю. Валютний контроль у тій або іншій формі існував практично в усіх країнах світу Вважається, що лише США, Канада, Німеччина та Швейцарія ніколи не запроваджували заходи валютного контролю, але це можна піддати сумніву, маючи на увазі певні обмеження на операції з капіталом. Втім, пострадянська практика має свої характерні риси.

В Україні з самого початку намітилася невизначеність підходів щодо валютного контролю між Національним банком (який виходив з необхідності поступовості, передбачуваності та координації дій щодо валютної лібералізації згідно з інтересами розвитку національної економічної системи на сучасних засадах) та виконавчою владою, яка залежно від співвідношення сил лібералів та патерналістів, виступала то за різку лібералізацію, то за «тримання та непущання».

Така невизначеність, однак, не призвела до справжнього протистояння (за винятком періоду діяльності уряду Є.Звягільського та існування т.зв. тендерного комітету з розподілу валютних надходжень за фіксованим курсом), оскільки в норми проекту закону свого часу було закладено положен-

ня про те, що головним органом валютного контролю з боку держави (серед ринкових інститутів головним агентом валютного контролю здебільшого є комерційні банки) виступатиме НБУ (на відміну від польського законодавства, яке послужило основою проекту і в якому ці функції відводилися міністерству фінансів). Треба зауважити, що функції здійснення валютного контролю покладалися в ті часи на урядові структури вже не тільки в країнах Європейського Економічного Союзу, а й у багатьох інших країнах[62] (зокрема в Японії та Росії).

Але проблема невизначеності щодо органів валютного контролю не обмежується лише початковими етапами створення власної системи валютного регулювання. Нове загострення проблеми обумовлено переходом Національного банку до інфляційного таргетування. Адже з темою інфляційного таргетування безпосередньо пов'язаний вибір режиму валютного курсу, оскільки в наших реаліях йдеться, власне, про зміну методу таргетування – від т.зв. валютного якоря до цільових орієнтирів зростання індексу цін. Це означає, по суті, відмову від центрального банку від валютного контролю та інших засобів регулювання. І дійсно, ні Європейський центральний банк, ні, тим більше, національні центробанки країн – членів ЄС не відповідають за курс євро. Але він постійно перебуває в полі зору «Екофін» – колективного органу міністрів фінансів та економіки країн зони євро. Тобто таргетування інфляції жодним чином не означає відмову від державної валютної політики та валютного регулювання в цілому. Особливо в країні, яка постійно відчуває проблеми з дотриманням рівноваги платіжного балансу. І тим більше в період, коли на світовій арені знову починається небезпечна гра з маніпулюванням валютними курсами, яка загрожує (а деколи вже і переходить) у валютні війни.

За таких умов нагальною стає проблема створення урядової системи валютно-курсового регулювання. Скоріш за все (але не обов'язково) відповідальною за це структурою повинно стати Міністерство фінансів. З практичної точки зору Національному банку України треба було для початку хоча б запровадити практику узгодження і проведення заходів, які можуть впливати на курс гривні (це і масштаби, і порядок емісії, і правила валютних операцій, і митні тарифи та нетарифні обмеження, і оподаткування, й інвестиційний клімат, і угоди на фондовому ринку…). А за цей час можна було б підготуватися до таргетування (по суті, до керування рівнем цін), замість

[62] OECD (1993). Exchange Control Policy. Centre for Co-Operation with the European Economies in Transition. P.19.

можливості досягнення угоди щодо 15-го перегляду не раніше осені 2017 р. К.Лагард повторно наголосила на необхідності «перевести подих» і зробити паузу між 14-м і 15-м переглядами квот[132]. Теза про необхідність відповідності квот країн – членів МВФ їхній ролі у світовій економіці вважається загальноприйнятою і не підлягає критиці ні представників держав, ні від імені експертів, які займаються вивченням цієї проблематики. При цьому існуючі методологічні підходи та економічні показники, які використовуються, дозволяють по-різному оцінити питому вагу окремих країн. Навколо цих методів, що зумовлюють підвищення кількості голосів тієї чи іншої держави в МВФ, до сих пір немає консенсусу. Як відзначають експерти, процес зміни квот є грою з нульовою сумою, коли виграш для одних країн неминуче обертається програшем для інших, з огляду на це вони вкрай неохоче готові поступатися часткою своєї квоти на користь інших[133].

Нині найбільш очевидним показником, що оцінює місце національної економіки у світовому виробництві, є ВВП. Однак, якщо розглянути історію зміни формули, то в ранній період діяльності Фонду більше значення мали такі змінні, як, наприклад, обсяги експорту та імпорту. Так, початкова формула розрахунку квот, яка була прийнята в ході Бреттон-Вудської конференції в 1944 р., виглядала так:

$$Q = (0.02Y + 0.05R + 0.010M + 0.10V)\ (1 + X / Y),$$

де: Q – розрахункова квота; Y – національний дохід; R – резерви в золоті та іноземній валюті на кінець року; X – щорічний експорт (середнє значення за п'ятирічний період);

M – щорічний імпорт (середнє значення за п'ятирічний період);

V – максимальні флуктуації експорту протягом п'ятирічного періоду[134].

Важливою характеристикою формули (як у момент утворення МВФ, так і пізніше) було те, що вона ніколи не відігравала основної ролі при визначенні фактичних квот країн-учасниць.

[132] Christine Lagarde for breathing space before next round of IMF reforms (2016). *The Economic Times,* March 13. Retrieved from http: // articles. economictimes. indiatimes.com/2016-03-13/ news / 7 1 4 7 5 2 9 4 _ 1 _ quota - reformsquota-review-imf-reforms

[133] Cooper, Richard N.,Truman, Edwin M. (2007). The IMF Quota Formula: Linchpin of Fund Reform. *Peterson Institute for International Economics. Policy Brief*s, February, B 07-1. Retrieved from https: // piie.com/publications/pb/pb07-1. pdf

[134] Report to the IMF Executive Board of the Quota Formula Review Group (April 28, 2000).

порівняно з даними на 2005 р., які були використані для розрахунку в рамках 14-го перегляду[128].

Кроки, спрямовані на обмеження позицій країн, що розвиваються (в тому числі на нівелювання значення нової формули як інструменту захисту їх інтересів), у Фонді робилися і надалі. Комюніке 33-ої наради Міжнародного валютно-фінансового комітету, який відбувся у квітні 2016 р., визначило основною метою 15-го перегляду (складовою частиною якого вже традиційно для МВФ називалася зміна формули) «збільшення частки квот динамічних країн»[129]. Це трактування суттєво відрізняється від поглядів країн-учасниць «Групи двадцяти», де було поставлене завдання щодо «збільшення прав голосу та представництва країн з ринками, що формуються»[130].

Відсутність зацікавленості розвинених країн у подальшому реформуванні МВФ стало причиною низької активності самого Фонду після зняття «американського вето». За січень-вересень 2016 р. МВФ не висунув ані нових ініціатив, ані додаткових пропозицій, що стосуються змін у системі управління інститутом.

У результаті такий, здавалося б, технічний елемент, як формула, стає однією з небагатьох можливостей для країн, що розвиваються, забезпечити подальші перетворення у позитивному для себе руслі[131]. У свою чергу у країн Заходу спостерігається бажання зволікати з рішенням цього питання, підтвердженням чого може служити, зокрема, заява МВФ у січні 2016 р. про

[128] Прокоф'єв І.В., Каратаєа С.В.,Трошин Н.Н., Абаєв Л.Ч. Про погляди експертів БРІКС на реформування Міжнародного валютного фонду [Електронний ресурс] / Российский інститут стратегічних досліджень. – 2016. – Режим доступу : http://riss.ru/ bookstore / monographs / report-2 /

[129] Країни БРІКС домовились разом просувати заборгованості реформи МВФ [Електронний ресурс] / Міністерство фінансів Російської Федерації. – 2016. – 15 квітня. – Режим доступу : http: // minfin.ru/ru/infomat/press-center /? id_4 = 34434 .

[130] International Monetary Fund (2015). 2010 Reforms and Fifteenth General Review of Quotas. IMF Report of the Executive Board to the Board of Governors, January, 27. Retrieved from https: // www.imf.org/external/np/pp/ eng / 2015 / 012815.pdf

[131] Bradlow, Daniel D. (2006). The Governance of the IMF: The Need for Comprehensive Reform. The Intergovernmental Group of Twenty-Four on International Monetary Affairs and Development. Retrieved from http: //173.254.12 6.101 / gtwofouo / wp-content / uploads / 2014/03 / Bradlow-1.pdf; Buira, Ariel. (2003). The Governance of the IMF in a Global Economy. The Intergovernmental Group of Twenty-Four on International Monetary Affairs and Development (p. 7). Retrieved from http://g24.org/wp-content/ uploads / 2014/03 / Session-1_310. pdf

того, щоб демонструвати лояльність до МВФ, намагаючись якомога скоріше *формально* виконати його рекомендації.

Визначення нової валютної стратегії, яка повинна відповідати цілям оновлення української економіки, вимагає насамперед розуміння цих цілей, що, у свою чергу, передбачає їх наявність. Між тим закиди та звинувачення у відсутності чіткої та зрозумілої стратегії оновлення економіки України (які можна почути з усіх боків) свідчать, принаймні, про нечіткість, непослідовність та некомплексність програмних документів, підготовлених різними державними органами, які, здавалося, повинні були б дати відповіді на всі запитання стосовно цілей, завдань, етапів економічної реформи та методів її здійснення.

Тож нам залишається виходити лише з ***основних принципів та завдань, які обумовлені загальним євроінтеграційним напрямом розвитку України*** та викладені в таких документах, як Угода про асоціацію України з ЄС та Стратегія сталого розвитку «Україна-2020».

Перш за все, пам'ятаючи про остаточну мету нашої євроінтеграції (а саме – повноправне членство в ЄС), а також прогнозуючи всі можливі варіанти розвитку економічної системи, в тому числі валютно-фінансової, Європейського Союзу на момент імовірного вступу України до ЄС, слід визначитися з питанням **дотримання монетарного суверенітету** – тобто суверенного права держави регулювати грошову емісію та здійснювати грошово-кредитну політику з метою досягнення завдань, що передбачені державною економічною політикою.

Українська економіка базується на доктрині, яка передбачає право держави на регулювання економічних процесів, у тому числі й у сфері грошових відносин. Виключне право української держави на емісію грошового засобу, що виступає як єдиний законний засіб платежу на її території, – обумовлюється відповідними положеннями Конституції України та окремих законів, а з політичної точки зору – самим фактом політичної незалежності України. Слід, однак, враховувати, що, крім юридичного, існує і фактичний рівень монетарного суверенітету, обумовлений залежністю внутрішнього грошового обігу країни від впливу іноземної валюти (т.зв. доларизації, хоча це може стосуватися не тільки долара США, але й інших валют). Така залежність виражається не тільки у кількісних показниках використання іноземної валюти (частка валюти у депозитах, обсягах кредитування та платежів тощо), а й у прямій прив'язці валютного курсу або обсягів емісії власної

валюти до курсу іноземної валюти або її надходження на внутрішній ринок країни.

Найбільш яскравим прикладом такої залежності є використання принципу валютного бюро (англ.: *Currency Board*), яке можна визначити як монетарний інститут, що фіксує курс національної валюти до іноземної валюти, причому випуск національної валюти повністю забезпечено запасами іноземної (резервної) валюти, і вона може бути конвертованою у резервну валюту за твердим курсом за вимогою. Тобто йдеться про відмову від принципу дискреційної монетарної політики і підпорядкування її параметрів обсягам валютних надходжень до країни.

Водночас слід мати на увазі, що власна грошова одиниця може існувати у формі як окремої, національної валюти, так і у вигляді **колективної валюти**, що значно обмежує монетарний суверенітет (залежно від існуючого механізму прийняття рішень щодо монетарної політики відповідного валютного союзу), але не суперечить йому принципово (антагоністично). Втім, в основі процесу ліквідації національних валют лежать не тільки економічні, а й політичні причини. Невипадково концепція створення «Сполучених Штатів Європи» виходить з того, що основою такої Європи повинні бути країни т.зв. Євроленду (тобто зони функціонування євро). Натомість політична незалежність України ще не виконала своїх історичних завдань, у тому числі щодо створення чіткої ідентифікації народу України як єдиної політичної нації, у зв'язку з чим на цьому історичному етапі відмова від суверенних монетарних прав навряд чи може розглядатися як стратегія, що відповідає інтересам національної безпеки.

Таким чином, на сьогодні **основна проблема у ставленні до монетарного суверенітету,** як нам здається**, полягає у відсутності бачення стратегічної мети розвитку національної валюти**: перспективи заміни її колективною валютою – євро (що може випливати з євроінтеграційного напряму і тоді передбачає необхідність програми адаптації до умов Валютного союзу ЄС) або перетворення гривні на вільно конвертовану валюту (що вимагає чіткого розуміння послідовності кроків, спрямованих на підвищення рівня її конвертованості). А власне з цим пов'язана наступна проблема – невизначеність з бажаним рівнем конвертованості української національної валюти.

Другим у черзі при визначенні нових цілей повинно б стояти питання, яке вже стало на порядку денному (хоча і без належної підготовки та аргументації). Мається на увазі комплексна проблема **вибору режиму ринко-**

В результаті бюджетна угода між президентом США і республіканською більшістю в Конгресі США відкрила в грудні 2015 р. шлях для імплементації змін до МВФ та була сприйнята як історичний крок. Однак, згідно із Сеульським планом дій, однією зі складових реформи було «продовження динамічного процесу, спрямованого на збільшення прав голосу та представництва країн з ринками, що формуються, аби вони краще відображали економічну вагу країн, а також завершення наступних загальних переглядів квот»[125].

Проте через складнощі, які виникли, діяльність з розроблення цінової формули була практично повністю паралізована і де-факто виключена з так званого пакету Реформ-2010. Багато в чому цьому сприяла позиція керівництва Фонду, а також його найбільших акціонерів – західних країн, спрямована на стримування ініціатив країн, які розвиваються. Так, у січні 2013 р. у доповіді Виконавчої ради Фонду кардинальним чином трансформовано порядок реалізації змін (спочатку перегляд формули, а потім на цій основі проведення подальшого перегляду квот).

В інтерпретації МВФ узгодження нової формули стало частиною роботи із здійснення 15-го перегляду[126]. Таким чином, цей етап реформи втратив свою індивідуальну суб'єктивність, яка мала перетворити його на самостійний фактор забезпечення у Фонді інтересів країн, що розвиваються[127]. При цьому відсутність зрушень виправдовувалася неможливістю обговорення цього питання до імплементації «Реформи 2010 року». Звертає на себе увагу і те, що в доповіді окремо виділені погляди частини директорів Виконавчої ради, які вважають обґрунтованим продовжити використання діючої формули на тій підставі, що вона надає достатні можливості для поступового збільшення кількості голосів країн, що розвиваються. Як аргумент, Фонд зазначає, що, відповідно до розрахунків, станом на 2010 р. квота економік, що розвиваються, у МВФ зросла на 7,7%

[125] Документи Сеульського саміту "Групи двадцяти" (Сеул, Республіка Корея) [Електронний ресурс] / офіц. сайт головування РФ у "Групі двадцяти". – 2010. – 12 листопада. – Режим доступу : http: //ru.g20russia. ru / documents / # p5

[126] Комюніке тридцять третьої наради Міжнародного валютно-фінансового комітету [Електронний ресурс] / International Monetary Fund. – 2016. – April 16. – Режим доступу : https://www.imf.org/external/ russian / NP / SEC / pr / 2016 / pr16169r.pdf

[127] Лондонський саміт лідерів [Електронний ресурс] / офіц. сайт головування РФ у "Групі двадцяти". – 2009. – 2 квітня. – Режим доступу : http://ru.g20russia.ru/ documents / / # p5

У січні 2016 р. була затверджена реформа МВФ, яка узгоджувалась ще в 2010 р. на Сеульському саміті G20. Її результатом стало підвищення сукупної квоти країн, що розвиваються, на 2,1 в.п. (з 36,6 до 38,7%). Разом із тим прийнятий у Сеулі план дій передбачав подальше збільшення представництва країн, які розвиваються, шляхом внесення змін до формули розрахунку квот і проведення на цій основі їх 15-го загального перегляду. Однак тепер, коли небезпека, яку викликала глобальна фінансова криза минула, розвинені країни намагаються загальмувати процес погодження нової формули і нівелювати її значення. В цих умовах країни, що розвиваються, повинні домогтися того, щоб перегляд формули не був формальним[124].

Слід кардинально змінити систему розподілу квот на основі вироблення справедливого і прозорого механізму, що дозволить країнам, що розвиваються, зайняти відповідне своїй ролі у світовій економіці місце у структурі управління МВФ.

Узгоджена в 2010 р. на Сеульському саміті G20 реформа МВФ стала свого роду лакмусовим папірцем, який показує ставлення країн Заходу до зростаючої ролі країн, що розвиваються, у світової економіці. Знадобилося п'ять років для того, аби сформувати в єдиний пакет зміни, що стосуються збільшення капіталу Фонду, перерозподілу квот. У кризовий період 2008–2009 рр. американська адміністрація була змушена піти на значні поступки щодо країн, які розвиваються, погодившись із посиленням ролі G20 на міжнародній арені й проведенням широкої програми реформ світової фінансової структури.

США протягом декількох років відмовлялися ратифікувати реформу, незважаючи на численні звернення з боку представників економік, що розвиваються, G20 та самого Фонду. МВФ використовує дві різні методології віднесення країн до тих, які розвиваються. В одному випадку (в тому числі і при розрахунку квот) до цієї категорії належать такі держави, як Латвія, Литва, Мальта, Республіка Корея, Сингапур, Словаччина, Словенія, Чехія і Естонія. Друга класифікація, зокрема, застосовується при складанні щорічних оглядів світової економіки «World Economic Outlook». Перший підхід завищує показники для країн, що розвиваються, тоді як методологія «World Economic Outlook» точніше відображає вагу країн у сукупній квоті.

[124]International Monetary Fund (Historic Quota and Governance Reforms Become Effective. Press release №16/25 27. Retrieved from https://www.imf.org/external/np/sec/pr/2016/pr1625a.htm

вого гнучкого курсу та переходу центрального банку на практику **інфляційного таргетування**.

Що стосується валютного курсу, то у нас з самого початку існувало два підходи – «вільне плавання» та «адміністративне регулювання», – які періодично отримували перевагу, а потім поступалися опоненту: головним чином через те, що жодна зі сторін не могла професійно впровадити відповідний режим і продемонструвати його переваги.

Систему т.зв. «фіксованого курсу» – який не був, до речі, фіксованим, а лише являв собою систему «мультивалютної практики» (англ.: multi currency practice), тобто наявності «особливого» курсу для певних «обраних» (за невідомими принципами) покупців, – скасували у 1994 р. Таким чином, коли у вересні 1996 р. було нарешті запроваджено нову українську валюту (гривню), існували усі технічні передумови для забезпечення як ринковості, так і стабільності її курсу, який протягом майже двох років тримався в межах неофіційного «валютного коридору» 1,7–1,9 за 1 дол. США (що не сильно відрізнялося від первісно встановленого курсу в 1,76 грн за 1 дол. США). Однак криза 1997–98 рр. помітно підірвала стабільність і гривню було девальвовано до 5,5 грн за 1 дол. США. «Кризовий шторм» викликав недовіру до системи плаваючого курсу і його вирішили знову «зафіксувати», але тепер вже «ринковими методами», а саме – шляхом здійснення інтервенцій центрального банку на валютному ринку. Хоча не гребували й адміністративним тиском на комерційні банки, тим більш, що й офіційно було тимчасово скасовано операції на міжбанківському валютному ринку, а банкам-нерезидентам взагалі заборонили купувати іноземну валюту. Тобто **саме ставлення до режиму валютного курсу гривні не змінилося – просто його реалізація час від часу ускладнювалася, що й примушувало монетарну владу формально змінювати правила керування валютним курсом, який так і не став ринковим**. Це досить наочно демонстрували спроби утримання курсу гривні в межах т.зв. валютних коридорів, офіційно або злегка приховане проголошення яких аж ніяк не гарантувало утримання курсу в його межах: проходження раніше встановлених меж просто означало проголошення чергового коридору з новими девальваційними параметрами. А реакція на небажані ринкові зміни незмінно зводилася до суто адміністративних обмежень, що яскраво проявилося в ході фінансової кризи 2008–2009 рр., коли в умовах стрімкого зростання попиту на іноземну валюту регулятором було запроваджено адміністративні обмеження, спрямовані на зниження спекулятивного тиску на гривню та обме-

ження її девальваційного тренду. Таким чином, **використання Національним банком адміністративних обмежень значною мірою є наслідком свідомого ігнорування необхідності розвитку ринку інструментів хеджування валютних ризиків** (валютних ф'ючерсів та деривативів).

Власне з цією парадигмою НБУ і підійшов до моменту, коли під тиском МВФ було ухвалено рішення про перехід на інфляційне таргетування, яке, на думку керівництва НБУ, означає зняття з себе відповідальності за курсову динаміку гривні[63]. При цьому, однак, якось забулося, що сам валютний курс виступає (особливо в умовах залежної від імпорту енергоносіїв відкритої економіки) одним із факторів впливу на рівень внутрішніх цін, а отже – і на інфляцію.

Ігнорування такого вагомого інфляціогенного фактора, як валютний курс, – це неприпустима професійна помилка.

Як уже згадувалося, сама логіка попереднього розвитку та загальноекономічних цілей підводить до необхідності переходу до більш гнучких варіантів ринкового курсу валюти (хоча Угода з МВФ і не ставить таких вимог). Дискусійним, однак, залишається питання про ступінь гнучкості та швидкість переходу. Ідеальним варіантом (якщо мати на увазі бажаність приєднання України до клубу високорозвинених економік світу) було би запровадження вільно плаваючого курсу національної валюти. Втім, все одно залишаються варіанти поступового – через кероване плавання або повзучу прив'язку – або одномоментного переходу (як це спробували зробити кавалерійським наскоком у Нацбанку) до такого режиму (див. докладніше підрозділ 2.5).

У рамках системи валютного регулювання це означає, по суті, відмову центрального банку від валютного контролю та інших засобів регулювання. Але це жодним чином не означає відмову від державної валютної політики та валютного регулювання в цілому. Особливо в країні, яка постійно відчуває проблеми з дотриманням рівноваги платіжного балансу. І особливо в період, коли на світовій арені знову починається небезпечна гра з маніпулюванням валютними курсами, яка загрожує (а деколи вже і переходить) перерости у валютні війни. За таких умов нагальною стає **потреба організованої передачі відповідальності за валютну (в тому числі й валютно-курсову політику) від центрального банку до урядових структур.**

[63] Гонтарева: НБУ не відповідає за курс гривні // Finance.UA. – 2016. – 05 лютого. – Режим доступу : http://news.finance.ua/ua/news/-/368941/gontareva-nbu-ne-vidpovidaye-za-kurs-gryvni

Водночас у посткризовий період ***ефективне виконання МФО покладених на них функцій стримувалося такими системними вадами міжнародної фінансової архітектури, як***:

- відсутність єдиної централізованої структури в рамках міжнародної фінансової архітектури, низький ступінь підконтрольності дій МФО у процесі їхньої взаємодії з країнами-членами, незбалансованість механізму ухвалення рішень керівними органами МФО за складом учасників;
- недостатність кредитно-фінансових джерел МФО для вирішення глобальних проблем, неадекватність ресурсів МВФ його статутним завданням (сумарний капітал МВФ становить 732 млрд дол. США, а річні кредитні можливості Світового банку – 40–50 млрд дол. США, водночас обсяги кредитування однієї Греції у період 2010–2012 рр. сягнули 240 млрд євро);
- нездатність МВФ як інституту, відповідального за посилення стабільності валютних курсів і недопущення тривалого порушення рівноваги платіжних балансів, забезпечити впровадження коригуючих заходів урядами країн з великими зовнішніми дисбалансами (якщо вони не звертаються за допомогою до Фонду);
- фрагментарність відповідальності МФО зі стабілізації фінансової ситуації у країнах-членах чи проведення необхідних структурних реформ через вузький перелік їхніх повноважень;
- неможливість надання СПЗ функцій світової валюти або створення світових фідуціарних грошей унаслідок гальмування необхідних для цього кардинальних змін організаційної та функціональної структури МВФ як розвиненими країнами, так і країнами, що відносяться до так званих «країн ісламського фінансування».

Виконавчий комітет МВФ кожні 12–18 місяців переглядає та аналізує досвід конкретного виконання власних угод про резервні та розширені кредити, з метою підтвердження, що їх умови залишаються обґрунтованими та продовжують сприяти своєчасному поверненню ресурсів МВФ. Програми перебудови економіки включають всебічне вивчення економіки країни-реципієнта, у тому числі виявлення причин і характеру труднощів у платіжному балансі країні, з іншого боку, – побудову економічної політики, яка допоможе досягнути рівноваги між попитом та пропозицією на ресурси.

Перспективи реформування міжнародних фінансових інститутів та їхня майбутня роль у глобальному регулюванні залежать від зміни співвідношення сил між провідними державами світу.

регулювання, з одного боку, міжнародних валютних відносин, з іншого – фінансової сфери. Після Другої світової війни валютний устрій пристосовувався винятково до потреб обслуговування світової торгівлі, яка у той час була домінуючим і практично єдиним видом міжнародних економічних відносин. У сучасному глобалізованому світі першість належить транскордонним потокам приватного капіталу.

Глобальна фінансова криза яскраво висвітлила критично важливу роль, яку фінансовий сектор відіграє в забезпеченні світової макроекономічної стабільності. Це спонукало МВФ розширити дослідження проблем, що стосуються зміцнення глобальної фінансової системи. У цьому зв'язку розробляються аналітичні інструменти для впровадження досліджень проблем фінансового сектора та ринків капіталу в роботу з визначення норм більш широкого макроекономічного нагляду.

У цілому було визначено 25 країн, які мають системно значущі фінансові сектори. Ця група країн охоплює майже 90% глобальної фінансової системи й на неї припадає 80% світової економіки.

2. Забезпечення прозорості: стандарти та кодекси

Світовим співтовариством визнається провідна роль МВФ у забезпеченні прозорості (транспарентності – transparency) макроекономічної й фінансової політики держав. Починаючи із другої половини 1990-х років Фонд утворив низку додаткових механізмів взаємин з державами-членами, покликаними сприяти досягненню цієї мети. Вони трактувалися в сукупності як «реформи другого покоління» стосовно традиційних зобов'язань держав-членів, викладених у статуті Фонду.

3. Модернізація наглядових функцій

Глобалізація економіки, частота й поглиблення економічних та валютно-фінансових криз спонукають МВФ до істотної трансформації одного з найбільш важливих аспектів його діяльності – нагляду (surveillance) за економічною, фінансовою й валютною політикою держав-членів. У рамках цього процесу МВФ виявляє потенційні ризики для внутрішньої й міжнародної стабільності та рекомендує необхідні зміни щодо її проведення.

4. Вдосконалення політики кредитування

Серед змін політики кредитування МВФ протягом 2014–2016 рр. в контексті подолання наслідків кризи експерти відзначили збільшення кредитів до 250 млрд дол. США (59 країн).

Нарешті необхідно буде визначитися і з межами конвертованості національної валюти. Колапс Радянського Союзу раптово зробив рубль конвертованим: межа між легальним та нелегальним ринком практично зникла і обміняти рублі (пізніше – купоно-карбованці) стало досить легко. Але, враховуючи постійно падаючий курс, це було не дуже вигідним. Відповідно, в умовах відсутності українського валютного законодавства повинно було діяти радянське, але розібратися з такими нюансами в ті часи було досить складно. Власне й тому, що сама влада не могла визначитися з питанням конвертованості – дозволити вільну конвертованість або заборонити зовсім. Пропозиції плавного переходу до конвертованості (в тому числі введення певних лімітів обміну для фізичних осіб) з гнівом відкидало суспільство, налаштоване на повну свободу. Що стосується осіб юридичних, то вони були вимушені купувати іноземну валюту (в тому числі для оплати імпортних поставок) на Московській міжбанківській валютній біржі – членами якої були нечисленні українські банки (один час – лише АПБ «Україна»).

Враховуючи це, можна було очікувати, що влада намагатиметься забезпечити конвертованість нової української валюти з моменту її впровадження в обіг. Проте цього не сталося. В момент вступу України до МВФ (вересень 1992 р.) не було ратифіковано статтю VIII, яка передбачає зобов'язання країни-члена щодо забезпечення конвертованості власної валюти за поточними операціями, натомість були використані можливості збереження існуючих обмежень, як це дозволялося умовами статті XIV. Такий перехідний період продовжувався майже чотири роки (до травня 1996 р.), коли стаття VIII була ратифікована в межах підготовки до впровадження в обіг гривні (яке сталося у вересні 1996 р.).

Для продовження розвитку валютної системи України в цьому напрямі необхідно як можна скоріше відмовитися від практики обмеження конвертованості за поточними операціями (у всякому разі дотримуватися вимог Угоди про МВФ (ст. VIII, розд. 2, пункт а) щодо затвердження таких тимчасових обмежень з боку МВФ. Однак цілі нової стратегії повинні передбачати і більш довгострокові цілі – мається на увазі конвертованість за капітальними операціями. Як відомо, забезпечення такої конвертованості не входить до вимог МВФ, але є предметом його постійної уваги в рамках загального валютно-лібералізаційного мейнстриму. Такий тренд став особливо помітним з часів щорічної сесії МВФ у 1997 р. в Гонконзі і, незважаючи на азійську кризу 1997–98 рр. (саме пов'язану зі спекулятивним рухом міжнародного капіталу), продовжує свою переможну ходу.

Після того, як лібералізація міжнародної торгівлі отримала статус економічного мейнстриму, МВФ переорієнтувався на підтримку політики лібералізації контролю за рухом капіталу. Зокрема, на щорічному засіданні у вересні 1997 р. в Гонконзі Рада керуючих Фонду затвердила план дій, згідно з яким саме лібералізація руху капіталу повинна була стати основною метою МВФ. Така увага обумовлена, звісно, не модою й не тим, що інші завдання (поставлені перед МВФ в момент його створення) вже вирішені, хоча цей фактор теж присутній. Головною причиною уваги до транскордонного руху капіталів є вимоги глобальної економіки. Йдеться про поступове формування насправді єдиного світового ринку, що передбачає вільний рух в глобальному масштабі (товарів (торговельна лібералізація), робочої сили (вільна міграція) та капіталу). В таких умовах кожна країна, яка вирішила скористатися перевагами глобалізації (і не плекає ілюзій стосовно можливості сховатися від неї за протекціоністським парканом) повинна налаштовувати своє законодавство та свою економічну систему на відповідність цим вимогам.

Потрібно підкреслити: слід не ламати існуючу систему регулювання, «стрибаючи з головою у воду, не навчившись плавати», а забезпечувати поступову, підготовлену та узгоджену адаптацію власної системи державного регулювання економікою до нових умов функціонування глобальної економіки. Але не варто зупинятись на півшляху, що також виявиться шкідливим. З урахуванням положень трилеми Обсфельда-Тейлора (або трилеми неможливості) згадана вище **проблема переходу на вільно плаваючий курс насправді є питанням швидкості нашого переходу до конвертованості гривні за капітальними операціями** та забезпечення вільного транскордонного руху капіталу (оскільки Україна поки не відмовляється від власної монетарної політики, альтернативою якої могло б стати використання принципу валютного бюро – Currency Board).

У зв'язку з лібералізацією міжнародних капітальних операцій постає також питання ролі національної валюти в обслуговуванні таких процесів. У разі переходу до спільної європейської валюти ця проблема вирішується сама собою. У разі ж збереження національної валюти слід визначитися з питаннями активності або пасивності її ролі. Тобто проблема стосується розширення практики використання гривні у міжнародних розрахунках включно з поступовим отриманням нею ***статусу вільно використовуваної валюти,*** згідно з умовами, визначеними Угодою МВФ (стаття XXX, пункт f).

чином на засіданнях G7 або в ході двосторонніх зустрічей між провідними країнами.

Це підкреслює *базову асиметрію і недолік нинішньої міжнародної фінансової системи.* Аналіз статей Угоди МВФ (статті I, IV, VIII, XXII) показав, що, по-перше, заявлені міжнародним співтовариством цілі з досягнення стабільності валют, зовнішньої збалансованості національних економік, виключення маніпулювання обмінними курсами не досягнуті. Причинами цьому були: парадокс Тріффіна (ситуація з доларом); суперечність, неузгодженість економічної, зокрема валютної політики країн, що часто переслідують свої економічні цілі. По-друге, сам МВФ як наглядовий орган і основний майданчик міжнародної валютної співпраці мало що зробив для виправлення недоліків існуючої глобальної валютної системи і можливого будівництва нової. Відомо, що МВФ здійснює постійний суворий нагляд (моніторинг) за макроекономічною і валютною політикою держав-членів, а також за станом світової економіки. Для цього використовуються два основні засоби. Одним із них є передбачені статтею IV статуту регулярні (як правило, щорічні) консультації з урядовими установами і центральними банками держав-членів з приводу їх політики у сфері валютних курсів. Держави-члени зобов'язані надавати Фонду необхідні дані про стан їхньої економіки, консультуватися з ним щодо питань їхньої макроекономічної, структурної і валютної політики з метою виявлення потенційних небезпек для економіки. У доповідях МВФ, підготовлених за результатами таких консультацій, підсумовуються оцінки економічної політики і перспектив економіки держав-членів, містяться висновки і рекомендації з приводу їх економічної політики.

Іншим засобом є багатосторонні попередні обговорення Виконавчою радою (зазвичай двічі на рік) оглядів «Перспективи розвитку світової економіки» (The World Economic Outlook), а також «Доповіді з питань глобальної фінансової стабільності» (The Global Financial Stability Report). Метою таких обговорень є аналіз глобальної економічної ситуації і стану фінансових ринків.

У посткризовий період реформування МВФ здійснювалося за всіма основними напрямами, що належать до його організаційної структури та механізмів функціонування.

1. Поєднання валютного й фінансового регулювання

Стрімке зростання фінансових ринків та їх всебічна глобалізація призвели до вироблення МВФ управлінського підходу, який поєднує

останніх. У Вашингтонській декларації G20 серед механізмів, які мають забезпечити реалізацію основних принципів реформи регулювання світової фінансової системи, ключова роль відводиться МВФ. Перед Фондом ставиться завдання вести роботу щодо чіткішого виявлення слабких місць, попередження потенційних перевантажень системи.

Політика і регулююча роль МВФ еволюціонували протягом усіх років існування. За останні 25 років політика розвитку багато в чому формувалася згідно з політичними рецептами міжнародних фінансових установ. Їх вплив суттєво зріс з початку 1980-х років після різкого зростання в ході попереднього десятиліття дефіциту по рахунках поточних операцій багатьох країн, що розвиваються. У ряді країн, які мали доступ до міжнародних фінансових ринків, ці дефіцити на першому етапі фінансувалися за рахунок запозичень на цих ринках; країни, що не мали такого доступу, були змушені звертатися до офіційних позик, що призвело до зростання залежності від зовнішнього фінансування і до стрімкого збільшення зовнішнього боргу. Починаючи з 1978 р., коли США перейшли до грошово-кредитної політики агресивного придушення інфляції, доларові відсоткові ставки різко зросли, що збільшило масштаби їхнього нагромадженого зовнішнього боргу, а ослаблення глобального попиту вдарило по їхніх експортних надходженнях. У результаті збільшення дефіциту по поточних операціях різко зросло залучення країнами, що розвиваються, позик МВФ, оскільки комерційні банки не надавали нові кредити в колишніх масштабах. У 1982 р. МВФ почав відігравати провідну роль в урегулюванні боргової кризи, з якою зіштовхнулося багато країн, що розвиваються, накопичивши великі суми боргу комерційним банкам. Нинішня система глобального економічного регулювання не має інституційних механізмів, які могли б забезпечувати багатосторонні правила стосовно валютних курсів.

Сьогодні МВФ може втручатися у валютну політику країни, тільки якщо ця країна звертається за фінансовою підтримкою, і тим самим на неї починають розповсюджуватися умови, що висуває МВФ. Таким чином, МВФ не повинен регулювати можливі стійкі перекоси курсу валюти країни, що мають позитивне сальдо платіжного балансу, або країн з дефіцитом, які все ще в змозі отримувати позикові кошти на міжнародних фінансових ринках або випускати валюту, котру інші учасники ринку готові й надалі мати у своїх портфелях (як у разі США).Через це переговори про обмінні курси провідних (резервних) валют відбуваються за межами МВФ, головним

Окремо слід звернути увагу на те, що отримання статусу розрахункової валюти по суті передбачає попереднє включення до переліку валют, в яких здійснюються розрахунки між центральними та транснаціональними банками через CLS International Bank – банківську установу, створену за законодавством США.

Не менше значення мають і ті зміни, які відбуваються в системі боргових відносин. Зокрема, непомірне на перший погляд нарощування державних боргів (яке призвело до боргових криз у США та деяких країнах ЄС) скоріш за все є наслідком не стільки нераціональної або невідповідальної політики урядів, а відображенням об'єктивних вимог сучасної економіки, що ґрунтується на всебічному розвитку кредиту. Кредитні відносини вже давно та глибоко проникли в саму тканину капіталістичної економіки, створюючи її своєрідний каркас, а останнім часом цілком логічно стали основою державних фінансів. А тому і боротьба з надмірним борговим навантаженням врешті-решт потрясає основи сучасної економіки, наочно демонструючи необхідність принципової зміни підходу до оцінки ролі та місця кредитних відносин у цілому.

Враховуючи згадане вище, **необхідно розробити та узгодити зі всіма гілками влади Концепцію валютної політики** (яка б виходила із загальної концепції економічного розвитку України), а потім вже ухвалити закон, який би став ефективним інструментом реалізації нової стратегії валютної політики.

Концепція валютної політики повинна базуватися на **принципах**, **цільових орієнтирах та завданнях валютної стратегії України,** серед яких повинні бути:

- виконання зобов'язань, взятих Україною як членом МВФ, що викладені в статті VIII його статуту – уникати обмежень за поточними операціями та дискримінаційної валютної практики (в тому числі множини валютних курсів), забезпечувати конвертованість залишків валюти;
- продовження політики валютного регулювання навіть в умовах посилення гнучкості валютного курсу і переходу до монетарного режиму таргетування інфляції (що обумовлено хронічною дефіцитністю платіжного балансу України та маніпулюванням валютними курсами на світовій арені); вибір швидкості переходу до режиму вільно плаваючого курсу та вибір ступеня гнучкості курсового режиму на проміжному етапі; організована передача відповідальності за валютну, в тому числі валютно-курсову, політику від НБУ до урядових структур;
- розширення меж конвертованості національної валюти: швидка

відміна практики обмеження конвертованості за поточними операціями і в перспективі введення конвертованості за капітальними операціями; така конвертованість і лібералізація транскордонного руху капіталу дозволять країні повною мірою скористатися перевагами глобалізації та інтегруватися в єдиний світовий ринок товарів, послуг і капіталів, але лібералізація потребує відновлення довіри між владою та підприємницькими колами;

- підвищення ролі національної валюти в обслуговуванні міжнародних капітальних операцій (для отримання статусу розрахункової валюти необхідне включення гривні до переліку валют, в яких здійснюються розрахунки між центральними та транснаціональними банками через CLS International Bank).

Як зазначалося вище, отримання гривнею статусу розрахункової валюти, по суті, передбачає попереднє включення її до переліку валют, в яких здійснюються розрахунки між центральними та транснаціональними банками (англ.: *Continuous Linked Settlements*) через CLS International Bank – банківську установу, створену за законодавством США про т.зв. Edge Corporations (тобто з правом обслуговування міжнародних операцій лише нерезидентів), нагляд за якою здійснюється Федеральним Резервним банком Нью-Йорка. Зараз ці розрахунки здійснюються в 15 валютах, які й визначають мультивалютність сучасної системи. Росія та Китай намагаються домогтися включення в цей перелік рубля та юаня, хоча і перебувають поки що на початкових етапах цього процесу.

Звісно, якщо Україна планує розширення використання своєї валюти в міжнародних розрахунках, вона також повинна здійснювати розвиток своєї системи валютного регулювання з прицілом на співпрацю з CLS International Bank. І це повинно бути чітко визначеною метою середньострокової стратегії дій Національного банку України. Паралельно з цим інші державні установи (у співробітництві з Нацбанком) повинні вирішувати інші проблеми, пов'язані з забезпеченням капітальної конвертованості – вдосконалення системи залучення прямих іноземних інвестицій, розвиток (навіть становлення) фондового ринку, політики залучення в українську економіку транснаціональних корпорацій та сприяння появі українських ТНК.

Ще до розроблення та ухвалення комплексного закону з питань валютної стратегії України необхідним є ухвалення **спеціального закону** (або доповнення до Закону про Національний банк України), який би регулював порядок створення, управління та використання **офіційних валютних резервів**. Звертає на себе увагу той факт, що в Україні фактично відсутнє

РЕФОРМУВАННЯ ДІЯЛЬНОСТІ МІЖНАРОДНИХ ФІНАНСОВИХ ОРГАНІЗАЦІЙ: ВИКЛИКИ І МОЖЛИВОСТІ ДЛЯ УКРАЇНИ

4.1. Модифікація ролі і функцій міжнародних фінансових організацій у посткризовий період

Стрімкі темпи глобалізації валютно-фінансових зв'язків не супроводжуються такими ж швидкими змінами в багатосторонніх валютно-фінансових правилах і нормах. Бреттон-Вудські інститути поступово прийняли інші мандати і поширили свої функції на сфери, суттєво віддалені від тих, що були передані до їхнього відання, такі як структурні реформи, котрі охоплюють широке коло економічних і соціальних питань у країнах, що розвиваються, і в країнах з перехідною економікою. Проте у практичній площині на вирішення ключових міжнародних фінансових проблем – нестійкість валютних курсів, масштабні та тривалі диспропорції платіжних балансів, домінування короткострокових фінансових потоків над довгостроковими й періодичне повторення фінансових криз – вони впливають незначною мірою. Немає у них і належних та достатньо потужних інструментів реагування на ці проблеми.

Мета валютного регулювання на міждержавному (в тому числі глобальному та/або регіональному) рівні полягає в координації валютної політики окремих країн, у виробленні й здійсненні спільних заходів з подолання валютних криз, в узгодженні валютної політики провідних держав стосовно інших країн. Розвиток і використання міждержавного валютного регулювання пов'язаний із рядом причин: 1) посиленням взаємозалежності національних економік, включаючи валютні, кредитні й фінансові відносини; 2) зміною співвідношення між ринковим і державним регулюванням на користь ринку в умовах лібералізації господарських відносин; 3) зміною розстановки сил на світовій арені; 4) величезними масштабами світових валютних, кредитних, фінансових ринків, які відрізняються нестабільністю через різкі коливання плаваючих валютних курсів, відсоткових ставок тощо.

Опорою глобальної контролюючої і регулюючої системи є національні держави та наднаціональні структури, які координують і направляють дії

7. Власність має передаватись за ринковими методами ціноутворення, а не за прихованими методами: відведення, списання, обміну активами, штучного банкрутства тощо. Найбільш ефективним засобом зміни прав власності, на наш погляд, є система відкритих електронних аукціонів. Приватизація має проводитись саме на таких засадах, включаючи також інвестиційні зобов'язання щодо збільшення зайнятості на підприємстві та оновлення основних фондів, модернізації існуючих активів. Крім того, на наш погляд, мажоритарному акціонеру доцільно продавати 51–60% акцій, а іншу частку пропонувати для широкої підписки населенню та фінансовим організаціям (20–25%), пенсійному фонду (10–15%), а також залишити пакет державі, яка його тримає, як опціон для мажоритарного інвестора (10–15%); за умови виконання інвестиційних зобов'язань цей пакет частково або повністю переходить у його власність через певний час. За такого підходу фінансовий ринок України також розвиватиметься більш динамічно і збалансовано.

8. Необхідна кардинальна зміна ставлення до міноритарних акціонерів в Україні через упровадження оновленої системи законодавчих актів, які захищатимуть і надаватимуть їм повноцінні права. Було б доцільним на засіданнях акціонерних товариств при голосуванні за виплату дивідендів, навіть коли мажоритарний акціонер голосує «проти», надавати право міноритарному акціонеру (при його голосуванні «за») отримувати дивіденди. Це також сприяло б становленню цивілізованого ринку цінних паперів України, суттєво збільшило б кількість зацікавлених осіб на фінансовому ринку, переорієнтувало б вітчизняний корпоративний сектор на більшу соціальну відповідальність, європейські соціальні стандарти та започаткувало б відхід від мутантного бюрократично-олігархічного капіталізму[123].

[123] Редзюк Є.В. Угода про асоціацію між Україною та Європейським Союзом і підписання Директив ЄС: можливі ризики для вітчизняного ринку цінних паперів // Фінанси України. – 2015. – Вип. № 1. (230) . – С. 98–110.

юридично обґрунтоване визначення поняття офіційних валютних резервів. Стаття 1 Закону про Національний банк України визначає, що золотовалютні резерви – це «резерви України, відображені у балансі Національного банку України, що включають в себе активи, *визнані світовим співтовариством* як міжнародні і призначені для міжнародних розрахунків» – за відсутності юридично коректного визначення понять «визнані» та «світове співтовариство». Мабуть, більш коректним буде словосполучення «згідно зі стандартами, встановленими Міжнародним валютним фондом», оскільки таке визначення матиме підґрунтям Угоду про МВФ, ратифіковану Верховною Радою України.

На жаль, це фактично єдина згадка про золотовалютні резерви в українському законодавстві. Крім того, певні згадки про золотовалютний резерв є ще в Законі України «Про державне регулювання видобутку, виробництва і використання дорогоцінних металів і дорогоцінного каміння та контроль за операціями з ними», але вони стосуються лише золотого запасу як частини золотовалютного резерву (ст. 8). Проте встановлені цим законом правила описують хіба що загальні принципи операцій зі створення та управління золотим запасом, в той час як інші операції з золотовалютним резервом регулюються лише нормативними документами Нацбанку (експерти МВФ рекомендують, щоб таке регулювання забезпечувалося на законодавчому рівні).

Проведене дослідження створило підґрунтя для визначення основних напрямів вдосконалення управління валютними резервами України:

перехід до системи вільно плаваючого курсу гривні та зникнення (різкого зниження) потреби у здійсненні регулятивних інтервенцій на валютному ринку обумовлюють відносне зниження ролі та значення накопичення валютних резервів Національного банку України;

зростає роль прозорості та передбачуваності можливості здійснення окремих (виняткових) інтервенцій, які повинні здійснювати головним чином інформаційний вплив на стабілізацію ринкової ситуації;

«металеву» (золоту) компоненту офіційних валютних резервів необхідно стабілізувати на існуючому рівні та продовжити поступове зниження частки доларової компоненти резервів з одночасним збільшенням частини резервів у євро (до досягнення приблизно паритетного значення).

Ситуація з міжнародними резервами України погіршується тим, що абсолютна більшість резервів становить кредити МВФ (а чисті валютні резерви НБУ коливаються на рівні всього 1 млрд дол. США). Такий стан справ вимагає здійснення негайних екстраординарних заходів щодо збільшення

валютних резервів, серед яких основним повинна бути 100-відсоткова цесія (обов'язковий продаж валютної виручки), в тому числі, можливо, і з визначенням частки продажу безпосередньо центральному банку. Таким чином, доведеться здійснити **модернізацію механізму** створення (в тому числі за рахунок механізму обов'язкової цесії валютних надходжень на користь центрального банку) та використання офіційного валютного резерву відповідно до вимог нової метрики МВФ, а також конкретних рекомендацій, викладених у попередніх роботах автора.

Необхідно також докорінно **змінити підходи до співпраці з МВФ** на основі власних пропозицій щодо реформування економічної системи країни, а також активізувати участь України в роботі органів МВФ та ОЕСР в питаннях модернізації міжнародної валютної системи (в першу чергу стосовно деофшоризації світової економіки).

Отже, *до рекомендацій МВФ потрібно ставитися критично, оскільки ніхто не застрахований від помилок, особливо в таких складних питаннях, з якими доводиться мату справу експертам Фонду*. На подібні думки наводить, наприклад, докладний аналіз помилок МВФ щодо реформ у Польщі та Росії, а також у Грузії, зроблений відповідно відомим англійським економістом, професором Лондонської школи економіки Ст.Гомулкою[64] та колишнім міністром економіки Грузії професором В.Папавою[65].

Дуже важливо, що *Україна – не просто позичальник МВФ, а його учасник*. Працівники фонду зазвичай нагадують своїм учасникам (якщо хочете – акціонерам): «Ми – це Ви». Щоб глибше розуміти логіку дій фонду та змінити ставлення його учасників до себе і своїх проблем, *необхідно активніше брати участь в обговоренні та ухваленні рішень з питань, які не мають прямого стосунку до України.* Це потрібно не лише для того, щоб мати змогу розраховувати на чиюсь увагу та розуміння, а й для того, щоб справді відчути себе частиною глобальної економіки з її проблемами, перевагами та пріоритетами. Лише активна позиція може забезпечити необхідну увагу організації, яка щоденно має справу з проблемами усього світу. В організаційному плані для цього *необхідно активніше використовувати українців, які працюють в апараті МВФ* і як офіційні представники України, і як неза-

[64] Gomulka, S. (1995). The IMF-Supported Programs of Poland and Russia 1990-1994; Principles, Errors and Results. Warsaw, CASE. Retrieved from http://www.case-research.eu/sites/default/files/ publications/3414767_036_0.pdf

[65] Папава В. Международный Валютный Фонд в Грузии: Достижения и ошибки. – Тбилиси : Компания Империал, 2001. – С. 32–56.

нова, що повинна інтегрувати національну базу до провідних міжнародних клірингових баз. Такий підхід спростить іноземним інвесторам відкриття рахунків у цінних паперах України, а резидентам надасть можливість купувати іноземні цінні папери. Національний депозитарій України є найбільш придатною (готовою) організацією для здійснення такої реформи.

4. Необхідна принципово оновлена політика щодо зменшення впливу великих фінансово-промислових груп в Україні на процеси ухвалення державних рішень на користь вузького кола зацікавлених осіб. Ефективним рішенням, на наш погляд, буде впровадження поступового переходу на європейські стандарти регулювання корпоративного сектора. Відзначимо, що для іноземних інвесторів принциповим є вирішення питань щодо прозорого і зрозумілого доступу до земельних ділянок, промислових об'єктів, енергопідключення, водопостачання, безпекових стандартів; також неврегульовані правові процедури отримання коштів (активів) від непорядних контрагентів, тому законодавство потребує суттєвого вдосконалення в частині інфраструктурного забезпечення інвесторів в Україні. Нині ж Україна недораховує мільярди доларів іноземних інвестицій, які могли б позитивно вплинути на розвиток як фінансового сектора, так і реальної економіки.

5. Забезпечення поваги до іноземних і вітчизняних інвесторів та їх прав власності в Україні потребує встановлення прозорих, чітких і зрозумілих правил та законів щодо бізнес-діяльності в Україні. У зв'язку з цим необхідно якісно змінити судові та правоохоронні органи влади, збільшити вплив суспільства на судочинство в Україні, ввести прецендентне право (на кшталт «Англійського міжнародного права», коли прийняте до цього перше колегіальне рішення у справі є еталоном і всі подальші аналогічні справи враховують це рішення, орієнтуючись саме на нього). Також необхідно впровадити суворіші покарання за корупційні правопорушення та порушення права власності, упорядкувати виділення землі, активів, фондів.

6. Страхові, фінансові, лізингові організації та банки мають пруденційно націлюватись на стандарти країн ЄС, і відхилення від таких стандартів має викликати підозри у органів влади, що проводять перевірки, щодо фіктивності їхньої діяльності, ухилення від оподаткування, обслуговування тіньового сектора економіки. Тому такі структури (за підтвердження злочинної діяльності) потрібно послідовно виводити з фінансового ринку України, слід також привести штрафи у відповідність до завданих державі, інвесторам і громадянам України збитків.

спарентного, інтегрованого до європейського та північноатлантичного простору ринку цінних паперів. У процесі дослідження визначено стратегічно важливі дії, що стосуються повноцінного реформування вітчизняного ринку цінних паперів з урахуванням особливої макроекономічної та військово-політичної ситуації в Україні.

Інституційне становлення повноцінного ринку цінних паперів України, що суттєво знизить ризики надходження короткострокового іноземного капіталу та сприятиме зміцненню фінансової системи України, включає проведення таких заходів.

1. Створення єдиного, прозорого, доступного майданчика ліквідності для торгів валютою, цінними паперами та реальними товарами – метал, зерно, цукор, кукурудза, спирт за спотовими цінами, свопами і деривативами – валютної і фондово-товарної біржі (існуючі локальні торги на 10 фондових біржах дезорієнтують інвесторів на ринку цінних паперів). Доцільним буде підхід, коли поступово підвищуватимуться вимоги до існуючих бірж щодо наявності ліквідних інструментів, маркет-мейкерів, числа професійних учасників ринку та їх капіталу. Таким чином, біржі, об'єднуючись і укрупнюючись, гармонійно перейдуть на один найбільш інфраструктурно зручний майданчик, відбудеться консолідація торгівлі активами в Україні, в рази зростуть обсяги торгівлі активами, зменшаться маніпуляції, ціноутворення стане більш прозорим і зрозумілим.

2. Потрібно поступово лібералізувати валютний ринок (див. підрозділи 2.4, 2.5), оскільки суттєва зарегульованість валютного законодавства сприяє тіньовому обігу валюти в Україні, що не дає впевненості інвесторам, консолідує заощадження поза межами офіційного фінансового ринку. Для цього до нагляду за станом фінансового і фондового ринку, крім НКЦПФР та Нацкомфінпослуг, необхідно додатково залучити НБУ, що має стати мегарегулятором фінансового ринку України і відстежувати ситуацію на єдиній фондово-товарній і валютній біржі. Європейські стандарти торгівлі цінними паперами дозволяють інвесторам здійснювати оперативний і швидкий обмін будь-якої вільноконвертованої валюти у національну валюту для торгів на національній біржі певної держави. Тому НБУ має враховувати ці стандарти, забезпечувати їх при підтримці відповідної пруденційної та монетарної політики, націлюючись на створення інвестиційно привабливого клімату і європейських стандартів обслуговування інвесторів.

3. Забезпечення кліринго-розрахункових операцій та обліку цінних паперів має здійснювати єдина національна депозитарно-розрахункова уста-

лежні фахівці. На жаль, цей «арсенал» залишається практично невикористаним, на відміну від інших країн, які не просто користуються такими можливостями, а й самі активно підтримують проникнення своїх громадян до різних міжнародних організацій (включаючи МВФ).

Для створення групи, до повноважень якої входили б питання належної допомоги МВФ країнам із перехідною економікою, прикладом міг би слугувати досвід «Групи двадцяти». Але для створення чогось подібного необхідні чималі політичні зусилля.

2.5. Оцінка адекватності валютно-курсових процесів в Україні глобальним тенденціям та пропозиції щодо модифікації валютно-курсової політики в Україні

Ефективність валютного регулювання залежить від своєчасності й адекватності застосування методів та інструментів, які спрямовуються на досягнення економічних цілей держави з урахуванням особливостей стану її економіки. Озираючись назад на події на валютному ринку України у 2014–2015 рр., можна сказати, що зазначені вище (див. підрозділ 2.3) глобальні тенденції валютного курсоутворення накладалися на несприятливі процеси і явища в Україні протягом 2014–2015 рр., які були породжені як структурними проблемами національної економіки, так і не зовсім раціональними діями органів регулювання. Обмінний курс гривні постійно відчував девальваційний тиск факторів як економічних, так і політичних, психологічних, військових. Валютна криза, з якою зіткнулася Україна у 2014–2015 рр., була безпрецедентною:

- *за рівнем девальвації* національної валюти (на 275% – від 7,99 до 30,02 грн/дол. США у лютому 2015 р.);
- *за механізмами її виникнення* (на першому етапі – внаслідок воєнно-політичних ризиків і нерівноваги платіжного балансу; на другому – внаслідок помилкових дій у сфері монетарного регулювання, які частково не виправлені й сьогодні);
- *за масштабами розростання тіньових валютних ринків* і за інтенсивністю розвитку *девальваційно-інфляційної спіралі*, що призвела до галопуючої інфляції[66].

[66]Унковська Т.Є. Як врятувати національну валюту [Електронний ресурс] // Дзеркало тижня. –2015. – 13 березня. – №9. – Режим доступу : http://gazeta.zn.ua/macrolevel/kak-spasti-nacionalnuyu-valyutu-_.html

З огляду на перебіг подій на валютному ринку упродовж 2014 – на початку 2015 рр., коли спостерігалася найвища волатильність курсу гривні, процес курсоутворення можна умовно поділити на два періоди, які характеризуються двома потужними хвилями девальвації:

1) зима-весна 2014 р. (значення курсу зросло з 8 грн/дол. США до 12–13 грн/дол. США);

2) осінь 2014 р. – зима 2015 р. (з 12 грн/дол. США до 23–24 грн/дол. США).

Перший період розпочався у лютому і тривав до кінця квітня 2014 р. За цей період курс гривні знизився на 37,1%, в окремі періоди становлячи 11,5 грн/дол. США. Основними причинами девальвації гривні у цей період стали внутрішньополітичні події – збройне протистояння на Майдані та зміна уряду, що вкрай негативно позначилося на економіці країни. Крім цього, далося взнаки, що після тривалої фіксації курсу на рівні 7,99 грн/дол. США упродовж двох попередніх років, у січні-лютому 2014 р. реалізувався накопичений девальваційний потенціал гривні.

Доцільно звернути увагу й на те, що саме у цей час спостерігався домінуючий вплив на валютні курси країн з ринками, що формуються, глобальних факторів. По-перше, йдеься про згадуване вище оголошення ФРС США про згортання програми кількісного пом'якшення, внаслідок чого відбувся відплив іноземного капіталу з ринків країн, що розвиваються.

По-друге, суттєво погіршилася зовнішня кон'юнктура. Йдеться про уповільнення економічного зростання у країнах – основних торговельних партнерах України (Росія, ЄС), падіння цін на сировинних товарних ринках починаючи ще з II кварталу 2012 р., зміцнення долара США відносно інших валют.

На зовнішній аспект проблеми особливу увагу звертає С.Кораблін, зазначаючи, що сировинний статус української економіки робить її особливо чутливою до цін на зовнішніх ринках і, відповідно, волатильності курсу долара. Тобто, коли долар зміцнюється – ціни на сировинні товари падають – ВВП України знижується – гривня знецінюється і навпаки. В цьому контексті, підкреслює С.Кораблін, економічна, фінансова, валютна криза в Україні мала б місце й за відсутності збройного конфлікту та анексії її території.

Друга фаза девальваційного витка гривні розпочалася у листопаді 2014 р., коли після тимчасової фіксації напередодні парламентських виборів курс знову обвалився до 15,62 грн/дол. США, а пізніше – до 25 і навіть до 30 грн/дол. США. Якщо так званий перший період був логічним процесом, зумовленим як світовими тенденціями, так і внутрішніми факторами економічної та політичної природи, то падіння гривні на другому етапі було швидше ре-

краще підходить для виконання цієї функції, тому що його створено НБУ під облік і розрахунки по ОВДП, крім того, через нього здійснюється зв'язок емітентів з акціонерами під час проведення загальних зборів акціонерів. Тому було би доцільно на першому етапі реформування депозитарної системи приєднати Розрахунковий центр з обслуговування договорів на фінансових ринках до Національного депозитарію України. На другому етапі реформування і передачі повноважень в єдину депозитарно-клірингову організацію необхідно передати облік цінних паперів від депозитарних установ до єдиного депозитарію України. На третьому етапі слід підписати угоди про взаємне визнання і співпрацю з провідними міжнародними розрахунково-кліринговими і депозитарними організаціями у сфері цінних паперів (Clearstream, Euroclear, SFTI та ін.), налагодити канали обліку цінних паперів, реєстрації угод і розрахунків за активи. Такий підхід суттєво вплинув би на активізацію ринку цінних паперів України та його інтеграцію в міжнародні фінансово-інвестиційні процеси.

Сучасні електронно-інформаційні кастодіальні системи з відповідними заходами безпеки дозволяють зробити процес клірингу щодо цінних паперів більш зручним, зрозумілим, дешевшим і безпечним для інвесторів на ринку цінних паперів. Також відзначимо загальну тенденцію у розвитку цих систем, яка виявляється в інтеграції окремих національних та приватних депозитаріїв в єдині міжнаціональні кастодіальні системи, що охоплюють не тільки певні регіони та групи країн, а й включають всі міжнародні фінансові центри світу.

В обігу на об'єднаній мультифункціональній фондовій біржі, на наш погляд, має бути не менше 15–50% акцій найбільших вітчизняних корпоративних структур у кількості від 100 до 500, які мають підтримуватись низкою сильних фінансових компаній, інвестиційних банків, державних і приватних пенсійних фондів; що виконуватимуть реальну роль маркет-мейкерів. Тільки тоді ринок цінних паперів України відповідатиме європейським стандартам. Без цих структурних змін і ефективної діяльності уповноважених органів (НКЦПФР, НБУ, Міністерство економіки України, Міністерство фінансів України, Антимонопольний комітет України, Фонд державного майна України, Національна комісія з регулювання фінансових послуг) успішного ринку цінних паперів за європейськими стандартами не побудувати.

Отже, в XXI ст. суттєво змінились механізми функціонування і регулювання фінансової сфери, що стала частиною глобалізованої економіки. Це диктує необхідність формування в Україні конкурентоспроможного і тран-

розрахунковим центром, кліринговою системою, банківською системою, фінансовими компаніями, іншими професійними та непрофесійними учасниками фондового ринку. Крім того, в перші роки функціонування такої біржі можна розглянути варіант, коли 50% + 1 акція належать державі Україна, а інша частка рівномірно розподіляється між професійними учасниками ринку цінних паперів, що зацікавлені у розвитку цієї біржі. Згодом, з розвитком і стабільним зростанням обсягів на цій біржі, при зацікавленості вітчизняних та іноземних інвесторів до активів, цю державну частку можна було б реалізувати і надати додатковий прибутковий актив для інвесторів, а також задіяти механізм саморегулювання на вітчизняній фондовій біржі за рахунок інтересів її акціонерів.

Фінансова глобалізація посилила вплив міжнародних фінансових ринків на здійснення операцій кредитування та запозичення резидентами різних країн, що спричинило зростання міжнародної мережі фінансових інститутів і корпорацій, підвищення частки бізнесу, що припадає на зарубіжні країни, і фундаментальні зміни у функціонуванні фондових бірж світу. Великі компанії, ТНК і ТНБ потребують залучення дедалі більших обсягів капіталу для свого бізнесу, також з'явилась значна кількість приватних інвесторів, тому фондові майданчики активно нарощують власну ліквідність та почали процес об'єднання у фондові групи. Враховуючи світові тенденції, для зацікавлення й залучення іноземних інвесторів до об'єднаної мультифункціональної фондової біржі в Україні необхідно проводити торги фінансовими інструментами як у гривні, так і в доларах США, і в євро. Реалізація таких заходів, безперечно, вимагає внесення змін до валютного законодавства України.

Стратегічно важливим є вибудовування оптимальної депозитарної системи, що обслуговувала б об'єднану мультифункціональну фондову біржу України. На сьогодні цей процес відбувається через договірні відносини клієнта з депозитарною установою (в основному банківською структурою або фінансовою компанією), яка проводить операції з купівлі-продажу цінних паперів, або розсилку повідомлень для акціонерів через два депозитарії: Розрахунковий центр з обслуговування договорів на фінансових ринках і Національний депозитарій України. Сучасні тенденції на світових фондових ринках обумовлюють спрощення, електронізацію та уніфікацію таких процедур обліку, клірингу і взаєморозрахунків за угодами щодо цінних паперів.

Тому, на наш погляд, доцільним було б об'єднати ці два депозитарії в один та перевести обслуговування з депозитарних установ напряму в новостворений об'єднаний депозитарій. Національний депозитарій України

зультатом помилкових дій у сфері монетарного регулювання, адже фундаментальні фактори не могли спричинити настільки глибокого падіння.

Антикризова політика НБУ у цей період відзначилася комбінацією ринкових та адміністративних заходів:

- гнучке курсоутворення та задекларований перехід до режиму повноцінного інфляційного таргетування;
- валютні інтервенції на міжбанківському ринку;
- підвищення облікової ставки із 9,5% (у квітні 2014 р.) до 30% (у березні 2015 р.) з подальшим її зниженням до 16,5% у період курсового затишшя та активна стерилізація гривні;
- прямі адміністративні обмеження на операції з валютою та на рух капіталу.

Оцінюючи ефективність вказаних заходів, можна виділити основні «за» і «проти» їх застосування (табл. 2.9).

Таблиця 2.9

Основні «за» і «проти» заходів, які застосовував НБУ для стабілізації ситуації на валютному у 2014–2015 рр.

За	Проти
Перехід до вільно плаваючого режиму курсоутворення	
1. Збереження золотовалютних резервів і можливість їх накопичення. 2. Отримання кредитів МВФ, який наполягав на впровадженні режиму вільного плавання. 3. Підвищення конкурентоспроможності українського експорту на зовнішніх ринках. 4. Поліпшення торговельного балансу. 5. Мінімізація впливу зовнішньоторговельних коливань на стан національної економіки. 6. Мотивація населення до утримання касових залишків на короткострокові потреби у національній валюті.	1. Зростання невизначеності щодо: 1) майбутніх прибутків чи збитків суб'єктів, що ведуть зовнішньоекономічну діяльність (суми іноземної валюти в еквіваленті до національної часто змінюються). Значні короткострокові коливання валютного курсу можуть дестабілізувати зовнішньоторговельні угоди і призвести до збитків у зв'язку з неможливістю виконання раніше укладених контрактів; 2) майбутніх виплат власниками валютних кредитів, що ускладнює їх погашення. 2. Створення додаткових можливостей для спекуляцій, що перетворює валюту на інструмент спекулятивних заробітків. 3. Розкручування девальваційно- інфляційної спіралі в економіці. 4. Розбалансування валютної структури банківських активів і пасивів, різке погіршення платоспроможності позичальників, відплив депозитів із банків та розгортання кризи у вітчизняній банківській системі.

Закінчення табл. 2.9

За	Проти
Прямі адміністративні обмеження	
1. Стримування попиту на іноземну валюту. 2. Скорочення відпливу капіталу.	1. Розширення обсягів тіньового ринку. 2. Сприяння існуванню кількох валютних курсів: офіційного, міжбанківського, готівкового та ринкового. 3. Зменшення надходжень іноземної валюти. 4. Провокування паніки на валютному ринку
Валютні інтервенції	
1. Тимчасове послаблення тиску на гривню	1. Низький обсяг золотовалютних резервів
Підвищення облікової ставки	
1. Скорочення обсягів гривневих ресурсів, які потрапляли на валютний ринок і чинили девальваційний тиск на обмінний курс	1. Незначний вплив відсоткової політики на економіку. 2. Непрозора політика НБУ у сфері рефінансування

Джерело: складено автором.

Таким чином, дії НБУ у періоди загострення на валютному ринку включали доповнення економічних методів регулювання обмінного курсу (валютні інтервенції, підвищення облікової ставки, зміна режиму курсоутворення) адміністративними методами, що у кінцевому результаті допомогло стабілізувати ситуацію на валютному ринку.

Разом із тим можна виділити певні прорахунки у діях НБУ на той час.

По-перше, різкий перехід до вільно плаваючого валютного курсу у період загальної дестабілізації без належних передумов та правильних дій з активізації інших механізмів валютної та цінової стабільності спричинив шокову реакцію як бізнесу, так і населення, зумовивши тим самим паніку на валютному ринку.

По-друге, відхилення де-юре і де-факто дій НБУ стало фактором ще глибшої недовіри до регулятора та національної валюти, яка підживлювалася непрозорою політикою у сфері рефінансування та регулювання банківської системи.

По-третє, не варто забувати, що застосування валютних обмежень, незважаючи на їх стабілізаційну дію, має тимчасовий характер, а їх потенціал з часом вичерпується, що разом із застарілою конфігурацією валютного регулювання стримує процес відновлення економічного зростання.

Звідси можна сказати, що відсутність зрозумілих, прозорих та системних дій НБУ у сфері валютно-курсової політики підірвала довіру до регулятора,

насамперед до стандартів і умов ЄС). Тому для більш активного залучення іноземних та вітчизняних інвесторів до вкладення коштів у вітчизняні цінні папери вважаємо за доцільне створення єдиної **мультифункціональної фондової біржі** в Україні на основі 10 існуючих неліквідних фондових бірж за аналогом Варшавської або Московської фондових бірж. Це сприятиме збільшенню ліквідності, знизить ризики ціноутворення (коли торги відбуваються фрагментарно, кулуарно або спекулятивно та без значної уваги міжнародних і вітчизняних інвесторів), а також зменшуватиме вплив вітчизняних фінансово-промислових груп на фінансово-інвестиційні процеси в нашій державі.

Існують два альтернативні підходи до реформування ключового інституту ринку цінних паперів України:

1) державно-адміністративний, коли НКЦПФР через відповідні рішення призупиняє діяльність відповідних фондових бірж згідно з чинним законодавством у зв'язку з допуском до торгів цінних паперів з ознаками фіктивності, обмежуватиме функціонування бірж з мізерними обсягами торгів та емітентів тощо;

2) стимулюючий до об'єднання діючих фондових бірж в Україні, коли надається відповідний термін від 3 до 9 місяців для добровільного об'єднання активів та вибудовування нової структури управління новоствореної об'єднаної фондової біржі.

Аналіз діяльності фондових бірж України показав, що вітчизняна об'єднана мультифункціональна фондова біржа може бути реалізована на базі злиття «Української біржі» та ПФТС. Їх профіль з торгівлі цінними паперами (акціями і облігаціями) можна доповнити товарними активами, що суттєво були представлені на фондових біржах ІННЕКС, УМВБ. Крім того, доцільним також є доповнення щодо зернових, цукру, спирту, металу, вугілля та інших провідних сировинних товарів, що виробляються в Україні, з наданням можливості торгувати як по споту, так і по ф'ючерсах, і по форвардних контрактах. Приватизаційні активи також доцільно представляти на окремому електронному аукціоні (або торговому майданчику) в об'єднаній мультифункціональній фондовій біржі і реалізовувати їх згідно з кон'юнктурою та інвестиційно-соціальними зобов'язаннями.

На початковому етапі створення об'єднаної мультифункціональної фондової біржі значна роль належатиме державному управлінню цим процесом. НКЦПФР має вибудувати структуру взаємозв'язків між новоствореною об'єднаною біржею і депозитарними установами в Україні та за кордоном,

Закінчення табл. 3.9

Державний орган влади	Загальні завдання і пріоритети	Параметри і реформи, що націлені на розвиток вітчизняного ринку цінних паперів
Ощадбанк	Розроблення і реалізація планів щодо кредитування малого і середнього бізнесу на конкурентних умовах з іншими країнами світу, в першу чергу тих представників малого і середнього бізнесу, що своєю діяльністю сприяють зменшенню імпорту та збільшенню експорту	Доцільним є акціонування банків, при цьому частку акцій надати для торгів на вітчизняній фондовій біржі, а в інвестиційні зобов'язання внести пункт щодо щорічного розподілу частки чистого прибутку через дивідендні виплати
Укрексімбанк	Активізація кредитування експортоорієнтованої продукції, надання лізингових, овердрафтних, факторингових та інших операцій, що сприяють експортерам. Надавати зручні і вигідні схеми кредитування щодо розширення виробництва та інфраструктури на експорт	

Джерело: розроблено автором.

Не вживаючи окреслених заходів, Україна потерпатиме від тиску потенційних та існуючих загроз від світового ринку капіталу, при тому що її економіка ослаблена, а резерви і ресурси суттєво обмежені й виснажені. Тому першочерговими заходами є **«перезавантаження» державних органів влади України** та їх націленість на побудову конкурентоспроможної та експортоорієнтованої економіки України з прозорим, справедливим, соціально відповідальним та інвестиційно привабливим законодавством[122].

Поряд із цим вітчизняний ринок цінних паперів потребує структурних реформ для ефективного функціонування і забезпечення ліквідністю існуючих цінних паперів та випусків, що надійдуть від приватизації. На сьогодні він
є дефрагментованим, торгівля зосереджена на 10 фондових біржах, більшість з яких є формальними майданчиками з епізодичними торгами, тобто вони неефективні та мало задіяні у процесі обігу цінних паперів.

Відмінність функціонування та регулювання ринку цінних паперів України від країн ЄС обумовлює необхідність його реформування відповідно до принципів і стандартів роботи, що діють у розвинених країнах світу і з урахуванням підписання Угоди про асоціацію між Україною та ЄС (адаптації

[122] Редзюк Є.В. Розвиток ринку цінних паперів України в умовах глобалізації: виклики і можливості // Фінанси України. – 2016. – Вип. № 5 (246). – С. 112–126; Редзюк Є.В. Фінансовий ринок та інвестиційні процеси в Україні: досягнення, проблеми та перспективи розвитку // Економіст. – 2016. – Вип. № 6 (356).– С. 9–15.

його дії виявилися непослідовними і недостатньо результативними, тому деякі із застосовуваних НБУ заходів потребують суттєвого доопрацювання, особливо зважаючи на оголошений перехід до режиму інфляційного таргетування (ІТ) в Україні.

При переході до режиму ІТ виділяють п'ять найважливіших негативних факторів, які перешкоджають його успішному запровадженню у країнах, що розвиваються, а саме:

– неякісний фінансовий менеджмент публічного сектора;
– нерозвинений фінансовий ринок;
– низький рівень довіри економічних агентів до грошово-кредитної політики;
– значна доларизація економіки;
– висока чутливість економіки до динаміки міжнародних потоків капіталу[67].

Разом із тим досвід країн, які перейшли до режиму ІТ, засвідчує, що проблеми, наявні в економіці країни на момент його запровадження, можуть бути усунені в достатньо короткий термін, але при цьому важливу роль відіграє політична підтримка запровадження нового монетарного режиму.

Відповідно до теоретичних постулатів, ІТ передбачає гнучке курсоутворення, оскільки неможливо таргетувати інфляцію, не відпустивши гривню у вільне плавання і/або не встановивши обмеження руху капіталу. Проте *під час кризи було визнано, що часто інфляційної мети не можна досягнути без дотримання інших цілей, наприклад, управління обмінним курсом, забезпечення фінансової стабільності та ін., тому дедалі більше країн почали здійснювати мультітаргетування*.

У більшості країн з ринками, що формуються, в тому числі в Україні, в основі ціноутворення все ще лежить валютний курс, що вимагає наявності певних механізмів курсового контролю. Цієї думки дотримуються і фахівці МВФ, які визнали, що у країнах з низьким та середнім рівнем доходів, які характеризуються високим рівнем доларизації, ефективність монетарної політики, спрямованої на таргетування інфляції, може бути частково обмеженою, оскільки значна частина їх національної фінансової системи є малочутливою до такого роду політики, а домінуючу роль відіграє валютний курс. Тому в таких країнах цілі щодо інфляції можуть доповнюватися іншими допоміжними цілями, проте ключовою і визначальною має залишатися інфляція[68].

[67] Calvo, G.A., Mishkin, F.S. (2003). The Mirage of Fixed Exchange Rates Regimes for Emerging Market Countries. *NBER Working Paper*, 9808.

[68] Evolving Monetary Policy Frameworks in Low-income and Other Developing Countries. IMF Staff Report. (October 23, 2015).

Необхідність регулювати курси національних валют для країн з ринками, що формуються, особливо на початкових етапах переходу до ІТ, пов'язана з високими витратами для національної економіки як унаслідок значної курсової волатильності, так і різких припливів/відпливів капіталу на внутрішніх ринках, а також домінуванням валютного каналу в трансмісійному механізмі.

М.Стоун та ряд інших спеціалістів вважають, що для економік країн, що розвиваються, які практикують режим ІТ, досить деструктивними є значні і різкі відхилення валютного курсу від його середньострокового рівноважного значення, у зв'язку з чим необхідним є його регулювання шляхом здійснення валютних інтервенцій. Тобто для цієї групи країн, на їхню думку, оптимальним є дотримання двох цілей грошово-кредитної політики – забезпечувати низький рівень інфляції і одночасно підтримувати відносно стійкий валютний курс[69].

Аналогічне стверджують і експерти МВФ Дж.Острі, А.Гош та М.Шамон. Вони зазначають, що країнам з ринками, що формуються, які практикують режим ІТ, варто поєднувати політику відсоткових ставок та інтервенцій на валютному ринку, для того щоб забезпечити цінову стабільність і реалізувати цілі курсової політики. Більше того, на їхню думку, валютні інтервенції, сприяючи досягненню низького рівня інфляції, можуть також успішно протистояти ризикам порушення макроекономічної стабільності в цілому[70].

Країни можуть поступово переходити від фіксованого обмінного курсу до режиму ІТ. При цьому проміжним режимом грошово-кредитної політики може бути комбінація керованого плавання національної валюти з неформальним таргетом щодо інфляції. Такий режим може виявитися корисним, оскільки дає органам влади час для підготовки ключових елементів, необхідних для повноцінного впровадження ІТ. У такому разі йдеться про застосування спеціального режиму ІТ – замаскованого (еклектичного, змішаного), який передбачає наявність одночасно з ціллю щодо інфляції двох або більше цілей монетарної політики.

Політика обмінного курсу за такого ІТ не повинна бути надто активною. Надмірний контроль над обмінним курсом може призвести до нестабільно-

[69] Stone ,M., Scott, R., Nordstrom, A., Shimizu, S., Kisinbay, T., Restrepo, J. (2009). The Role of the Exchange Rate in Inflation-Targeting Emerging Economies. *IMF Occasional Paper*, 267.

[70] Ostry, J., Atish, R., Marcos, C. (2012). Two Targets, Two Instruments: Monetary and Exchange Rate Policies in Emerging Market Economies. *IMF Staff Discussion*, February 29, SDN/12/01.

Продовження табл. 3.9

Державний орган влади	Загальні завдання і пріоритети	Параметри і реформи, що націлені на розвиток вітчизняного ринку цінних паперів
		торгів з цінних паперів та їх облік на єдиній фондовій біржі. Слід налагодити стабільні канали зв'язку з іншими світовими і європейськими біржами та депозитарно-розрахунковими системами
Міністерство закордонних справ України і Торгово-промислова палата України	Більш активний пошук зовнішніх ринків збуту, дослідження міжнародних ринків і формування пропозицій для вітчизняного бізнесу, консультації щодо виходу на зовнішні ринки, формування логістичних ланцюжків для вітчизняних товаровиробників, їх рекламування за кордоном, допомога в підготовці планів, документації, специфікації та стандартизації при виході на закордонні ринки	Проведення систематичних заходів з рекламування за кордоном України як інвестиційно привабливої країни та її ринку цінних паперів
Судова гілка влади	Проведення повноцінної люстрації, переатестація і формування незалежної та незаангажованої суддівської влади (допомогою в цьому є введення прецедентного права, чіткі і дуже обмежені форми покарань за відповідні правопорушення, відміна приговору у вищих інстанціях має означати як мінімум переатестацію, або й позбавлення званні судді тощо)	Усунення неадекватних, неправомірних і корумпованих рішень суду щодо права власності на цінні папери, активи, нерухомість тощо. Формування системи більш сурового покарання в судовій системі за порушення, пов'язані з відносинами власності
Державна фіскальна служба України	Виведення із тіні підприємств; унеможливлення відпливу капіталів в офшорні зони без оподаткування; спрощення податкової і бухгалтерської звітності; стандартизація звітності до європейських норм; зниження податкового навантаження, особливо, на заробітну плату і переведення її на сплату фізичними особами; впровадження уніфікованих, електронних форм звітності і перевірок, перехід на електронні форми контролю за акцизами; встановлення взаємних контрольних заходів з іншими країнами щодо обсягів експорту/імпорту товарів для визначення митних платежів; проведення автоматизації митного проходження товарів, встановлення єдиних тарифів на всіх митницях України	Ухвалення законодавства, що унеможливить використання цінних паперів для ухилення від оподаткування або формування статутних фондів фіктивними цінними паперами, впровадження 2-го рівня пенсійної реформи з контролем антиінфляційних заходів щодо персональних відрахувань на пенсійні рахунки, ухвалення законодавства щодо використання інструментів ринку цінних паперів України при інвестуванні коштів пенсійних фондів на відповідному рівні
Правоохоронна система	Функціонування правоохоронної системи має вибудовуватись за стандартами країн ЄС, зі зміною законодавства, пріоритетів і ресурсного забезпечення	Вдосконалення вітчизняного законодавства на ринку цінних паперів щодо унеможливлення схем рейдерства, шахрайств, здирництва та «оптимізацій»

так ми зможемо стабілізувати фінансово-економічну і соціальну сферу, а також системно розвивати вітчизняну економіку.

Табл. 3.9 дає можливість визначити той спектр соціально-економічних, адміністративних, безпекових та фінансово-інвестиційних реформ і трансформацій, що в майбутньому створять підґрунтя для формування конкурентоспроможного й повноцінного ринку цінних паперів в Україні.

Таблиця 3.9

Завдання і пріоритети економічних реформ, які мають забезпечити відродження ринку цінних паперів в Україні

Державний орган влади	Загальні завдання і пріоритети	Параметри і реформи, що націлені на розвиток вітчизняного ринку цінних паперів
Міністерство економіки України, Міністерство інфраструктури України, Міністерство енергетики та вугільної промисловості України, Міністерство аграрної політики та продовольства України, Міністерство соціальної політики України	Дерегуляція щодо реєстрації підприємств і легкості переходу з однієї правової форми в іншу; прозора і чітко окреслена підприємницька та інвестиційна політика; створення індустріальних та інноваційних парків як інфраструктурної бази розвитку підприємств в Україні; системна націленість на покращення зайнятості населення і поступове підвищення рівня заробітних плат; впровадження електронної звітності та електронно-анонімних закупівель; прозоре оформлення оренди і купівлі земельних ділянок та відносин власності	Націленість на збільшення капіталізації українських емітентів на вітчизняних біржах; проведення більшої кількості IPO на фондових біржах України; збільшення кількості ліквідних цінних паперів, що торгуються, інвестицій на вітчизняних фондових біржах та якості корпоративного управління у вітчизняних компаніях; проведення конкурентної приватизації на умовах участі підприємств, що акціонуються, в післяприватизаційний період у торгах на фондовій біржі тощо
Антимонопольний комітет України	Активний, швидкореагуючий і справедливий моніторинг цін на продукцію в Україні, неупереджена позиція щодо справедливої конкурентної боротьби, системна стратегія на відхід в економіці України від монопольних утворень та значення великих підприємств (фінансово-промислових груп) у формуванні ВВП країни тощо	Конкуренція між підприємствами сприятиме активному пошуку додаткових фінансово-інвестиційних ресурсів для їхнього розвитку, а тому необхідне широке залучення з відповідним сприятливим законодавством фінансових структур, населення України, іноземних інвесторів до вітчизняного фондового ринку
Міністерство фінансів України	Більш активне залучення інвестицій під інноваційні проекти, проекти розвитку інфраструктури та експортоорієнтовані виробництва, вилучення статей витрат з держбюджету на сумнівні, неефективні та корупційні заходи	Емісія стандартизованих ОВДП різної строковості, які б мали можливість купувати і юридичні, і фізичні особи. Це поглибило б фінансовий ринок України, дало б додаткові інструменти хеджування для інвесторів, покращило б ліквідність на ринку цінних паперів
НБУ	Відхід від «ручного» регулювання банківської системи, необхідно впровадити для НБУ функцію мегарегулятора щодо контролю за фінансовими потоками, а банківській системі надати чіткі правила розвитку та укрупнення. Крім того, важливим заходом є поступове зниження облікової ставки НБУ	Надати можливість торгувати на фондовому ринку України нерезидентам в доларах США та євро, з формуванням окремого курсу на біржі, незалежного від курсу НБУ, очолити нагляд за фінансовими потоками на фондовій біржі та в депозитарній системі. Для цього необхідно централізувати потоки

сті як інструментів грошової політики, так і реального обмінного курсу і, як наслідок, випуску. Політика надмірного контролю за динамікою обмінного курсу може мати своїм наслідком перенесення очікувань населення з інфляції на обмінний курс. Також існує ризик неадекватної оцінки причин шоків обмінного курсу і подальшого неправильного коригування обмінного курсу, що може призвести до погіршення економічної ситуації в країні з перехідною економікою. Однак контроль курсу грошовою владою деякою мірою все ж таки необхідний. Ступінь участі центрального банку в динаміці обмінного курсу повинна відповідати ступеню відкритості економіки, а інтервенційна політика повинна бути прозорою, тобто потрібно чітко визначити критерії виходу регулятора на валютний ринок: тип валютних інтервенцій, цілі застосування, механізм і канали проведення.

Цього висновку дотримуються і експерти Національного бюро економічних досліджень Дж.Айзенман та ін., зазначаючи, що оптимальним режимом для країн із сировинною економікою виступає саме модифіковане ІТ. У такому разі, стверджують вони, на додачу до стандартного ІТ центральний банк може змінювати політику з метою згладжування надто сильних коливань валютного курсу[71].

Враховуючи умови, які склалися в Україні, та невиправданість очікувань від плаваючого курсу гривні, режим «керованого плавання» до запровадження ряду заходів[72] є найбільш прийнятним для української економіки, через що, з одного боку, зменшує курсовий ризик, а з іншого – завдяки присутності НБУ на міжбанківському валютному ринку – дозволяє впливати не лише на динамічні коливання обмінного курсу, а й на рівень внутрішніх цін і очікування як приватного бізнесу, так і населення. Тим більше, де-юре оголошений режим вільного плавання гривні не відповідає його фактичній реалізації із постійними інтервенціями НБУ, валютними обмеженнями та низкою інших елементів, які суперечать заявам регулятора. Це лише свідчить про перехід на більш витончену, приховану політику ручного валютного управління[73], за якої публічно регулятор не бере

[71] Aizenman, J., Hutchison, M., Noy, I. (2008). Inflation Targeting and Real Exchange Rates in Emerging Markets. *NBER Working Paper*, 14561.

[72] Наприклад, досягнення стабільності банківської системи, формування розвинених фінансових ринків, що забезпечить проведення НБУ операцій на відкритому ринку, розробку ефективної системи прогнозування монетарних показників та ін.

[73] Сучасна валютна політика та особливості її реалізації в Україні / наук. ред. В. Юрчишин. – К. : Заповіт, 2016. – С. 65.

на себе жодних зобов'язань щодо утримання курсу чи подальшої його динаміки у майбутньому.

Позитивна роль політики регульованого валютного курсу у період підготовки і створення умов для переходу до ІТ полягає ще й у тому, що коли центральний банк ефективно управляє обмінним курсом, то рівень довіри до нього економічних агентів посилюється. Тому, коли він починає впливати на інфляційні очікування, фундамент довіри до його дій уже сформований і процес переходу до політики ІТ значно спрощується, а ймовірність успішності її реалізації підвищується[74]. На думку М.Камхофа, режим ІТ з низьким авторитетом монетарної влади проявляє себе гірше, ніж режим таргетування валютного курсу, що не має довіри суспільства[75].

В Україні проблема довіри до національної валюти та центрального банку є доволі болючою, адже сформувалася вона історично, крізь призму глибоких девальвацій та не завжди раціональних дій регулятора, а, як відомо, цінова стабільність в економіці країни значною мірою залежить від фактора довіри, тому ще одним напрямом переосмислення валютно-курсової політики, над яким слід працювати НБУ, є створення умов для повернення та формування стійкої довіри економічних агентів та населення до національної валюти, адже:

- гривня позбавлена однієї з найважливіших функцій, а саме – функції накопичення, оскільки при інфляції у 43,3% (що майже удвічі перевищує середню відсоткову ставку за депозитами) заощаджувати в іноземній валюті безпечніше і надійніше;
- валютні обмеження, особливо стосовно доступу населення до валютних коштів (примусова конвертація валютних переказів з-за кордону, лімітування суми продажу готівкової іноземної валюти та видачі готівки з рахунків клієнта[76]), сприяли наростанню панічних настроїв і невпевненості серед населення;
- монетарна політика регулятора має похідний та залежний характер від політичних факторів, вимог міжнародних організацій, уряду тощо. Якщо раніше курс національної валюти з політичних міркувань утримувався на заданому рівні, то на сьогодні політичний хаос та

[74] Ostry, J., Atish, R., Marcos, *C.* (2012). Two Targets, Two Instruments: Monetary and Exchange Rate Policies in Emerging Market Economies. *IMF Staff Discussion,* 12/01.

[75] Kumhof, M. (2000). Inflation targeting under imperfect credibility. *Stanford University Working Paper.*

[76] Ліміт за останніми двома обмеженнями був збільшений від 07.06.2016 р.

становищі залишаються пенсійні фонди; також це дає негативний сигнал іноземним інвесторам, які спостерігають скорочення кількості ліквідних емітентів на фондовому ринку України в рази.

Такі рішення посилюють ізольованість вітчизняної економіки від інших економік Європи і світу, зумовлюють більшу закритість корпоративного сектора України, унеможливлюють оцінку і вільний продаж/купівлю фінансових активів в Україні. У перспективі це перешкоджатиме надходженню іноземного капіталу на ринок цінних паперів України, погіршить інвестиційний клімат та перекреслить спрямованість на європейські стандарти корпоративного управління і державного регулювання ринку цінних паперів. Крім того, десятки тисяч міноритарних акціонерів в Україні, що були співвласниками і могли публічно і прозоро продати на біржі свої цінні папери, тепер позбавлені цього конституційного права (ст. 5, ст. 41 Конституції України) та несуть значні збитки від здійснених інвестицій.

Усі сучасні країни намагаються підняти стандарти й імідж власних підприємств, створюють конкурентні умови для їхнього зростання і завоювання інших ринків. Як тільки компанія показує зростання, стабільні доходи і обсяги виробництва, проводиться процедура включення в лістинг, що свідчить про емітента як національного лідера. Емітентам цей процес також вигідний, їхній імідж та престиж зростає в рази, залучення капіталу стає більш дешевшим, активізується інвестиційна діяльність. Країни, що збільшують перелік емітентів у лістингу, стають більш інвестиційно привабливими, тому і на державному рівні, і на рівні корпоративного сектора, і на рівні приватних інвесторів проводиться робота щодо формування і залучення до лістингу нових підприємств.

На наш погляд, Україні в першу чергу необхідно сконцентруватись на стабілізації бізнес-середовища, на проведенні адміністративної реформи з націленістю на дерегуляцію, демонополізацію, деолігархізацію. Україна потребує оновленого підходу до виконання державних функцій, орієнтованого на залучення широкого кола інвесторів, на більш динамічну активізацію економічної діяльності та розширення експортного потенціалу, спираючись на кращий європейський і світовий досвід, з кардинальним переосмисленням основ та критеріїв ефективності державної служби. В сучасних умовах глобалізації фінансових, торговельних і виробничих відносин Україні необхідно створювати нові робочі місця, бізнес-центри та інноваційно-індустріальні парки, тобто «точки зростання», які б трансформувалися в конкурентоспроможні товари з націленістю на світові ринки. Тільки

умовно захищають права власності та уможливлюють масові порушення прав міноритарних акціонерів (існуючі штрафи і покарання за правопорушення несумісні (наднизькі) з нанесеним збитком громадянам, інвесторам, державі Україна; так, наприклад, максимальний штраф Кримінального кодексу України за ст. 222-1 «Маніпулювання на фондовому ринку» становить від трьох до п'яти тисяч неоподатковуваних мінімумів доходів громадян з позбавленням права обіймати певні посади чи займатися певною діяльністю на строк до трьох років, але нанесені збитки в десятки-сотні разів більші). Регулювання на ринку цінних паперів України зводиться в основному до консервації діючих процесів у корпоративному середовищі та імітації щодо цивілізованого реформування. При цьому вітчизняні фінансово-промислові групи здебільшого продавали акції належних їм підприємств на біржовому ринку, щоб зробити компанію формально публічним акціонерним товариством, а не для того, щоб залучити додаткові кошти. Прибуток від діяльності цих підприємств виводиться в офшори, дивіденди в Україні не сплачуються, при цьому гальмується розвиток підприємств і суттєво звужується сам ринок цінних паперів.

До цих чинників можна додати й низку інших у вигляді недовіри населення до державних органів влади і вітчизняних фінансово-промислових груп, перманентної і багаторазової девальвації курсу гривні, відсутності можливостей щодо мінімізації ризиків від втрат при інвестуванні на ринку цінних паперів України. Все це разом спотворює і гальмує розвиток вітчизняного ринку капіталу за рахунок коштів внутрішніх та іноземних інвесторів.

Станом на перше півріччя 2016 р. за рішенням НКЦПФР проводилося видалення з лістингу останніх емітентів зі світовим ім'ям, історією, великими обсягами продажів і прибутків. Це завдало руйнівного і потужного удару інвестиційному клімату та ринку цінних паперів України. Авторські дослідження не виявили аналогів такої антидержавної політики при розвитку ринків цінних паперів в інших країнах світу. Так, фінансово-промислова група «СКМ» хоче перевести низку своїх активів з ПАТ у ПрАТ, а саме: «Азовсталь», «Авдіївський коксохімічний завод», «Єнакіївський металургійний завод», «ММКІ ім. Ілліча» та ін. Таким чином суттєво звужується існуючий ринок цінних паперів України, коли інвесторів позбавляють можливості вкладати в найбільші підприємства, а міноритарних акціонерів – отримувати дивіденди; коли ліквідність суттєво знижується на ринку під впливом цих процесів. У таких умовах банкрутують фінансові компанії, компанії з управління активами, в надскрутному

безвідповідальність політиків разом із маніпуляціями НБУ генерують нестабільність на валютному ринку.

Цей напрям передбачає звуження валютних обмежень для корпоративного сектора задля зменшення бюрократичного тиску на нього, а саме:

по-перше, діючі заходи потрібно модифікувати таким чином, щоб спростити їх адміністрування (наприклад, скасувати спеціальні санкції за порушення терміну розрахунків за зовнішньоторговельними операціями, здійснювати купівлю іноземної валюти за дорученням клієнтів наступного робочого дня після дня зарахування національної валюти на окремий аналітичний рахунок тощо).

За оцінкою ЦЕС, EasyBusiness та CASE Ukraine, загальні річні витрати бізнесу на виконання вимог валютного регулювання становлять до 3 млрд грн, на це витрачається близько 1 млн людино-днів. Це відволікає ресурси підприємств від продуктивної економічної діяльності. Правило ж, яке передбачає блокування гривні при купівлі валюти на три дні, відволікає обігові кошти підприємств[77];

по-друге, перенесення акцентів із адміністративних заборон чи обмежень на ринково орієнтовані заходи контролю за рухом капіталу.

Певні зрушення у цьому напрямі з боку НБУ можна було спостерігати починаючи з грудня 2015 р. Зокрема, Постановою НБУ №342 від 07.06.2016 р. знижено вимогу до обов'язкового продажу надходжень в Україну в іноземній валюті на користь юридичних осіб з 75 до 65%. Крім цього, внесено ряд спрощень у здійсненні валюто-обмінних операцій.

Такі кроки означатимуть для учасників ринку більшу свободу дій і безпідставність панічного скуповування іноземної валюти, що дасть змогу відновити вітчизняний валютний ринок та сприятиме зменшенню амплітуди валютно-курсових коливань. Водночас заходи щодо скорочення валютних обмежень повинні узгоджуватися з динамікою попиту на національну валюту з паралельним зниженням доларизації економічних відносин.

Відновлення довіри населення та економічних суб'єктів до національної валюти значною мірою залежить від прозорості реалізації заявленої монетарної, в тому числі валютно-курсової, стратегії, чіткості виконання та дотримання оголошених центральним банком цілей та пріоритетності інструментів валютного регулювання для їх досягнення. Господарюючим

[77] Самаєва Ю. Допоки «девал» не клюне, Київ не перехреститься // Дзеркало тижня. – 2016. – 18–25 березня. – № 10. – Режим доступу : http://gazeta.dt.ua/macrolevel/dopoki-deval-ne-klyune-kiyiv-ne-perehrestitsya-_.html

суб'єктам це дасть можливість прогнозувати власну діяльність; центральному банку – за умови ефективного використання інформаційних каналів – дозволить формувати «правильні» очікування щодо майбутньої кон'юнктури валютного ринку та його учасників.

У зв'язку з цим вважаємо за необхідне НБУ, по-перше, працювати над досягненням відносної стабільності валютного курсу гривні та його відповідності фундаментальним факторам, а не спекулятивним інтересам, що стане своєрідним сигналом як для населення, так і суб'єктів господарювання про настання фінансового затишшя. Це дозволить поступово переключити акценти з валютного курсу на інфляцію, зокрема на інфляційні очікування, які будуть впливати на досягнення прогнозованих цілей.

По-друге, більша валютна «свобода» у міру досягнення стабільності гривні та відповідності загальноекономічній ситуації, особливо в частині експортної та інвестиційної діяльності, сприятиме детінізації валютних ринків та поверненню коштів у фінансову систему України.

Крім цього, НБУ повинен проводити активну роботу з роз'яснення та інформатизації щодо дій, рішень і прогнозів перед суспільством, що підвищуватиме прозорість та передбачуваність політики НБУ. Для центральних банків країн, що переходять до режиму ІТ, МВФ рекомендує здійснювати такі заходи комунікації у сфері монетарної політики:

- регулярно публікувати звіти з грошово-кредитної політики;
- доповнювати ці звіти публікаціями протоколів засідань центрального банку, на яких ухвалюються ключові рішення;
- ввести практику регулярних виступів членів центрального банку перед національним парламентом;
- зробити стиль інформаційних повідомлень зрозумілим для людей без спеціальної підготовки у сфері економіки.

Ще одним викликом для України можна вважати слабке функціонування відсоткового каналу монетарної політики, який має бути домінуючим при переході на інфляційне таргетування. В Україні простежується значна мінливість ставок на міжбанківському ринку, зумовлена їх недостатньою чутливістю до імпульсів відсоткової політики НБУ. Можна констатувати, що відсоткові ставки на міжбанківському кредитному ринку доволі сильно реагують на курсову динаміку і нарощування девальваційного тиску, та спостерігати їх суттєве зростання у період посилення тиску на національну валюту і тенденції до зниження після курсового шоку.

Ключова ставка НБУ не виконує функції орієнтира вартості ресурсів і, на відміну від країн з режимом інфляційного таргетування, за нею не провопідвищить ліквідність і місткість фінансового ринку України. Однак нині спостерігається незначний вплив існуючих загроз глобального ринку капіталів на поточний стан вітчизняного ринку цінних паперів, який перебуває у перманентному депресивно-кризовому стані починаючи з фінансово-економічної кризи 2008–2009 рр.; при цьому політична, економічна і фінансова криза 2014–2015 рр. іще більше поглибили наявні проблеми та пролонгували кризовий стан ринку цінних паперів. Доводиться також констатувати незначний вплив глобальних факторів на обсяги прямих іноземних інвестицій в Україні (які є суттєво нижчими порівняно з іншими країнами Східної Європи) і розвиток сегмента пайових цінних паперів на фінансовому ринку України. Це зумовлено надзвичайно високим рівнем країнних ризиків: поширенням тіньових схем ведення бізнесу, проблемами системної корупції, низькою ефективністю правоохоронної і судової гілок влади, як наслідок – недорозвиненістю інститутів захисту прав власності та виконання контрактних зобов'язань, неопрацьованістю стратегії і тактики соціально-економічних реформ, відсутністю сталих правил гри з боку держави для іноземних інвесторів.

3.4. Пропозиції щодо системного розвитку ринку цінних паперів України в умовах глобалізації

Як було з'ясовано, ключовими причинами нерозвиненості ринку цінних паперів України, крім макроекономічних причин, є також несформоване належним чином **корпоративне середовище** в Україні, яке має суттєву відмінність від аналогічних європейських та північноамериканських структур. Вітчизняне корпоративне середовище виникло значною мірою під впливом непрозорої і непідзвітної суспільству приватизації, що призвело до володіння приватизованими активами здебільшого неефективних власників. З їхнього боку очевидним є бажання домінувати в якнайбільшій кількості сфер діяльності і сегментів ринку без стратегічного бачення їхнього розвитку і з націленістю на монополізм, або олігополію. З огляду на це у багатьох вимірах в Україні спостерігається негативний вплив великих фінансово-промислових груп на функціонування ринку цінних паперів, суттєва залежність ринку від цих груп та інституційна неспроможність повною мірою виконувати покладені на нього функції.

З іншого боку, розвиток ринку цінних паперів в Україні гальмують неефективна державно-адміністративна, судова і правоохоронна системи, які дозволяють суб'єктам ринку не виконувати контрактні зобов'язання, лише

Валютно-курсові коливання мають значний вплив на розвиток ринку цінних паперів в умовах глобалізації. Відзначимо уроки фінансово-економічної кризи 2008–2009 рр., коли знецінення гривні в 1,5–1,7 раза призвело до швидкого падіння ринку цінних паперів на 74% і до виведення коштів абсолютної більшості інвесторів (85–90%). Крім того, цей фінансово-економічний колапс призвів до довгострокової подальшої депресії на вітчизняному ринку цінних паперів.

Але в сучасній світовій економіці відбуваються й інші процеси. Так, хоча валюти ряду країн, що розвиваються, включаючи Бразилію і Росію, у 2015 р. суттєво знецінились, та значні валютні резерви знизили загрози їх суверенним облігаціям. Але багато поганих новин уже було закладено в котирування, тому приватні інвестиційні фонди зберігають вкладення в бразильські та російські суверенні бонди, крім того, докуповують додаткові пакети бондів на «психологічно» низьких рівнях. Прибутковість облігацій і премії за ризик у країнах з ринками, що формуються, зросли в цілому пропорційно показникам за відповідними інструментами в розвинених країнах. Але потоки капіталу в ці країни, за оцінками експертів, в 2015 р. скоротилися і в багатьох країнах спостерігалося подальше зниження валютних курсів.

Отже, нині відзначається посилення впливу фінансової глобалізації на діяльність фінансових інститутів і корпорацій, включених до міжнародних фінансово-інвестиційних процесів. У часи нестабільності виявляється дестабілізуючий вплив міжнародного спекулятивного капіталу на країни із недорозвиненими інститутами і слабкими макроекономічними основами. Відзначимо й суттєвий вплив грошово-кредитної політики Федеральної резервної системи (ФРС) США на стан фінансово-інвестиційних ринків світу, в тому числі на ринок цінних паперів України. Так, підвищення відсоткових ставок ФРС США провокує на ринках, які розвиваються, масовий відплив капіталу і розпродаж активів.

У цілому фінансово-інвестиційна сфера України вже суттєво інтегрована до світового ринку капіталів, а припливи-відпливи іноземного капіталу істотним чином впливають на розміри ринку фінансових послуг в Україні. Проведене Т.Богдан емпіричне дослідження засвідчило також статистично значущий вплив волатильності світового фінансового ринку (індексу VIX) на рівень зовнішніх спредів України та на обсяги припливу іноземного позичкового капіталу до корпоративного сектора (див. підрозділ 1.4). У перспективі значним фактором впливу на вітчизняний ринок цінних паперів може стати його розвиток за європейськими стандартами й нормами, що суттєво

диться основний обсяг операцій з регулювання ліквідності. Важливою особливістю відсоткової політики НБУ є надто широкий відсотковий коридор, що формується депозитною та кредитною ставками овернайт. Для прикладу, його ширина, у березні-серпні 2015 р. становила 13% (+3/-10% від облікової ставки) з поступовим зменшенням до 6% (+2/-4 від облікової ставки). Широкий відсотковий коридор не дозволяє забезпечити незначну волатильність міжбанківської ставки та цінову стабільність у перспективі.

Крім цього, дію відсоткового каналу знову ж таки послаблюють значні ризики нестабільності банківської системи, валютного курсу та інфляції, через негативні очікування щодо того, що відсоткові ставки слабко корелюють із рішеннями суб'єктів ринку щодо розміщення коштів на депозитах[78].

Ще одним слабким місцем для України можна вважати все ще недостатньо ефективне функціонування відсоткового каналу монетарної політики, який має бути домінуючим при переході на інфляційне таргетування. В Україні простежується значна мінливість ставок на міжбанківському ринку, зумовлена їхньою недостатньою чутливістю до імпульсів відсоткової політики НБУ. Варто відзначити, що відсоткові ставки на міжбанківському кредитному ринку доволі сильно реагують на курсову динаміку і нарощування девальваційного тиску, спостерігати їхнє суттєве зростання у період посилення тиску на національну валюту і тенденції до зниження післякурсового шоку.

Разом із тим варто відзначити позитивні зрушення, здійснені в цьому напрямі НБУ. Зокрема, йдеться про новий операційний дизайн відсоткової політики, який передбачає[79]:

- визначення ключовою ставку за основною операцією з регулювання ліквідності (наразі операції з депозитними сертифікатами);
- уніфікацію облікової ставки та ставки за основною операцією з регулювання ліквідності, тобто облікова ставка НБУ та ставка за двотижневими депозитними сертифікатами є єдиною;
- звуження коридору відсоткових ставок за кредитами овернайт та депозитними сертифікатами овернайт, його симетричність відносно облікової ставки.

[78] Буковинський С.А., Унковська Т.Є., Джус М.О. До питання розробки стратегії монетарної політики Національного банку України // Економіка України. – 2015. – № 8(645). – С. 4–30.

[79] Постанова Правління Національного банку України від 21 квітня 2016 року № 277 «Про затвердження Положення про основи процентної політики Національного банку України».

Така зміна дозволяє закріпити та покращити інфляційні очікування, зменшити волатильність відсоткових ставок, а також обмінного курсу. Крім цього, це значно спрощує розуміння та передбачуваність зміни відсоткових ставок для всіх учасників ринку і, відповідно, полегшує процес управління інфляційними процесами.

Надалі НБУ потрібно продовжити комплекс коротко- і середньострокових заходів з підвищення ролі відсоткового каналу трансмісійного механізму в регулюванні грошово-кредитного ринку, який повинен супроводжуватися передусім активізацією відсоткових інструментів, таких як операції РЕПО та ін. на відкритому ринку для надання і мобілізації ліквідності, визначенням ключової відсоткової ставки (key policy rate), яка буде цільовою для ставок на міжбанківському ринку і відіграватиме роль проміжного якоря для валютної і цінової стабільності та ін.

Після того, як ринок заспокоїться й адаптується до нових правил гри, розмір резервів досягне хоча б мінімально допустимих меж, НБУ разом із іншими органами валютного регулювання потрібно забезпечити сприятливу для розвитку вітчизняної економіки динаміку валютного курсу гривні. Зокрема, можна говорити про підтримання курсу гривні на помірно заниженому рівні, яке повинно супроводжуватися активним проведенням структурних реформ. Це дозволить підтримувати стале зростання цінової конкурентоспроможності вітчизняної продукції і створить передумови для подальшого нарощення золотовалютних активів, не породжуючи при цьому суттєвих інфляційних очікувань.

Дослідження експертів МВФ свідчать, що зниження реального ефективного обмінного курсу національної валюти країни на 10% викликає зростання чистого експорту в середньому на 1,5% із деякими відхиленнями від середнього значення по країнах. При цьому, зазначають вони, по-перше, незважаючи на те, що повний ефект коригування проявляється протягом декількох років, основний його вплив відчутний у перший рік, а по-друге, зростання експорту, пов'язане із зниженням обмінного курсу, є найбільш значним у країнах, де є вихідні резервні потужності і стабільно працює внутрішня фінансова система.

Отже, основними напрямами модифікації валютно-курсової політики в Україні у розрахунку на короткострокову перспективу та тривалу реалізацію можна вважати:

1) застосування де-юре і де-факто режиму керованого плавання у рамках гнучкого ІТ, яке передбачає використання двох цілей (інфляції і валютного курсу) і двох ключових інструментів центрального банку

США; 9) JP Morgan Chase & Co. – 292 млрд дол. США; 10) General Electric Company – 277 млрд дол. США. З першої десятки найбільш капіталізованих компаній світу тільки одна сировинна і дві у сфері фінансів – усі інші належать до сфери новітніх технологій та фірм, що активно впроваджують інновації, причому перші три компанії належать до сфери ІТ-технологій з сумарною капіталізацією майже 1,6 трлн дол. США.

Таблиця 3.8

Ринкова капіталізація акцій найбільших 20 компаній на фондових біржах світу в 2009 р. та 2014 р., *млрд дол. США*

№	Топ-20 глобальних компаній на світовому ринку цінних паперів	Належність до країни	Сфера діяльності компанії	Капіталізація станом на 31.03.2014	Капіталізація станом на 31.03.2009
1	Apple Inc.	США	Технології	469	94
2	Exxon Mobil Corp.	США	Нафта і газ	416	337
3	Google Inc.	США	Технології	409	110
4	Microsoft Corp.	США	Технології	318	163
5	Berkshire Hathaway Inc.	США	Фінанси	286	134
6	Roche Holding AG	Швейцарія	Охорона здоров'я	266	119
7	Johnson & Johnson	США	Охорона здоров'я	261	145
8	General Electric Co	США	Промисловість	256	107
9	Wells Fargo & Co	США	Фінанси	244	60
10	Nestle SA	Швейцарія	Споживчі товари	244	129
11	Wal-Mart Stores Inc.	США	Споживчі послуги	242	204
12	Royal Dutch Shell PLC	Велика Британія	Нафта і газ	238	139
13	PetroChina Co Ltd	Китай	Нафта і газ	225	287
14	Novartis AG	Швейцарія	Охорона здоров'я	224	100
15	Chevron Corp.	США	Нафта і газ	220	135
16	JPMorgan Chase & Co	США	Фінанси	215	100
17	Procter & Gamble Co	США	Споживчі товари	213	138
18	Samsung Electronics Co Ltd	Півд.Корея	Споживчі товари	209	61
19	Pfizer Inc.	США	Охорона здоров'я	205	92
20	HSBC Holdings PLC	Велика Британія	Фінанси	199	79

Джерело: Top 100 global companies 1-20 [Електронний ресурс] // Source: Bloomberg and PwC analysis. – Режим доступу : http://www.pwc.com/gx/en/audit-services/capital-market/publications/assets/document/pwc-global-top-100-march-update.pdf

інтегруватися в загальноєвропейський економічний простір, на цьому етапі змушені вирішувати проблеми свого становлення.

Для українського ринку цінних паперів успішна інтеграція до світового фінансового ринку значною мірою залежить від розуміння аналогічних процесів саме в Європі. Існуючий досвід європейських структур у регулюванні фінансових ринків створює підстави для достатньо швидкої та якісної інтеграції вітчизняного ринку цінних паперів у світовий фінансово-інвестиційний простір. Але це, як уже зазначалось, вимагає суттєвих реформ і зміну ментальності в державному управлінні, корпоративному управлінні, на приватному рівні. При розумінні важливості розвитку ринку цінних паперів України для вітчизняної економіки і проведенні відповідних законодавчих, регулятивних та адміністративних реформ Україна могла б у середньо- або довгостроковій перспективі структурно і гармонійно увійти в європейську біржову групу.

Відзначимо також і те, що волатильність цін на активи в сучасних міжнародних фінансово-інвестиційних процесах обумовлена значною кількістю чинників, що непрогнозовано, а іноді й випадково впливають на ринки сировинних товарів, на ціни фінансових активів, на підходи до інвестування. Новою парадигмою розвитку світової економіки є її відхід від індустріально-аграрної моделі функціонування. В сучасних умовах творчість, креативність, нестандартність мислення стають новими цінностями в постіндустріальній глобалізованій економіці. Підтвердженням цьому є перелік найбільш капіталізованих компаній світу на ринках цінних паперів, які з`явились упродовж останніх 10–20 років (Apple, Google, Samsung, Facebook, Twitter, Microsoft, LinkedIn, Tesla, Yelp та ін.) (табл. 3.8).

За даними табл. 3.8 очевидною є тенденція до збільшення не тільки кількості емітентів на фондових біржах, що належать до групи інноваційно орієнтованих компаній, організацій у сфері високих технологій, в інформаційно-медійній та консалтинговій сферах, а й у зростанні їхньої капіталізації. Системну та повноцінну оцінку таких активів, особливо інтелектуальної та кадрової складових компаній, майже неможливо дати. Крім того, станом на 12.2016 р. міжнародна статистика підтверджує подальший світовий тренд щодо підвищення капіталізації в основному інноваційно орієнтованих компаній: 1) AppleInc. – 587 млрд дол. США; 2) AlphabetInc. – 527 млрд дол. США; 3) Microsoft Corporation – 461 млрд дол. США; 4) Berkshire Hathaway Inc. – 393 млрд дол. США; 5) Exxon Mobil Corporation – 361 млрд дол. США; 6) Amazon.com, Inc; – 352 млрд дол. США; 7) Facebook Incorporation – 333 млрд дол. США; 8) Johnson&Johnson – 304 млрд дол.

(валютних інтервенцій і відсоткової ставки). Цільовим орієнтиром для валютного курсу можна обрати значення річної зміни курсу гривні до долара США або до пари долар-євро, що не перевищує 10–15% від значення обмінного курсу на початок календарного року. Тобто допустимими могли б вважатися коливання курсу гривні у зазначених межах в обидва боки, що забезпечило б стійкість обмінного курсу і прогнозованість курсової динаміки, які вважаються необхідною умовою успішного переходу до режиму ІТ. Крім цього, враховуючи світові тенденції, що включають активне втручання центральних банків у процеси курсоутворення навіть у розвинених країнах, такий підхід не суперечитиме міжнародній практиці та внутрішнім цілям;

2) ***поступове пом'якшення валютних обмежень для населення і корпоративного сектора*** як одного з елементів відновлення довіри до національної валюти і НБУ у комплексі з проведенням активної інформаційної та комунікаційної політики, що сприятиме формуванню довгострокових інфляційних очікувань і є запорукою успішної монетарної політики в умовах ІТ. Крім цього, безпосередньо керівництво НБУ повинно нести відповідальність за неефективну реалізацію цієї політики. Для прикладу, у Бразилії, Великій Британії, Ізраїлі, Туреччині, Таїланді у разі недотримання таргета по інфляції глава центробанку повинен направити міністру фінансів чи уряду відкритого листа з зазначенням причин відхилення, необхідних заходів і часового горизонту, протягом якого ці заходи стануть ефективними[80].

Водночас варто наголосити, що ефективність валютного регулювання визначальною мірою залежатиме від політичної волі та взаємодії органів державної влади щодо здійснення комплексних реформ не тільки у валютній сфері, а й у системі економічних відносин загалом, де утворилися численні структурні диспропорції.

Оскільки валютна сфера залежить від стану і структури всієї національної економіки, саме вирішення ключових економічних проблем – необхідна передумова для успішного здійснення валютного регулювання в Україні у майбутньому. Без цього будь-який план та будь-яка стратегія у сфері валютного курсоутворення ризикують бути недієвими і безрезультатними.

[80] Феликс Инденбаум. Станет ли инфляционное таргетирование спасением для гривны [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://forbes.net.ua/opinions/1414407-stanet-li-inflyacionnoe-targetirovanie-spaseniem-dlya-grivny

ФУНКЦІОНУВАННЯ ФОНДОВИХ БІРЖ В УМОВАХ ГЛОБАЛІЗАЦІЇ ТА ШЛЯХИ АКТИВІЗАЦІЇ НАЦІОНАЛЬНОГО РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

3.1. Трансформація діяльності фондових бірж та феномен їх нестабільності

Фінансова глобалізація на сучасному етапі розвитку світової економіки суттєво змінює підходи до функціонування держав і бізнес-структур. Проявляється значне зростання обсягів транскордонного руху капіталу – як позичкового, так і акціонерного, при цьому відзначається активний вплив фінансових потоків на національні ринки фінансових послуг. Ситуація на світовому фінансовому ринку формується під впливом очікувань, оцінок та відповідних інвестиційних стратегій і тактичних заходів приватних інвесторів. Відзначимо, що в умовах фінансіалізації світової економіки та збільшення обсягів глобального фінансового капіталу можливості національних урядів впливати на поведінку учасників фінансового ринку звужуються. Особливістю глобальної економіки є також зосередження суттєвої частини міжнародних фінансово-інвестиційних потоків на ринках цінних паперів розвинених країн світу. При цьому основоположну роль для всієї сучасної фінансової системи відіграють ринки США і країн єврозони; останнім часом помітною стала і роль Китаю, який за показниками капіталізації вже досяг рівня розвинених країн світу (табл. 3.1, рис. 3.1).

Таблиця 3.1

Капіталізація ринку акцій за провідними регіонами світу станом на кінець грудня кожного року, *млрд дол. США*

Регіон світу	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Американський	22351	13581	18985	22785	21274	24690	30293	27967
Азійсько-Тихоокеанський	15824	8898	14100	17164	15805	17593	21160	23215
Євразійський	16583	8917	13487	15593	13854	15004	16620	15942
Усього:	***54758***	***31395***	***46573***	***55541***	***50933***	***57286***	***68073***	***67124***

Джерело: website of the World Federation of Exchanges [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.world-exchanges.org

довженні фінансової нестабільності та відсутності позитивних результатів економічних реформ.

У світі в післякризовий період 2010–2012 рр. порушений цикл «заощадження – ринок цінних паперів – інвестиції – нові товари і послуги, підприємства, галузі – прибуток» відновлюється низькими темпами. Міграція капіталу шляхом припливу його до місць необхідного застосування і відпливу з тих галузей виробництва, де є надлишок, припинилась, тому навіть найбільш прибуткові галузі перебувають у стані невизначеності. За відсутності реформ такий стан консервується і призводить до довгострокового депресивного стану інвестування в економіку вражених кризою країн – України, Греції, Португалії. Офшоризація капіталу у світі також додає асиметрію і дисбаланси на ринках цінних паперів[121].

Суттєві ризики, що призводять до глобальної нестабільності та збільшення волатильності цін на активи, підштовхують фондові біржі світу до укрупнення і злиття. Як зазначив виконавчий голова Європейського фондового форуму П.Кент: «Біржі всюди величезні та дуже важливі, але, перебуваючи під загрозою, вони групуються для захисту». Тривала концентрація капіталів і глобалізація ділової активності призводять до розвитку аналогічних процесів і у сфері організації обороту цінних паперів. Інтернаціоналізація інститутів ринку цінних паперів – це логічна відповідь на триваючу протягом кількох десятиріч інтернаціоналізацію корпоративного сектора.

Резюмуючи короткий огляд новітніх тенденцій на ринку цінних паперів Європи і світу, можна визначити найважливіші з них:

- сек'юритизація фінансових операцій з акцентом на розвиток корпоративних фінансових інструментів (передусім, акцій та їх похідних);
- активізація участі європейських фінансових інститутів у глобальних операціях (значною мірою під впливом американських конкурентів);
- інтеграція ринку цінних паперів країн Європи (не лише в межах ЄС) і, як результат, міждержавна консолідація інститутів інфраструктури фондового ринку;
- комерціалізація принципів діяльності організаторів фондової торгівлі;
- сегментація європейського ринку цінних паперів, що посилюється за рахунок появи великої кількості нових національних ринків, які, прагнучи

[121] Рубини Н. Чего не замечают рейтинговые агентства [Електронний ресурс] // ЛІГАБізнесІнформ. – 2015. – 01 сентября. – Режим доступу : http://finance.liga.net/economics/2015/9/1/opinion/44780.htm?utm_source=bigmir&utm_medium=blocknovostei&utm_campaign=informer

Враховуючи депресивний стан економіки і фінансів України, відзначимо, що міжнародна фінансова нестабільність у 2015–2016 рр.; валютна волатильність на ринках провідних світових валют; девальвація валют країн, що розвиваються (Бразилія, РФ, Південна Корея, Туреччина, Казахстан тощо) та прояви кризи на фондових біржах Китаю (з 06–12.2015 р. індекс Shanghai-Composite впав на 39%) на український ринок цінних паперів майже не вплинули у зв'язку з його суттєвим падінням за останні 4–5 років, структурною неефективністю і неліквідністю. При тому, що на інших провідних фондових майданчиках світу відбулась швидка реакція, вони відреагували зниженням своїх індексів відносно червня-травня 2015 р. В цілому світову волатильність вітчизняний ринок цінних паперів відчуває асиметрично і не напряму через канали національних фондових бірж, а в основному через спреди на єврооблігації та опосередковано при зміні внутрішньоукраїнських ставок залучення капіталу під зовнішніми інформаційними потоками[120].

У 2015–2016 рр. на глобальному борговому ринку ключовими факторами рівня прибутку для інвесторів стало звуження кредитних спредів. Це відбувається на тлі недостатньо стабільного посткризового відновлення міжнародної економіки та кризових явищ на ринку цінних паперів КНР, що призводить до перетікання капіталу від ринків, що розвиваються, до менш ризикових. Для України це означає скорочення навіть теоретичної можливості отримання коштів з інших джерел, крім найбільших кредитних інституцій світу (МВФ, Всесвітній банк, ЄІБ, ЄБРР). Саме тому на початку 2015 р. ЄС заявив про програму підтримки кредитування вітчизняного бізнесу європейськими фінансовими структурами. Зазначена програма може бути спрямована на зниження кредитних ставок для українських підприємств.

З урахуванням усіх факторів (зниження кредитних рейтингів, системна економічна криза, конфлікт на Донбасі) більшість аналітиків припускають повернення України до ринкових запозичень не раніше 2018 р. За мірками світових ринків капіталу це не такий уже великий термін, тим більше якщо брати до уваги важку ситуацію в нашій країні. Але й ці терміни можуть виявитися нереальними, при слабкому відновленні економіки України, про-

Международного валютного фонда 09.07.2015.– Вашингтон. – Режим доступу : http://www.imf.org/external/russian/pubs/ft/weo/2015/update/02/pdf/0715r.pdf

[120]Мобиус предсказал дальнейшее падение китайского рынка [Електронний ресурс] // Stockworld. – 2015. – 07 сентября. – Режим доступу : https://www.stockworld.com.ua/ru/news/mobius-priedskazal-dal-nieishieie-padieniie-kitaiskogho-rynka

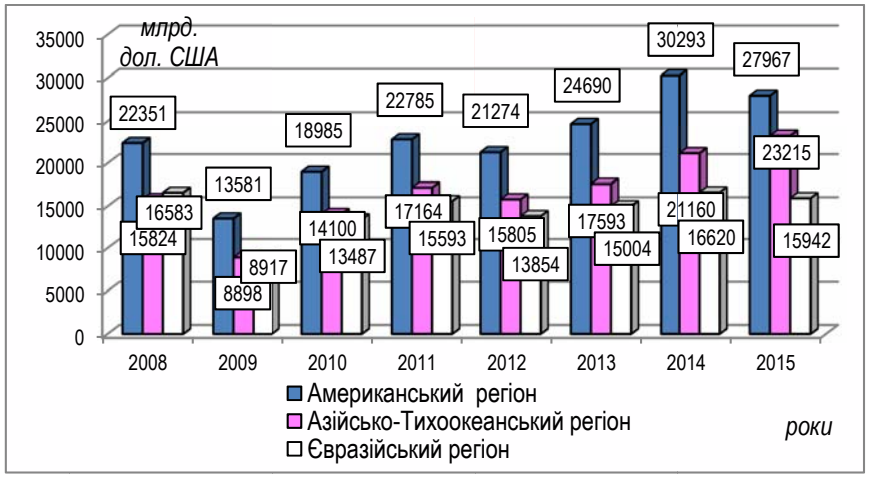

Рис. 3.1. **Капіталізація ринку акцій за регіонами світу,** *млрд дол. США*
Джерело: складено автором за даними «World Federation of Exchange».

Дані табл. 3.1 і рис. 3.1 демонструють, що світова капіталізація ринку акцій за останні 7–8 років суттєво зросла і в цілому вже наблизилася до обсягів світового ВВП (80400 млрд дол. США в 2015 р.). За показниками приросту капіталізації виділяється американський регіон, а саме США, корпоративний сектор яких активно і динамічно розвивається. На другому місці Азійсько-Тихоокеанський регіон, який зростає за рахунок в основному Китаю і Японії, а найменше зростання капіталізації спостерігається в Євразійському регіоні.

Також відзначимо, що на світовому ринку цінних паперів у багатьох випадках проявляється така закономірність: ринки країн, які розвиваються, є більш привабливими для міжнародних інвесторів під час зростання, а під час кризових явищ і періодів невизначеності інвестори орієнтуються більшою мірою на міжнародні фінансові центри і зрілі фінансові ринки.

У сучасних умовах транспарентності, відкритості, інформатизації ринок цінних паперів є підсилюючим, інтегрованим у фінансову та економічну систему інфраструктурним елементом. Ситуація на фондових біржах країн світу у сфокусованому вигляді відображає фактичний стан справ у політиці, економіці, інвестиційному середовищі конкретних країн. Так, у деяких проблемних країнах (Греції, Болгарії, Румунії, Україні тощо) відзначається низька ліквідність на ринку цінних паперів, характерними для них є завищені відсоткові ставки на облігації державного і корпоративного сектора, що обумовлено високими ризиками інвестування. На ринках цінних паперів таких кра-

їн, як Німеччина, Франція, Швейцарія, Люксембург, Австрія, спостерігається протилежна ситуація – інвестори під впливом невизначеності та можливості настання кризи у світовій економіці дають свої кошти у позику під негативний відсоток, купуючи державні цінні папери цих країн (рис. 3.2, рис. 3.3).

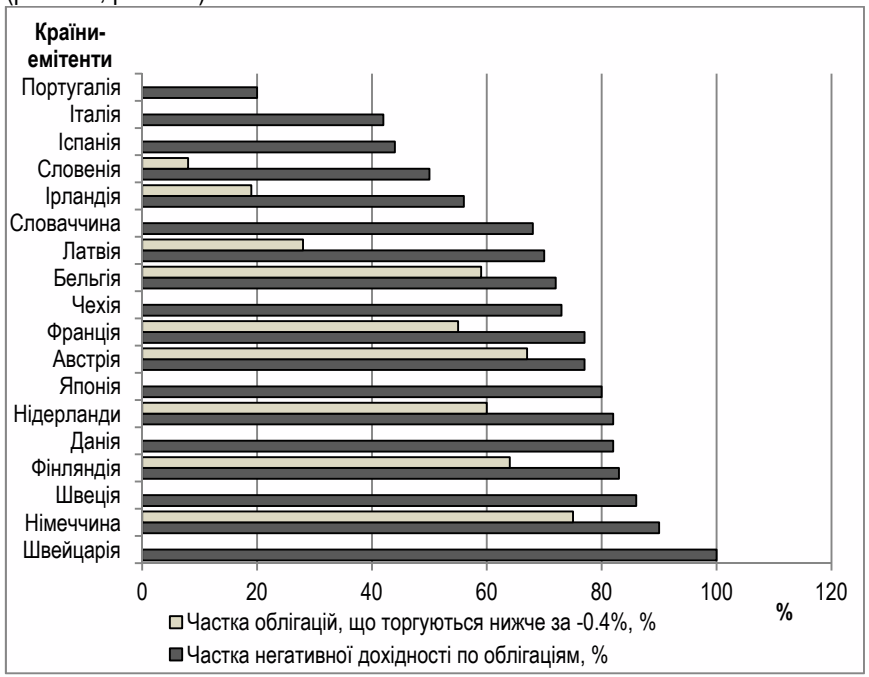

Рис. 3.2. **Частка торгів облігаціями з негативною доходністю у загальному обсязі торгів на ринках конкретних країн,** *%*

Джерело: Botev, Jarmila. (October 11, 2016). The role of fiscal policy for macroeconomic and financial stability considerations. OECD. Macroeconomic Policies Division. Joint Vienna Institute.

За даними міжнародного рейтингового агентства «Fitch», обсяг державних облігацій, які торгуються з негативною доходністю, становив у травні 2016 р. – 10,4 трлн дол. США, збільшившись лише за місяць на 5%. Такому збільшенню останнім часом сприяло зростання попиту на облігації Італії, Німеччини, Франції та Японії. Спочатку скуповувалися короткострокові суверенні бонди, а з початком програми грошового стимулювання ЄЦБ і банку Японії цей процес поширився й на 7-річні суверенні облігації Німеччини та 10-річні суверенні облігації Японії. В мінусі стали торгуватись навіть корпоративні облігації – інвестори почали переорієнтовуватись на них після

Закінчення табл. 3.7

Країна	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Східноєвропейські країни											
Туреччина	162	163	287	118	226	307	202	315	196	220	189
Польща	94	149	207	90	135	190	138	178	205	169	138
Чехія	35	44	69	41	53	43	38	37	30	29	26
Угорщина	33	42	48	19	28	28	19	21	20	15	18
Хорватія	13	29	66	27	26	25	22	22	18	19	19
Румунія	21	33	45	20	30	32	22	16	23	24	23
Україна	25	43	112	24	17	40	26	21	14	10	7

Джерело: Dynamic of market capitalization countries [Електронний ресурс] / World Bank. – Режим доступу : http://api.worldbank.org/datafiles/CM.MKT.LCAP.CD_Indicator_MetaData_en_EXCEL.xls; Annual Query Tool [Електронний ресурс] / World federation of exchange. – Режим доступу : http://www.world-exchanges.org/statistics/annual-query-tool; Statistical Data Warehouse [Електронний ресурс]. – Режим доступу : https://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=4212922

Станом на 2015–2016 рр. значущих інвестиційних та корпоративних угод з українськими активами не спостерігається, незважаючи на їхню занижену вартість. Інвестори налякані макроекономічною нестабільністю, падінням ВВП і бойовими діями на сході України, а тому не готові вкладати кошти в купівлю навіть суттєво здешевлених українських активів. Крім того, за міжнародним рейтингом Doing Business «Індекс сприйняття корупції» в 2016 р. Україна залишалася аутсайдером, перебуваючи на 130-му місці із 180 країн світу[118]. У зв'язку з цим значною мірою фіксується скорочення угод зі злиттів і поглинань (M&A), експерти оцінюють загальний обсяг угод в Україні в 2015 р. на рівні 100 млн дол. США, що означає «просідання» в десятки разів. Для порівняння: тільки за I квартал 2015 р. обсяг угод зі злиттів і поглинань у світі перевищив 1 трлн доларів США[119].

[118] Украина в мировых рейтингах: рост или регресс? [Електронний ресурс] // Слово і діло. – 2016. – 9 червня. – Режим доступу : http://ru.slovoidilo.ua/2016/06/09/infografika/jekonomika/ukraina-v-mirovyx-rejtingax-rost-ili-regress

[119] Мертвый рынок: что мешает инвесторам вкладывать деньги в Украину [Електронний ресурс] // Апостроф. – 2015. – 17 июня. – Режим доступу : http://investfunds.ua/news/mertvyj-rynok-chto-meshaet-investoram-vkladyvat-dengi-v-ukrainu-infografika-apostrof-130465; Замедление роста в странах с формирующимися рынками, постепенное повышение темпов в странах с развитой экономикой [Електронний ресурс] // Перспективы развития мировой экономики:бюллетень

існуючих й перспективних бізнес-процесів, а також у цілому знизились інвестиції, як у реальний, так і у фінансовий сектор вітчизняної економіки[117].

Таблиця 3.7

Ринкова капіталізація лістингових компаній найбільших економік світу, східноєвропейських країн і України за 2005–2015 рр.,

млрд дол. США

Країна	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Розвинені країни світу											
США	16970	19426	19947	11738	15077	17139	15640	18668	24035	26331	25068
Японія	4736	4726	4453	3220	3377	4100	3541	3680	4782	4400	4895
Велика Британія	3058	3794	3859	1852	2796	3107	2903	3020	4429	4013	4390
Канада	1481	1701	2186	1002	1681	2160	1907	2016	2114	2094	1593
Франція	1758	2428	2771	1492	1972	1926	1568	1823	2300	2160	2088
Німеч-чина	1221	1638	2106	1108	1298	1430	1184	1486	1936	1739	1716
Швейца-рія	939	1213	1274	863	1071	1229	932	1079	1540	1495	1519
Іспанія	960	1323	1800	946	1297	1171	1030	995	1117	993	787
Країни з ринками, що розвиваються											
Китай	781	2426	6226	2794	5008	4763	3389	3697	3949	6005	8188
Гонконг	693	895	1163	1329	916	1080	889	1108	3101	3233	3185
Індія	553	819	1819	645	1179	1616	1015	1263	1138	1558	1516
Австра-лія	804	1096	1298	676	1258	1455	1198	1386	1366	1289	1187
Південна Корея	718	835	1124	495	836	1089	994	1181	1235	1213	1231
Бразилія	475	711	1370	589	1167	1546	1229	1227	1021	844	491
Сингапур	257	384	539	265	481	647	598	765	744	753	640
Італія	798	1027	1073	522	317	318	431	481	616	587	636
Росія	549	1057	1503	397	861	1004	796	825	771	386	393

[117] Офіційний сайт Національного банку України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.bank.gov.ua/control/uk/index ; Экспорт Украины упал на 35%. Есть ли шанс это исправить? [Електронний ресурс] // UBR. – Режим доступу : http://ubr.ua/finances/macroeconomics-ukraine/eksport-ukrainy-upal-na-35-est-li-shans-eto-ispravit-339931; Старинець В. Почему "Народный Фронт" не идет на выборы? [Електронний ресурс] // ОбозревательUA. Блоги. – 2015. – 11 сентября. – Режим доступу : http://obozrevatel.com/blogs/56321-pochemu-narodnyij-front-ne-idet-na-vyiboryi.htm

того, як негативну доходність стали показувати довгострокові державні облігації. Станом на перше півріччя 2016 р. з негативною доходністю торгуються також короткострокові корпоративні облігації емітентів з високими рейтингами («Johnson&Johnson», «General Electric», «LVMH», «Philip Morris», «Sanofi», «Henkel», «BP», «BMW AG», «Deutsche Bahn AG»)[81].

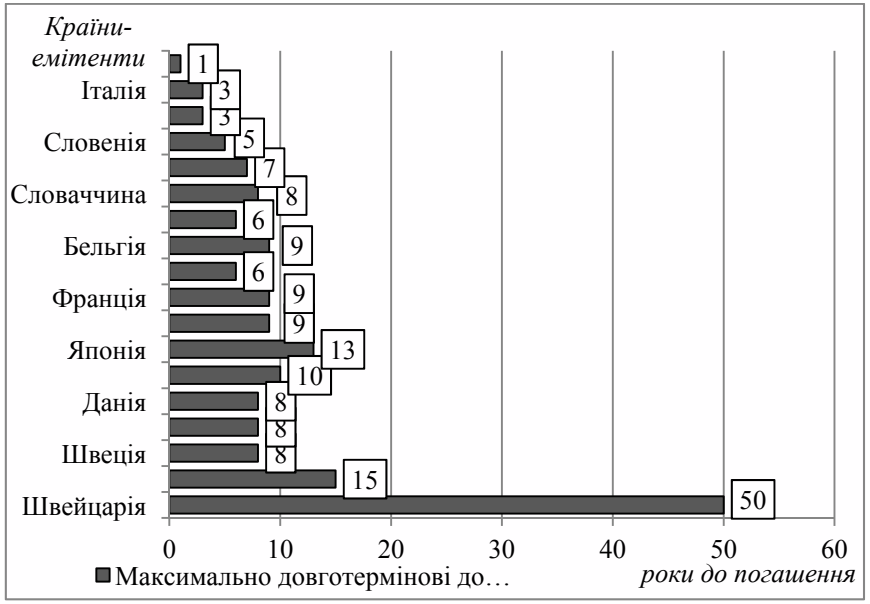

Рис. 3.3. **Середня строковість державних облігацій з негативною доходністю в країнах ОЕСР,** *років*

Джерело: Botev, Jarmila. (October 11, 2016). The role of fiscal policy for macroeconomic and financial stability considerations. OECD. Macroeconomic Policies Division. Joint Vienna Institute.

Загальні показники міжнародного ринку облігацій показують неоднозначну динаміку у світі, що обмовлено, на наш погляд, економічним зростанням у

[81]Оверченко М. Гособлигаций с отрицательной доходностью уже больше 10 трлн дол. США [Електронний ресурс] // Ведомости. – 2016. – 03 июня. – Режим доступу : http://www.vedomosti.ru/finance/articles/2016/06/03/643564-gosobligatsii-otritsatelnoi-10-trln; Европейские компании размещают облигации с отрицательной доходностью [Електронний ресурс] // ExpertOnline. – 2016. – 06 сентября. – Режим доступу : http://expert.ru/2016/09/6/evropejskie-kompanii-razmeschayut-obligatsii-s-otritsatelnoj-dohodnostyu/

певних регіонах світу та специфікою розвитку національних фінансово-інвестиційних ринків в різних регіонах світу (табл. 3.2).

Таблиця 3.2

Обсяги торгівлі облігаціями в регіонах світу, *млрд дол. США*

Регіон світу	2010	2011	2012	2013	2014	2015	1-9.2016
Американський	1351	1188	1050	1185	966	719	546
Азійсько-Тихоокеанський	754	1004	1892	1888	2114	2409	2904
Євразійський і Африка	21917	30373	23468	19324	18743	14725	10823
Всього:	***24022***	***32565***	***26410***	***22397***	***21823***	***17853***	***14273***

Джерело: website of the World Federation of Exchanges [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.world-exchanges.org

У цілому, в світі спостерігається поступове зниження активності у сегменті облігаційного ринку, тільки Азійсько-Тихоокеанський регіон показує динамічне зростання у цьому сегменті ринку, в основному завдяки операціям на Корейській та Китайській біржах.

При проведенні міжнародних порівнянь увагу привертають високі показники інвестування в корпоративні цінні папери на фондових біржах північних країн ЄС, що мають сталу тенденцію до зростання; при цьому ринки цінних паперів цих країн є ліквідними і досягли пікових докризових значень. На наш погляд, ця тенденція не випадкова, а обумовлена тим, що більшість країн півночі Європи пропонують сприятливі умови для ведення бізнесу. У першу десятку рейтингу «Forbes» у 2012–2016 рр. стабільно входять Нова Зеландія, Данія, Гонконг, Сингапур, Канада, Ірландія, Швеція, Норвегія, Фінляндія і Велика Британія. Відзначимо Нову Зеландію і Данію як системних лідерів, що зменшують оподаткування для компаній і регуляторно та інфраструктурно сприяють покращенню бізнес-середовища. Має місце мультиплікативний ефект, коли лібералізація умов функціонування господарських суб'єктів, а також відсутність корупції, наявність професійного уряду, прозорих і зрозумілих правил гри для бізнесу істотно збільшують потоки іноземних інвестицій як у реальний сектор економіки, так і на ринки цінних паперів.

У 2015 р. рейтинг «Forbes» очолила Данія, на 2-му місці була Нова Зеландія, на 3-му – Норвегія, на 4-му – Ірландія. Тоді як ще в 2009 р. Євросоюз і МВФ виділили Ірландії позику на 113 млрд дол. США для врегулювання бюджетної кризи і запобігання краху банківської системи. Ірландській державі довелося пройти через суттєву корекцію на ринку нерухомості та проведення реформ у банківському секторі, проте, незважаючи на всі складнощі реформ, ірландський уряд системно націлений на максимальне пок-

ресурсів на стратегічно важливих напрямах призводять до консервації кризових явищ у фінансово-економічному та соціальному середовищі. Існуючий стан ринку цінних паперів України визначає його незначний вплив на реальні фінансово-інвестиційні потоки. Так, якщо порівнювати капіталізацію ринку цінних паперів України та денний оборот цінних паперів на вітчизняних фондових біржах, то цей обсяг у десятки разів нижчий за східноєвропейські країни та в сотні разів нижчий за рівень розвинених країн світу та країн, що розвиваються (табл. 3.7).

Відзначимо, що помітну роль у поглибленні негативних тенденцій на вітчизняному ринку цінних паперів відіграла фінансово-економічна криза 2008–2009 рр. Так, український індекс ПФТС (провідної фондової біржі) зменшився в 2008 р. на 74%, і Україна посіла перше місце у світі за рівнем падіння ринку цінних паперів. Більшість інвесторів-нерезидентів на вітчизняному ринку цінних паперів отримали значні збитки і назавжди покинули його. За офіційною статистикою, з українського ринку цінних паперів вийшли 85–90% інвесторів, якими були в основному інвестори-нерезиденти. При цьому, за оцінкою МВФ, обчислений у доларах ВВП України за 2009 р. скоротився на 35,6% (зі 179,6 млрд дол. США до 115,7 млрд дол. США)[116].

Протягом 2010–2015 рр. суттєвих кроків щодо реформування ринку цінних паперів України реалізовано не було. Але за цей час значно зріс державний борг України, інвестиційна привабливість вітчизняної економіки перманентно знижувалась. З 2014 р. почалась повномасштабна політична криза в Україні, а далі – військова агресія РФ проти України, що взагалі дестабілізувало соціально-економічний стан у нашій державі. Крім того, в 2014–2015 рр. девальвація гривні утричі, неконтрольована інфляція, порушення господарських зв'язків і колапс банківської системи в Україні призвели до суттєвого зростання рівня безробіття та зниження рівня ВВП. Експорт товарів з України в першому півріччі 2015 р. відносно першого півріччя 2014 р. впав на 35,9%. У структурі витрат та заощаджень населення в 10 разів скоротилася частка заощаджень з 6 до 0,6%. Усі ці чинники суттєво погіршили інвестиційний клімат в Україні та призупинили значну кількість

[116] Офіційний сайт Міжнародного валютного фонду [Електронний ресурс]. – Режим доступу : imf.org.ua; офіційний сайт Державної служби статистики [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.ukrstat.gov.ua; офіційний сайт фондової біржі ПФТС [Електронний ресурс]. – Режим доступу : www.pfts.ua

активи яких становлять 0,0001–1% від ВВП. Відзначимо, що у світі вони відіграють важливу роль у процесах міжнародного інвестування, формують довгострокові інвестиції, а їх інвестиційна діяльність згладжує фінансові аномалії, кризи й періоди нестабільності. Активи під управлінням 300 найбільших пенсійних фондів світу становлять понад 15 трлн дол. США. У регіональному розрізі лідирує Північна Америка: її частка за активами досягає 41,4%, при цьому на США припадає 126 фондів. Далі йде Європа (29,5%) і Азіатсько-Тихоокеанський регіон (24,7%). Співвідношення активів пенсійних фондів до ВВП в середньому по ОЕСР становить 84,2%, але значна кількість країн з ринками, що формуються, мають показники на рівні 10–30 %[115].

Таблиця 3.6

Співвідношення активів ринку цінних паперів України до ВВП

Показник	1995	2000	2005	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Співвідношення ринкової капіталізації до ВВП	-	0,12	0,40	0,97	0,18	0,10	0,22	0,14	0,23	0,05
Співвідношення обсягу біржових контрактів з цін.паперами на фондових біржах до ВВП	0,004	0,01	0,05	0,04	0,12	0,18	0,19	0,32	0,40	0,15
Співвідношення вартості активів недержавних пенсійних фондів до ВВП	,0008	0,0002	0,0001	0,0010	0,0010	0,0011	0,0012	0,0014	0,0015	0,0011
Співвідношення вартості чистих активів пайових інвестиційних фондів до ВВП	-	-	0,00006	0,0002	0,0003	0,0002	0,0001	0,0001	0,00004	0,00003

Джерело: Dynamic of market capitalization countries [Електронний ресурс] / World bank. – Режим доступу : http://api.worldbank.org/datafiles/CM.MKT.LCAP.CD_ Indicator_ MetaData_en_EXCEL.xls; Annual Query Tool [Електронний ресурс] / World federation of exchange. – Режим доступу : http://www.world-exchanges.org/statistics/annual-query-tool

Неефективне державне управління в надскладних умовах військової агресії та макроекономічної дестабілізації, відсутність механізму мобілізації

[115] Частное пенсионерское [Електронний ресурс] // Коммерсант.ru. – 2015. – 22 июня. – Режим доступу : http://www.kommersant.ru/doc/2739849; World federation of exchanges [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.world-exchanges.org/statistics ; Dynamic of market capitalization countries [Електронний ресурс] / World Bank. – Режим доступу : http://api.worldbank.org/datafiles/CM.MKT.LCAP.CD_Indicator_ MetaData_en_EXCEL.xls

ращення підприємницького середовища. Гнучка система оподаткування з низькими ставками приваблює в місцеву економіку великих інвесторів, включаючи глобальних гігантів «Google», «Starbucks», «LinkedIn», «Twitter» і «Facebook». За експертними оцінками, компанії з США вклали в ірландську економіку 129,5 млрд дол. США у період з 2008–2013 рр. – це більше, ніж за попередні 58 років разом узяті[82]. Країна стала четвертою за популярністю інвестиційнію юрисдикцією в заокеанських інвесторів, перевершивши за інвестиційною привабливістю навіть азіатських тигрів. Більше тисячі іноземних юридичних осіб, які почали працювати в Ірландії в останні 3 роки, найняли в сукупності 150 тис. осіб (усього працездатне населення Ірландії становить 1,9 млн осіб)[83]. Світові рейтингові агентства «Standard&Poor's» і «Fitch» підвищили категорію ірландських державних облігацій зі «сміттєвої» до «придатної для інвестування». Доходність державних боргових цінних паперів Ірландії швидко і помітно знижувалась упродовж 2012–2015 рр.[84].

Загалом у глобалізованій економіці простежується така закономірність: низька корупція, захищеність інвестицій, прозорість ведення бізнесу, стратегічна відповідальність уряду перед населенням й помірне податкове навантаження для підприємців визначають покращення макроекономічного середовища, а це у свою чергу позитивно відображається на показниках національного ринку цінних паперів.

У країнах – членах Європейського валютного союзу після помірної рецесії за підсумками 2012 р. в 2013 р. тренд змінився, відбулась стабілізація та поступове відновлення економічного зростання. Разом із тим проявилися і перші результати антикризових заходів, які країни ЄС реалізували спільними зусиллями за останні роки: дефіцит загального уряду в країнах ЄС становив 6,4% ВВП у 2010 р., у 2012 р. він знизився до 4,3% ВВП, у 2013 р. –

[82] Курт Баденхаузен. Лучшие страны для бизнеса – 2013: рейтинг Forbes [Електронний ресурс] // Forbes. – 2013. – 05 декабря. – Режим доступу : http://www.forbes.ru/node/248275/photo/1

[83] Forbes опубликовал рейтинг лучших стран для ведения бизнеса [Електронний ресурс] // PRIANRU. – 2015. – 22 декабря. – Режим доступу : http://prian.ru/news/31893.html

[84] Экономика Ирландии стала "образцовым пациентом" [Електронний ресурс] // РБК-QUOTE. 2013. – 16 октября. – Режим доступу : http://quote.rbc.ru/topnews/2013/10/16/34043328.html

до 3,3%; в 2014 р. – до 3,0%, а в 2015 р. – до 2,4% ВВП[85]. Європейська бюджетно-боргова криза є істотним чинником, що викликає стурбованість у міжнародних інвесторів, а тому зміна тенденцій та оздоровлення економіки єврозони є позитивним сигналом для інших регіонів та інвесторів і свідчить про початок нового ділового циклу і зростання у світі європейської економіки. Фінансові ринки реагують на таке зростання пожвавленням інвестиційних процесів, більш активним інвестуванням у ризикові активи (акції та корпоративні облігації), відновленням світового ринку з проведення IPO на фондових майданчиках.

Однак на часі для країн єврозони – проведення таких реформ на фінансовому ринку: підвищення ступеня прозорості фінансових операцій, включаючи ринок деривативів, вироблення нових, більш жорстких правил щодо банківського капіталу, збільшення власних резервів банків, підвищення вимог до рейтингових організацій та створення пан'європейської системи управління фінансовими ринками, якій би підпорядковувалися національні регулятори. Великі фінансові установи є по суті транснаціональними, а нагляд зосереджений в основному на національному рівні, що генерує певні суперечності та вимагає вжити спеціальних заходів.

Порівняно з країнами ЄС у США спостерігається краща динаміка економічного зростання. Так, у 2012 р. ВВП США зріс на 2,2%, в 2013 р. – на 1,5%, в 2014 р. – на 2,4%, 2015 р. – на 2,4%[86]. Значною мірою цьому сприяла монетарна політика США, так звана політика кількісного пом'якшення (QE), а точніше третій раунд QE, за наслідками проведення якого ринок цінних паперів США в 2012 р. абсорбував значну кількість додатково залучених економіку грошей і в 2013–2015 рр. відновив історичний максимум у фондових індексах (SP-500, DowJones), які зростали з темпом понад 25% за рік[87].

Крім того, завдяки безпрецедентним стимулюючим програмам центробанків по всьому світу ринки акцій продемонстрували в 2012–2014 рр. найки, під тиском рішень НКЦПФР виключав зі свого лістингу українських емітентів зі світовим ім'ям. Крім того, не проводились задекларовані заходи з деофшоризації великого бізнесу та забезпечення виплати дивідендів в Україні. В облігаційному сегменті також спостерігалися негативні тенденції. Так, за 2015 р. зареєстровано 155 випусків облігацій підприємств на загальну суму 12,43 млрд грн, що менше за показник попереднього року на 26,58 млрд грн. Для порівняння: на європейських майданчиках, де котируються деякі українські компанії-емітенти, цифри за обсягами торгів в рази більше – на Варшавській фондовій біржі за 11 місяців було укладено контрактів на 48,9 млрд євро, на Лондонській фондовій біржі – 1,6 трлн євро[114].

Станом на 31.12.2015 р. капіталізація лістингових компаній фондового ринку України становила лише 63,49 млрд грн (2,44 млрд дол США), або 3,2% ВВП. Такі показники характеризують наднизьку капіталізацію вітчизняного ринку цінних паперів. Співвідношення активів ринку цінних паперів України до ВВП також не відповідають світовим стандартам (табл. 3.6). Розвинені країни світу мають ринкову капіталізацію на рівні 100–150% ВВП, а країни, що розвиваються, – на рівні 50–90% ВВП.

Низька місткість не дозволяє ринку цінних паперів України повноцінно виконувати свої функції ціноутворення, ліквідності та економії на витратах. Крім того, існуючий стан вітчизняного фінансового ринку (табл. 3.5, 3.6) свідчить про обіг значного обсягу тіньових коштів, які обслуговують середні і великі компанії в Україні: надвисокий рівень позабіржового сегмента ринку; низькі офіційні обсяги торгів корпоративними інструментами (акціями і облігаціями); відсутність великих реальних приватних емітентів у торгових операціях на фондовому ринку; відсутність виплати дивідендів емітентами фондових бірж.

Крім спекулятивного сплеску у 2007–2009 рр., вітчизняна ринкова капіталізація перебуває на стабільно низькому рівні – 5–23% до ВВП. Динаміка індексів акцій, що є найбільш ліквідними на «Українській біржі» та «ПФТС», характеризується тривалим падінням: за останні 6 років індекси цих бірж впали на понад 70% і продовжують зниження, або стагнацію.

Найбільш нерозвиненими інституційними сегментами ринку цінних паперів України є недержавні пенсійні фонди та пайові інвестиційні фонди,

[85] Eurostat [Електронний ресурс] / European Commission. – Режим доступу : http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home/; http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset= gov_10dd_edpt1&lang=en

[86] ВВП США в IV квартале 2013 г. вырос на 3,2%, за год – на 1,9% [Електронний ресурс] // РБК Украина. – 2014. – 30 января. – Режим доступу : http://finance.rbc.ua/rus/vvp-ssha-v-iv-kvartale-2013-g-vyros-na-3-2-za-god---na-1-9---predvaritelnye-30012014181700

[87] Итоги года: Рынки акций мира в 2012 году показали лучший рост за три года [Електронний ресурс] // Интерфакс-Украина. – 2013. – 08 января. – Режим доступу : http://interfax.com.ua

[114] Офіційний сайт Лондонської фондової біржі [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.londonstockexchange.com/home/homepage.htm; офіційний сайт Варшавської фондової біржі [Електронний ресурс]. – Режим доступу : https://www.gpw.pl/root_ru

інвестиційний клімат в Україні). На розгляд Верховної Ради України було внесено проект Закону України під назвою: «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо підвищення рівня корпоративного управління в акціонерних товариствах» (реєстр. № 2302а від 06.07.2015)[113].

У контексті реалізації цієї ініціативи станом на початок 2016 р. з фондових бірж України штучно (за рішенням НКЦПФР) витіснені акції таких великих підприємств (емітентів), як «Азовсталь», «Західенерго», «Дніпроенерго», «Єнакієвський металургійний завод», «Полтавський ГОК», «ММК ім. Ілліча», «Запоріжсталь», «Турбоатом», «Алчевський металургійний комбінат», «Дніпропетровський металургійний комбінат ім. Петровського», «Дніпропетровський металургійний комбінат ім. Дзержинського», «Крюківський вагонобудівний завод» та ін. (MMKI, AZST, KVBZ, ALMK, ENMZ, USCB та ін.). На сьогодні навіть гіпотетично не можна визначити вартість цих підприємств, тому що ринок цінних паперів України суттєво знизив свою ліквідність, а провідну функцію встановлення ринкових цін на фінансові активи не виконує. Це вигідно тільки мажоритарним акціонерам цих підприємств, а для населення України, міноритарних акціонерів, інвесторів та учасників фінансового ринку України – це черговий сигнал щодо деградації ринку цінних паперів України. Водночас ще активно продукуються «сміттєві» цінні папери, перепродуються векселі, акції і облігації, які не мають такого покриття, як задекларовані реальні й ліквідні активи.

Таблиця 3.5

Показники обсягів випуску акцій і облігацій підприємств, *млрд грн*

Показник	1996	2000	2005	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Акції підприємств	**1,82**	**46,5**	**24,8**	**101,1**	**40,6**	**58,2**	**15,8**	**64,2**	**144,3**	**128,6**
Корпоративні облігації	**0,013**	**0,34**	**12,8**	**10,1**	**9,5**	**36**	**51,4**	**42,47**	**38,3**	**12,43**
Усього:	**1,83**	**46,8**	**37,6**	**111,2**	**50,1**	**94,2**	**67,2**	**106,7**	**182,6**	**141,03**

Джерело: сформовано автором за даними офіційних сайтів НКЦПФР та НБУ.

У 2015 р. НКЦПФР зареєструвала 158 випусків акцій на 128,55 млрд грн, що на 15,80 млрд грн менше порівняно з попереднім роком (це пов'язано з фінансово-економічною кризою та девальвацією гривні утричі). Нових емітентів, що пропонували б інвесторам широку підписку з інвестиційними зобов'язаннями, на ринку не з'явилось. Ринок цінних паперів України, навпа-

[113] Професійна асоціація учасників ринків капіталу та деривативів [Електронний ресурс]. – Режим доступу : https://www.pard.ua/uk/news/3503-zakonoproekt-yakyy-peredbachaye-vrehulyuvannya/#sthash.e1LIj1H2.dpuf

більше зростання з 2009 р., обігнавши ринки облігацій і сировинних товарів. Зведений загальносвітовий індекс акцій «MSCI All – Country World» з урахуванням дивідендів зріс у 2012 р. на 16,8%, у 2013 р. на 23,4%, у 2014 р. на 4,7%, а у 2015 р. знизився на 1,8% під впливом побоювання міжнародних інвесторів щодо перспектив розвитку економіки і ринку цінних паперів Китаю[88]. Винятком на тлі цих тенденцій є Україна, ринок цінних паперів якої системно знижується упродовж п'яти років: у 2011 р. індекс Української біржі знизився на 40%, у 2012 р. – на 37%, у 2013 р. – на 4%, у 2014 р. зріс на 13,5%, у 2015 р. знову знизився на 33,6% (рис. 3.4)[89].

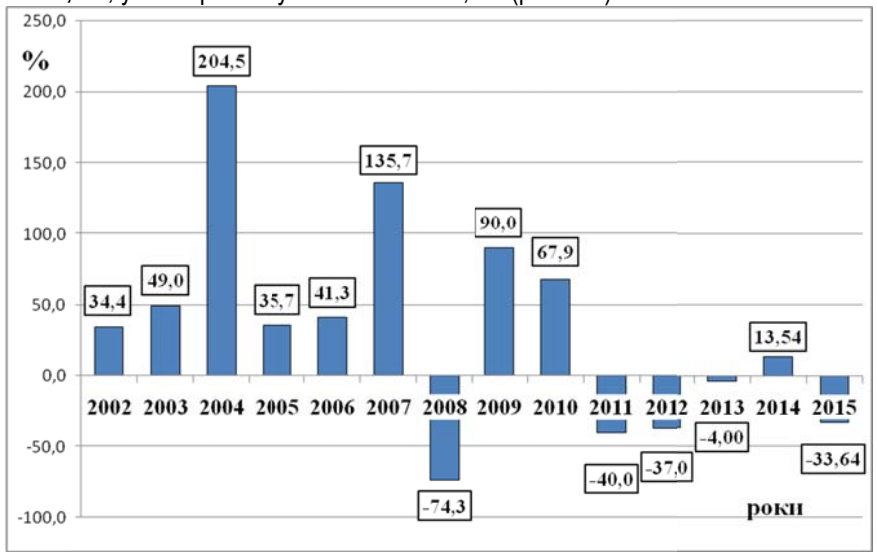

Рис. 3.4. **Динаміка показників індексу зростання/падіння ринку цінних паперів України,** *%*

Джерело: офіційний сайт Української біржі [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.ux.ua/

На відміну від України, ринки цінних паперів країн, які розвиваються, демонструють зростаючий тренд, а їхня питома вага в операціях світового ринку капіталу постійно зростає. В останнє десятиріччя відбулося бурхливе зростання ринків акціонерного капіталу в цих країнах. Протягом біль-

[88] MSCI All – Country World [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.msci.com/resources/factsheets/index_fact_sheet/msci-acwi.pdf

[89] Офіційний сайт Української біржі [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.ux.ua/

шої частини 1990-х років капіталізація ринків цінних паперів у зазначених країнах перебувала на рівні 20–25% ВВП, після чого в 2000–2007 рр. відбулося стрімке зменшення їх співвідношення до ВВП. У 2008 р. міжнародна економіка вступила в період рецесії, яка викликала сильну корекцію цін на акції в країнах, що розвиваються. Відновлення відбулося в 2009–2010 рр., після чого агрегований коефіцієнт капіталізації ринків, що розвиваються, перебував на рівні 40% ВВП. За минулі 15 років сукупна капіталізація ринків цінних паперів країн, які розвиваються, зросла з менш ніж 2 трлн дол. США в 1995 р. до 5 трлн дол. США в 2005 р. і приблизно до 13–15 трлн дол. США на 2012–2015 рр.[90]. Для порівняння: протягом зазначеного періоду сукупна капіталізація ринків цінних паперів індустріально розвинених країн збільшилася тільки удвічі. З початку XXI ст. частка країн, які розвиваються, в капіталізації глобального ринку цінних паперів зросла з 7% до приблизно 30%[91].

Тенденцією сучасного глобального фінансового розвитку є зменшення ролі банківського сектора в перерозподілі фінансових ресурсів на національному і міжнародному рівнях, а також відповідне посилення інвестиційної та позичкової діяльності на ринках цінних паперів світу. Через це серед основних сегментів світового фінансового ринку провідне місце стали займати міжнародні ринки цінних паперів (особливо виразно цей феномен почав простежуватися в 2002–2007 рр.). Завдяки стрімким перетворенням на фондових ринках вони почали відігравати і роль головного структуроутворювального чинника міжнародних фінансів. Навіть кризові явища у світовій фінансово-економічній системі в 2008–2011 рр. засвідчили суттєву роль ринків цінних паперів у сучасному економічному і фінансово-інвестиційному середовищі[92]. Так, у 2011 р. втрати інвесторів від зниження капіталізації на світовому ринку цінних паперів становили 6,3 трлн дол. США (світовий ВВП у 2011 р. становив 72,8 трлн дол. США, а в 2012 р. –

[90] Мировое размещение корпоративных облигаций достигнет рекордных 3,9 трлн долларов США в 2012 году [Електронний ресурс] // ИНТЕРФАКС-АФИ. – 2012. – 17 декабря. – Режим доступу : http://www.interfax.ru/

[91] Фондовый рынок-2013: Куда инвесторы понесут деньги. Прогноз на 10 лет [Електронний ресурс] // UBR. – 2012. – 22 декабря. – Режим доступу : http://ubr.ua/finances/stock-market/fondovyi-rynok-2013-kuda-invectory-ponesut-dengi-prognoz-na-10-let-198094

[92] Website of the World Federation of exchanges [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.world-exchanges.org/files/statistics/2012%20WFE%20Market%20Highlights.pdf

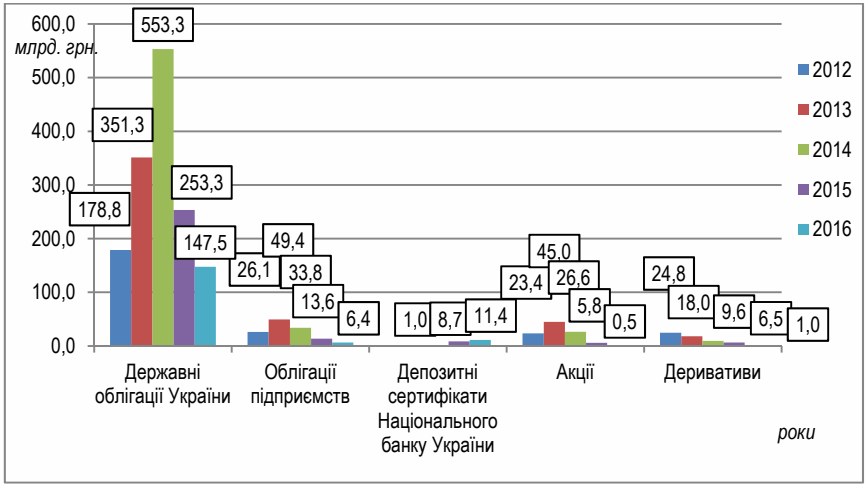

Рис. 3.7. **Обсяг біржових контрактів з цінними паперами на організаторах торгівлі (за видом фінансового інструменту) протягом 2012-2016 рр. в Україні,** *млрд грн*

Джерело: офіційний сайт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.nssmc.gov.ua/

Станом на перше півріччя 2016 р. На найбільш ліквідній «Українській біржі» (ux.ua) залишилось у лістингу тільки 5 емітентів, з якими торги відбуваються на суму 8–30 млн грн у день, що в десятки разів менше за обсягами торгів і кількістю емітентів в Угорщині, Польщі, Румунії.

За останні 10 років (2006–2016 рр.) не сформовано стратегічного і комплексного курсу на реформування фінансового сектора України, не простежується цілісного і кластерного підходу до реформування валютного і банківського ринку, страхового ринку, ринку цінних паперів України і корпоративного сектора. Тому на вітчизняних фондових біржах не пропонуються нові ліквідні інструменти, не з'являються нові емітенти, «витісняються» емітенти з ПАТ і переводяться в ПрАТ. У незначної кількості інвесторів на ринку цінних паперів України мажоритарні акціонери примусово викуповують цінні папери за суттєво заниженими цінами, які фактично знецінюють вартість інвестицій і заощаджень міноритарних акціонерів. Великі вітчизняні корпорації очікують ухвалення закону (Squeezeout) про обов'язковий викуп мажоритарним акціонером акцій емітента (формально – ініціатива НКЦПФР, що враховує інтереси мажоритарних акціонерів та суттєво звужує вітчизняний ринок цінних паперів, обмежує права міноритарних акціонерів та погіршує

бізнес-структурами венчурних фондів є їх повна самостійність у питаннях інвестування коштів. Якщо для відкритих, інтервальних і закритих фондів Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР) встановлює певні вимоги щодо диверсифікації активів, то на венчурні фонди ці обмеження не поширюються.

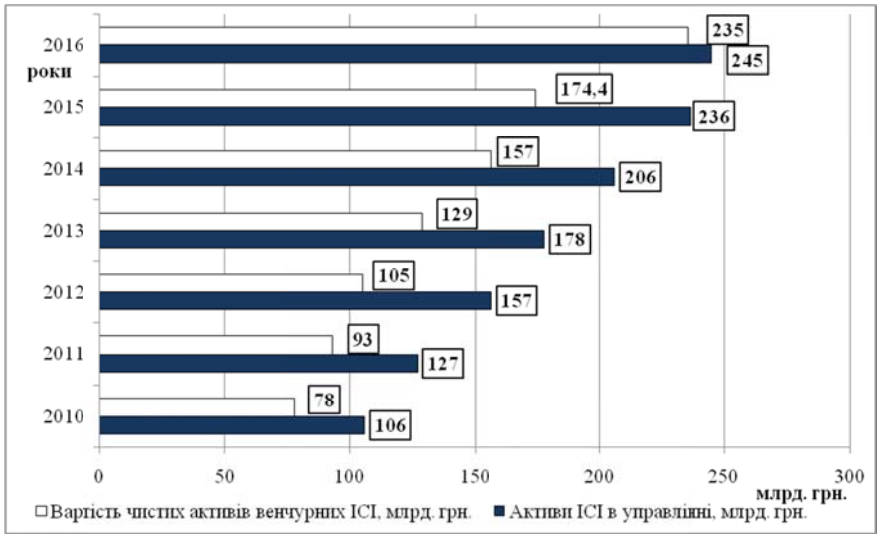

Рис. 3.6. **Вартість активів під управлінням інститутів спільного інвестування (ІСІ) та активів венчурних фондів в Україні,** *млрд грн*

Джерело: офіційний сайт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.nssmc.gov.ua/; Українська асоціація інвестиційного бізнесу [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.uaib.com.ua/

Дані табл. 3.4 і рис. 3.6 дають підстави зробити висновки про незрілий та напівтіньовий характер ринку цінних паперів України. Так, 95–70% торгів зосереджено в позабіржовому сегменті. Крім того, значна частка в обсягах біржових контрактів з цінними паперами на фондових біржах припадає на ОВДП. За підсумками 2015 р., обсяг торгів на організованій частині національного ринку цінних паперів скоротився відносно попереднього року вдвічі – до 291 млрд грн. Обсяг біржових контрактів з цінними паперами становив 290,77 млрд грн, що менше на 53,1% порівняно з даними за 2014 р. (619,70 млрд грн). Найбільший обсяг торгів на біржовому ринку серед фінансових інструментів зафіксовано з державними облігаціями – 253,3 млрд грн, або 87,1% від сукупного обсягу біржових торгів (рис. 3.7).

74,4; 2013 р. – 76,4; 2014 р. – 78,1; 2015 р. – 80,4 трлн дол. США)[93]. При цьому сукупна капіталізація світового бізнесу впала за 2011 р. на 12,1% і скоротилася до 44,4 трлн дол. США. В 2012 р. спостерігалася протилежна тенденція – сукупна капіталізація світового бізнесу зросла на 15%, підвищившись до 51 трлн дол. США, а в 2013 р. досягла докризового рівня – 60,1 трлн дол. У 2014 р. було досягнуто найвищого рівня капіталізації за всю історію – 63,3 трлн дол. США, яка в 2015 р. трохи знизилася – до 61,8 трлн дол. США[94]. Тобто на цьому етапі розвитку міжнародних відносин капіталізація світового ринку акцій та світовий ВВП є співвідносними і залежними величинами. Відзначимо й те, що 6 трлн дол. США світової капіталізації припадає на об'єднану американсько-європейську Нью-Йоркську фондову біржу «NYSE Euronext»[95].

У сучасних умовах глобалізації, лібералізації і дерегуляції фінансових потоків капітал майже безперешкодно долає національні кордони і набуває транснаціональних масштабів. Також здебільшого він спрямовується туди, де дохідність є вищою порівняно з дохідністю у країні походження капіталу. Якщо стан фондових бірж більшості країн світу є переважно депресивним, то процес транскордонного руху капіталу зазвичай відбувається мляво і в незначних обсягах. Але при появі ознак економічного зростання в одній або в групі розвинених країн світу транскордонний рух капіталу інтенсифікується, що покращує ліквідність і на інших ринках цінних паперів. Сучасна мобільність капіталу в комбінації з іншими сприятливими факторами дозволяє виводити з депресивного стану фондові майданчики розвинених країн світу, а в деяких випадках вона позитивно впливає і на економічне зростання країн, що розвиваються. Однак такі країни мають специфічні ризики, а тому капітал інвестуватиметься тільки в ті країни, де ризики є найменшими або співвідношення дохідність-ризик є найвищим (недооціненість внутрішніх активів є суттєвим чинником, що покращує це співвідношення).

Останнім часом світовий ринок цінних паперів зазнає помітних трансформацій, які пов'язані з опосередкуванням значних переливів спекулятив-

[93] Website of the World Bank [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD?end=2014

[94] McSherry, Mark. Week Ahead: Stock Markets Count $6 Trillion In Gains. *FORBES.* Retrieved from www.forbes.com/sites/markmcsherry/2013/12/29/

[95] Market capitalization of listed domestic companies (current US$). World Federation of Exchanges database. Retrieved from http://data.worldbank.org/ndicator/CM.MKT.LCAP.CD

ного капіталу, із збільшенням волатильності цін на активи, також з більш непередбачуваним ефектом реакції на зміни у суміжних ринках (валютному, товарному, кредитному тощо).

Специфіка сучасного ринку цінних паперів проявляється й у тому, що у разі появи деструктивних тенденцій глобалізовані ринки цінних паперів можуть їх посилювати і в критичних випадках запускати в дію масштабну та всеохопну дестабілізацію світової фінансової системи. Це пов'язано з тим, що цінні папери взаємозалежні між собою (якщо стрімко знижується ціна на відповідну акцію, то аналогічна акція цієї ж галузі також швидко знижується в ціні внаслідок побоювань інвесторів втратити власні кошти). За допомогою сучасних засобів зв'язку негативні новини і процеси стають надбанням світового інвестиційного суспільства миттєво, а тому швидка і непрогнозована реакція приводить до виходу з ризикованих активів і переоцінки їх вартості, яка в таких випадках знижується в рази. Як показав світовий досвід, чим менш розвинена економіка і фондова біржа, чим менше довіри у інвесторів до країни та її можливостей впоратись з кризовими явищами, тим більше такі країни втрачають від швидкого відпливу капіталу. Вплив фінансово-економічної кризи 2008–2009 рр. на фондовий ринок в Україні підтверджує таке твердження.

Розвиток світового ринку цінних паперів в останні роки показав, що він безпосередньо впливає на економічну активність, надходження прямих іноземних інвестицій, рівень зростання ВВП і ділової активності, а також на зниження дисбалансів та невідповідність у цінах на активи. Крім того, відзначимо, що завдяки ринку цінних паперів взаємозалежність національних фондових майданчиків і активності в реальному секторі посилилась. Тому їх роль у сучасному зростанні світової економіки є визначальною, а відстеження, аналіз і прогнозування подій на ринках цінних паперів світу є обов'язковою умовою зваженої макроекономічної політики будь-якої країни.

Починаючи з 1980-х рр. став формуватись якісно новий рівень глобальної взаємодії фінансових ринків і виникла світова фінансова мережа, яка пов'язала основні фінансові центри (Нью-Йорк, Лондон, Токіо, Цюріх, Франкфурт, Амстердам, Париж, Гонконг, Сингапур та ін.). На початку XXI ст. до них приєднались фінансові центри країн, що розвиваються (Шанхай, Сан-Паулу, Варшава). Концентрація капіталу та інтелектуальних ресурсів, а також швидкий розвиток інформаційно-мобільних технологій та Інтернету у фінансовій сфері значно прискорили глобальну фінансову інтеграцію

вузького, неконкурентоспроможного і залежного від зовнішніх чинників вітчизняного фінансового ринку. Неспроможність стабілізувати соціальне, політичне та економічне становище в Україні, відсутність довгострокової стратегії розвитку фінансового ринку як складової соціально-економічної стратегії розвитку держави призвели до появи формального і тіньового, а не функціонального й ефективного ринку цінних паперів, на якому періодично проявляються кризові явища, що в останні 8–9 років набули перманентного характеру (табл. 3.4, рис. 3.6).

Таблиця 3.4

Показники ринку цінних паперів України, *млрд грн*

Показник	1997	2000	2005	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Обсяг контрактів з цінними паперами на позабіржовому ринку	7,5	37,3	387,4	1031	1410	1936	2267	1214	1712	1887
Обсяг біржових контрактів з цінними паперами на фондових біржах	0,05	1,9	16,4	36,0	131,3	235,4	263,7	463,4	619,7	286,2
Вартість активів недержавних пенсійних фондів	0,01	0,02	0,04	0,9	1,1	1,4	1,7	2,1	2,3	2,1
Вартість чистих активів пайових інвестиційних фондів	-	-	0,06	0,22	0,29	0,21	0,16	0,10	0,06	0,06

Джерело: сформовано автором за даними НБУ, НКЦПФР, Нацкомфінпослуг, Інформаційного порталу про особисті інвестиції та фінанси: [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.investfunds.ua/asset-management

Станом на II квартал 2016 р. вартість чистих активів усіх фондів, які перебувають під управлінням ІСІ, становила 245 млрд грн. З них на частку венчурних фондів припадало 235 млрд грн. За 2015 р. обсяг коштів під управлінням також зріс на 11%. При цьому інноваційний, науковий і реальний венчурний сектори України не отримують цих коштів, такі фонди використовуються в основному великими вітчизняними підприємствами для оптимізації та ухилення від оподаткування. Перевага венчурних фондів насамперед полягає у сплаті податку на прибуток (18%) тільки після їх закриття. Якщо фонд створюється на 20 років, то протягом цього часу кошти можуть обертатись у різних проектах і приносити прибуток, а податок сплачується тільки при виході з інвестиції. Також перевагою для використання

економіки, допомагають ухилятися від оподаткування та вносять «сміттєві» цінні папери в уставні капітали, сприяють фіктивним угодам і оборудкам). Так, тільки за офіційними підрахунками НКЦПФР на організованому фондовому ринку до першої половини 2015 р. вартість «сміттєвих» цінних паперів оцінювалася в 12 млрд грн (73% від загального обсягу торгів), а на неорганізованому ринку обсяг торгівлі "сміттєвими" цінними паперами сягав 311,1 млрд грн (62% від загального обсягу торгів)[111]. Крім того, Голова НКЦПФР Тимур Хромаєв 8 лютого 2016 р. у своєму інтерв'ю заявив: «Багатьох лякає те, що наш ринок скоротився в рази – капіталізація компаній, що торгуються на українських фондових біржах, впала з 500 млрд грн до 60 млрд грн, але це реалії»[112]. Тому, на наш погляд, процес очищення і моніторинг діяльності емітентів та професійних учасників ринку має ґрунтуватися на діючих стандартах ЄС, відхилення від яких повинні викликати відповідну реакцію уповноважених органів і невідворотне покарання з системою відповідальності та штрафами, передбаченими європейським законодавством.

3.3. Домінуючі фактори впливу на стан вітчизняного ринку цінних паперів

Вітчизняний ринок цінних паперів пройшов складний шлях становлення і реформування, що пов'язано в першу чергу з трансформацією економіки України на початку і в середині 90-х років XX ст., коли чіткої стратегії реформ і бачення моделі суспільного устрою не було сформовано, управлінського досвіду і компетенції суттєво бракувало, що в подальшому в процесі проведення реформ призводило до непрофесійних рішень, популізму та непередбачуваних результатів. Тому макроекономічні показники України за 25 років незалежності не відзначались позитивною динамікою і характеризувались високою волатильністю. За роки суверенітету реальний ВВП України скоротився на 35%. Згідно з даними Світового банку, це найгірший результат у світі за останні 24 роки. Деградація виробничого сектора, неконтрольована інфляція, незбалансовані торговельний і платіжний баланси, низький рівень золотовалютних резервів, системне збільшення зовнішнього боргу – все це разом не могло не вплинути на формування

[111] Офіційний сайт Національної комісії з цінних паперів і фондового ринку (НКЦПФР) [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.nssmc.gov.ua/

[112] вільнити ринок від "сміття": що ми зробили за рік [Електронний ресурс] // Українська правда. – Режим доступу : http://www.epravda.com.ua/columns/2016/02/8/580117/

і розвиток фінансового інжинірингу, збільшили капіталізацію і значення фінансового сектора в глобальній економіці.

Фондові біржі, завдяки активному розвитку, інформативності та прозорості, стали активними учасниками трансформації фінансово-інвестиційних процесів у світі, провідними інфраструктурними системами, які забезпечують міжнародну економіку масштабними, мобільними, доступними за ціною фінансово-інвестиційними ресурсами. Сучасною ознакою фондових бірж, що належать до міжнародних фінансових центрів, є сфокусованість на залучення вітчизняного та іноземного інвестора. Міжнародна статистика свідчить про пріоритетність і націленість фондових бірж насамперед на заохочення іноземних інвестицій. Так, у 1990 р. іноземні інвестори у загальносвітовому масштабі володіли менше 10% акцій; у 2006 р. – вже понад 25%, а в 2016 р. – 40–55%. Частка нерезидентів у структурі державних зобов'язань за типом кредитора зросла у середньому з 11% в 1990 р. до 31–50% в 2016 р.; а у структурі заборгованості за корпоративними облігаціями – з 7% до 21–50%.[96] Станом на 2013–2015 рр. понад половину акцій компаній Великої Британії належало нерезидентам (53,2%), а пенсійні фонди Великої Британії володіли лише 4,7% таких акцій, фізичні особи – 10,7% (дані Лондонської фондової біржі). В 2015 р. 56% акцій німецьких компаній належали нерезидентам-інвесторам, а ще 10 років тому зазначена частка становила 47%[97].

Подібні тенденції спостерігаються й на інших ринках цінних паперів. Внутрішні фінансові джерела, особливо у капіталодефіцитних економіках, зазвичай не в змозі піднести на якісно новий рівень інвестиції в нові та недооцінені галузі, у сфери трансферу капіталу. Це спонукає фондові біржі конкурувати за потенційного клієнта за рахунок спрощення процедур доступу, реєстрації, вводу і виводу активів, зниження вартості обслуговування, збільшення кількості інвестиційних продуктів тощо[98]. Крім того, щоб покращити імідж і підкреслити свою «інтернаціональність», провідні світові фон-

[96] Collinson, Patrick.(2013). Stock market shifts mean Britain is under foreign ownership. *The Guardian*, September, 28. Retrieved from https://www.theguardian.com/money/blog/2013/sep/28/stock-market-britain-under-foreign-ownership

[97] Большинство крупнейших концернов ФРГ принадлежат иностранцам [Електронний ресурс] // Deutsche Welle. – 2015. – 21 апреля. – Режим доступу : http://www.warandpeace.ru/ru/news/view/100629/

[98] Мошенский С.З. Рынок ценных бумаг: трансформационные процессы. – М., 2010. – С. 42–80.

дові біржі ініціювали процеси зменшення часток державної власності у своєму капіталі, переходу на міжнародні правила, кодекси і угоди, скорочення кількості обмежуючих правил, а також почали акціонуватись.

Процеси інтеграції в секторі фондових бірж активізувались починаючи з 2000-х років. Так, у 2006 р. Нью-Йоркська фондова біржа («NYSE», New York Stock Exchange) купила європейську фондову біржу «Euronext». Друга за величиною ринкової вартості публічна фондова біржа США «Nasdaq» у 2008 р. придбала сім скандинавських і балтійських бірж (групу «OMX») після того, як їй було відмовлено в спробі придбання материнської компанії Лондонської фондової біржі. А станом на 03.2016 р. Лондонська фондова біржа «LSE» та її конкурент із Франкфурта «Deutsche Boerse» домовилися про злиття. У результаті злиття виникне одна з найбільших бірж світу вартістю близько 30 млрд дол. США. При цьому, акціонери «Deutsche Boerse» отримають 54,4% акцій, а власники «LSE» – 45,6%. Обидва партнери сподіваються скласти значну конкуренцію біржам США і Гонконгу[99].

Третя за величиною світова фондова біржа (акції біржі не обертаються вільно на фондовому ринку) після Нью-Йоркської та Лондонської біржі – це Токійська фондова біржа. Вона організована як акціонерне товариство, власниками її акцій є обмежена кількість фірм-членів, таких як банки та брокерські компанії. На відміну від Токійської біржі, акції меншої за розмірами фондової біржі в Осаці обертаються на ринку, що свідчить про те, що Осака є більш підприємницькою і менш консервативною, ніж Токіо. На цьому етапі також проводяться переговори щодо об'єднання цих бірж.

Фондова біржа Гонконгу є третьою за величиною азіатською фондовою біржею (після Токійської і Шанхайської бірж) – головний підрозділ компанії «Hong Kong Exchanges and Clearing Ltd», акції якої вільно торгуються на ринку, їй також належать Гонконгська ф'ючерсна біржа і Гонконгська кліринگова компанія[100].

Більшість провідних світових бірж проводять активну експансію на закордонні ринки цінних паперів, відкриваючи філії, представництва, розпо-

[99] Лондонська фондова біржа LSE і її конкурент з Франкфурта Deutsche Boerse домовилися про злиття [Електронний ресурс] // Ракурс. – 2016. – 16 березня. – Режим доступу : http://ua.racurs.ua/news/68258-londonska-i-frankfurtska-birji-domovylysya-pro-zlyttya

[100] Стефан Симпсон Кому принадлежат фондовые биржи? [Електронний ресурс] // The Omni Guild. – Режим доступу : http://www.theomniguild.com/komu-prinadlezhat-fondovye-birzhi.html

інституційний розвиток (129 місце), макроекономічна ситуація (128 місце) і ефективність ринку товарів (108 місце), рівень розвитку бізнесу (98 місце). Згідно з результатами опитування, основними факторами, які перешкоджають роботі бізнесу в Україні, є корупція (її відзначили 14% респондентів), політична нестабільність (13,2%), інфляція (11,9%), неефективність державної бюрократії (11,4%), важкий доступ до фінансування (11,2%), нестабільність державної політики (8,2%), податкові ставки (7,3%) та податкове регулювання (6,8%)[108].

За іншим незалежним щорічним світовим рейтингом, випущеним канадським дослідницьким інститутом Фрейзера спільно з Українським товариством економічних свобод (УОЕС), у 2016 р. Україна в рейтингу економічно вільних країн зайняла 135-те місце, при цьому в 2015 р. вона займала 128-ме місце. Всього в дослідженні було проранжовано 159 країн і територій. Згідно з рейтингом, найгірші справи в Україні із забезпеченістю грошей (153-тє місце у світі) і свободою міжнародної торгівлі (131-ше місце)[109]. За 2016 р. відбулись і деякі зміни в міжнародному рейтингу «Doing Business» щодо позицій України у світі: Індекс економічної свободи – 162-ге місце, Рейтинг глобальної конкурентоспроможності – 79-те (мінус 3 позиції), Індекс легкості ведення бізнесу – 83 (+13), Рейтинг податкового навантаження – 107 (+1), Індекс сприйняття корупції – 130 (+12)[110].

Тому, тільки вирішуючи внутрішні складні проблеми та правильно розставляючи пріоритети економічної інтеграції, можливо створити умови для формування повноцінного валютного ринку і ринку цінних паперів. У контексті реформування фінансового сектора України першочерговими є завдання детінізації економіки та створення ефективної системи нагляду і регулювання діяльності фінансових посередників (на сьогодні значна кількість страхових, фінансових організацій і банків обслуговують тіньовий сектор

[108] Украина опустилась на 85-е место в рейтинге конкурентоспособности [Електронний ресурс] // Интерфакс-Украина. – 2016. – 28 сентября. – Режим доступу : http://hvylya.net/news/digest/ukraina-opustilas-na-85-e-mesto-v-reytinge-konkurentosposobnosti.html

[109] Украина оказалась в хвосте рейтинга экономической свободы [Електронний ресурс] // Украинский бізнес-ресурс. – 2016. – 5 сентября. – Режим доступу : http://ubr.ua/finances/macroeconomics-ukraine/ukraina-okazalas-v-hvoste-reitinga-ekonomicheskoi-svobody-433679

[110] Украина в мировых рейтингах: рост или регресс? [Електронний ресурс] // Слово і діло. – 2016. – 9 червня. – Режим доступу : http://ru.slovoidilo.ua/2016/06/09/infografika/jekonomika/ukraina-v-mirovyx-rejtingax-rost-ili-regress

перів суттєво взаємопов'язаний з валютним ринком і швидко реагує на зміни у державному регулюванні і монетарній політиці, які регулюють рівень ліквідності, впливають на темпи інфляції, обсяг інвестицій, вартість грошей тощо. Всі ці чинники суттєво й одномоментно впливають на стан як ринку цінних паперів, так і валютного ринку й залежать в основному від збалансованої, націленої на розвиток економіки фінансової політики в цілому.

За відсутності зваженої політики валютного регулювання в незрілій економіці не лише підривається довіра до національної валюти, а й опосередковано через ринок цінних паперів зменшуються обсяги інвестицій в цю країну, відлякуються міжнародні інвестори, звужується фінансовий потенціал вітчизняних банків та фінансових компаній, унеможливлюється встановлення справедливої ціни на інвестовані кошти, фонди, нерухомість, земельні ділянки тощо. Головне, на наш погляд, що при цьому вилучаються суттєві кошти із офіційного обороту фінансово-інвестиційного ринку, які трансформуються і перетікають до тіньової економіки, тіньових бізнес-процесів та тіньового накопичення коштів.

Так, в Україні за кількакратної з 1996 р. девальвації була підірвана довіра до гривні, а кожна криза не тільки зменшувала попит на національну валюту, а й збільшувала частку тіньової економіки, суттєво знижуючи інвестиційний потенціал України та переводячи у депресивний стан вітчизняний ринок цінних паперів (за оцінкою НБУ, населення України тримає заощаджень на 92 млрд дол. США, які інвестовані в іноземну валюту і не залучені до інвестиційних процесів у вітчизняній економіці)[107].

Економіка України хронічно потерпає від проблем макроекономічної волатильності, слабкого захисту прав власності інвесторів, низької ефективності правоохоронної гілки влади, відсутності дієвої системи правозахисту у судах, високого рівня корупції порівняно з іншими країнами, що створює перешкоди для побудови конкурентоспроможної економіки. Підтвердженням цьому є низка світових рейтингів і опитувань, за більшістю показників яких Україна посідає аутсайдерські позиції. Так, Україна в 2015 р. втратила три позиції в Індексі глобальної конкурентоспроможності (Global Competitiveness Index, GCI) Світового економічного форуму, а в 2016 р. опустилася ще на шість позицій і посіла 85 місце з 138 країн. Низькі місця Україна зайняла за такими показниками, як розвиток фінансових ринків (130 місце),

[107] Гончаров А. Как привлечь в экономику страны 1,3 триллиона гривен [Електронний ресурс] // 112.UA. – 2015.– 14 апреля. – Режим доступу : http://112.ua/mnenie/kak-privlech-v-ekonomiku-strany-1-3-trilliona-griven-220000.html

всюджуючи у світовій мережі інтернет-сайти та інтернет-пропозиції. Таким чином великі найдинамічніші та найбільш інноваційно орієнтовані фондові біржі трансформувались з національних суб'єктів у міжнародних учасників світового розподілу капіталу та суттєво вплинули на перерозподіл фінансових потоків між країнами. Лідерами в цьому процесі є провідні фондові біржі США і Західної Європи.

Процеси фінансової глобалізації, формування постіндустріальної економіки і зростання ролі мобільно-мережевих структур на фінансових ринках стали базою для виникнення складної системи глобальних фінансів, в якій інтернаціоналізуються національні ринки, що об'єднуються в регіональні та глобальні структури, а також конкурують між собою на міжнародному рівні. Проте в цьому процесі проявилась нерівномірність у доступності фінансових ресурсів у різних регіонах світу. Міжнародний капітал зосереджується в інвестиційно-фінансових центрах розвинених країн. А країни, що розвиваються, мають менш розвинені фінансові ринки і низьку капіталізацію бірж. Ці країни на стадії спаду світових потоків капіталу відчувають дефіцит інвестиційних ресурсів і неспроможні вплинути на дисбаланс валютних ресурсів у світовому масштабі.

Усе це стало причиною збільшення нерівності серед різних країн світу, збагачення населення розвинених країн і системної залежності від фінансування країн, що розвиваються. Щоб зменшити власну залежність, такі країни, як Бразилія, Російська Федерація, Індія, Китай, Польща, почали формувати нові міжнародні фінансові центри на основі національних бірж, пропонуючи максимально можливу кількість послуг, лібералізуючи та уніфікуючи правила за найкращими міжнародними стандартами. Сприяють цьому процесу суттєві золотовалютні резерви і низький рівень державної та корпоративної заборгованості. Так, Варшавська фондова біржа і Московська фондова біржа активніші, динамічніші, прозоріші та ліквідніші в рази, ніж біржі в Україні. Це впливає на те, що значна частка українських компаній і фізичних осіб обслуговуються на цих біржах.

Відзначимо, що на сучасному етапі розвитку світової економіки ринки цінних паперів як провідний інфраструктурний елемент міжнародних фінансових ринків системно укрупнюються, зростають їхні фінансові ресурси і можливості; вони прискорюють обіг активів, сприяють збільшенню обсягів угод. Розмір і величина прибутків фінансового сектора зросли порівняно з іншими галузями, але зросли і волатильність цін на активи, і частота кризових явищ на ринках цінних паперів. Усе це вимагає ретельного моніторингу

процесів на провідних біржах світу для мінімізації впливу «ефектів зараження» на національну фінансову систему. Є потреба в розробленні системи швидкого реагування на такі зміни і чіткий план дій щодо мінімізації або виведення з-під дії кризових явищ основних секторів і суб'єктів національної економіки. На жаль, у світовому масштабі на сьогодні не існує повноцінної функціонуючої системи регулювання диспропорцій міжнародного ринку капіталів, колективної узгодженої реакції різних країн на кризові явища, а також координації дій регуляторів і національних урядів при виникненні проблем глобального характеру[101].

Економічне зростання держави неможливе без створення сприятливих умов для розвитку ринку цінних паперів з метою здійснення інвестицій як вітчизняними, так й іноземними інвесторами. У розвинених країнах такий ринок діє як ефективний механізм перерозподілу інвестиційних ресурсів у найбільш перспективні сфери діяльності, а також виступає термометром економіки, показуючи її слабкість (при нерозвиненості інструментів ринку цінних паперів, низьких обсягах угод, зниженій капіталізації, занадто значній державній зарегульованості та корупційності, обмеженому доступі учасників ринку), або перегрітість (при завищених цінах на активи, наявності значної кількості іноземного спекулятивного капіталу, асиметричних дисбалансах вартості на підприємства однієї галузі тощо).

Суттєвий відплив іноземного капіталу у розвинених країнах і передових країнах з ринками, що формуються, не призводить до «шоку» і «паралічу» фінансово-інвестиційних процесів за рахунок органічно вбудованих механізмів регулювання і протидії кризовим явищам, а саме: 1) розвинених вітчизняних державних і недержавних інвестиційних та пенсійних фондів, які використовують можливість купити за низькими цінами дешеві активи під час спаду на ринку цінних паперів; 2) ліквідного ринку валютних ф'ючерсів, що призводить до менших коливань падіння національної валюти під час кризи; 3) прозорої і швидкої системи рефінансування і підтримки центробанком учасників фінансового ринку; 4) дієвої політики центробанку щодо відсоткових ставок; 5) достатніх золотовалютних резервів країни; 6) широкого спектра фінансових інструментів, що сприяють зростанню глибини національного фінансового ринку і можливостям перестрахувати фінансово-інвестиційну діяльність.

[101] Стиглиц Дж. О реформе международной валютно-финансовой системы: уроки глобального кризиса. Доклад Комиссии финансовых экспертов ООН. – М. : Междунар. отношения, 2010. – 328 с.

6) зазвичай невисока конкурентоспроможність продукції обробної промисловості на світових ринках, відсутність ефективної маркетингової стратегії та комунікацій щодо просування товарів і послуг на міжнародних ринках впливають на обсяги експортної виручки;

7) моральна і фізична застарілість інфраструктури та основних фондів, недостатнє використання транспортно-логістичного потенціалу перешкоджають оновленню і зростанню виробництва;

8) недостатнє використання внутрішніх джерел інвестицій для розвитку фінансового ринку та відсутність ефективних каналів інвестування коштів не дозволяють трансформувати наявні заощадження в інвестиції.

Наведені чинники підкреслюють суттєві глобальні виклики для сталого соціально-економічного розвитку країн з ринками, що формуються. Загалом їх розвиток є складним і структурним процесом, в якому фінансовий сектор, на наш погляд, виконує важливу, але похідну й обслуговуючу роль щодо політичних, економічних, соціальних явищ і процесів.

Наявність конкурентоспроможних бізнес-структур у країнах з ринками, що формуються, асоціюється з наявністю ринку цінних паперів та його прозорим, ефективним функціонуванням. Для стабільного розвитку національного ринку цінних паперів незаперечне значення має зважена грошово-кредитна і валютна політика, що сприяє утриманню макрофінансової стабільності (в т. ч. керованої і передбачуваної динаміки обмінного курсу). На противагу цьому, вільноплаваючий валютний курс у країнах з недорозвиненим фінансовим ринком і низьким ступенем довіри до національної валюти стає причиною волатильності обмінного курсу і знецінення національної валюти, що, у свою чергу, сприяє перетіканню заощаджень у вільноконвертовану валюту, веде до накопичення тіньових заощаджень, обумовлює суттєве звуження національного фінансового ринку та підвищення рівня внутрішніх відсоткових ставок. Наслідком зазначених процесів, серед іншого, є зниження рівня бізнес-активності та згортання операцій на ринку цінних паперів.

Отже, валютний ринок тісно взаємопов'язаний з ринком цінних паперів, а тому незначні коливання на одному ринку миттєво відображаються на іншому. Основними каналами трансмісії при цьому виступають відсоткові ставки центрального банку; банківські ставки і комісії; умови державних запозичень на міжнародних ринках капіталу; рівень цін і динаміка їх змін; рівень і валюти номінації заробітних плат, динаміка їхніх змін тощо[106]. Тому ринок цінних па-

[106] Топсахалова Ф.М.-Г. Фондовые рынки и фондовые операции : учеб. Пособие [Електронний ресурс]. – М. : Издательство "Академия Естествознания", 2012. – Режим доступу : http://www.rae.ru/monographs/184

частка розрахунків і валютних резервів може бути представлена однією з криптовалют. Аналогічний розвиток за останні 30–40 років міжнародних незалежних електронних позабіржових торгових систем на світовому ринку цінних паперів припускає ймовірність успішного запуску і обігу криптовалюти у міжнародних розрахунках, в першу чергу між приватними особами та міжнародними фінансовими компаніями.

Існуючі тенденції на глобальних фінансових ринках обумовлюють необхідність для країни, що інтегрована у світові ринки капіталу, врахування існуючих взаємозв'язків між валютним і фондовим сегментами фінансового ринку, які перебувають під значним впливом глобальних чинників і можуть неочікувано змінюватися при виникненні шокових ситуацій. Глобалізація фінансів вимагає від національних урядів забезпечувати прозорі й уніфіковані за міжнародними стандартами умови для функціонування валютного ринку, ринку акцій, облігацій, кредитного ринку. Крім цього, необхідно проводити зважену грошово-кредитну, валютну та антиінфляційну політику, які б сприяли ціновій стабільності, економічному зростанню та залученню широкого кола інвесторів і кредиторів на національні фінансово-інвестиційні ринки.

На жаль, багатьом країнам, що розвиваються, не вдається досягти збалансованого розвитку всіх сегментів фінансового ринку та суттєво збільшити їхню глибину й ступінь диверсифікованості, що викликано такими чинниками, як:

1) невисокі рівні розвитку національних економік і недостатні темпи зростання у країнах, що обумовлюються інституціональною та інфраструктурною неспроможністю, а також корупцією у державних органах влади;

2) наявність політичної нестабільності, яка зумовлена проблемами майнової поляризації і бідності, зовнішньої міграції, що зменшує наявність інтелектуальних та активно-продуктивних кадрів всередині країні;

3) незбалансованість торговельного і платіжного балансу, що впливає на нестабільність національної валюти, низький рівень довіри до неї та ускладнює регулювання валютного курсу, що, у свою чергу, є причиною цінових сплесків;

4) обмеженість заощаджень призводить до вузькості та нерозвиненості внутрішнього фінансового ринку та обумовлює суттєву залежність від зовнішнього фінансування, а це значною мірою впливає на те, що при появі нестабільності на міжнародних ринках капіталу національні валюти девальвують, зростає вартість обслуговування зовнішніх боргів, що різко знижує добробут громадян і руйнує соціальну стабільність;

5) низький рівень продуктивності праці та низька культура виробництва, домінування у структурі експорту сировинної продукції визначають доволі низький рівень доходів економічних суб'єктів;

Існуючі показники розвитку світового ринку цінних паперів свідчать про те, що на сучасному етапі переважно глобальний приватний капітал визначає ситуацію на світовому ринку, а можливості щодо регулювання національних урядів суттєво знижуються. Це зумовлено як об'єктивними суперечностями між національним характером регулювання фінансових ринків і глобальним характером великого капіталу в сучасному світі, так і процесами офшоризації, а також проведенням політики лібералізації та дерегуляції у більшості країн світу. Учасниками міжнародного руху капіталу, на які державні регулятори мають обмежений вплив, є: транснаціональні корпорації і банки; фізичні особи і підприємства, що інвестують і реінвестують капітал на міжнародних ринках; державні фонди іноземних інвестицій; хедж-фонди; великі приватні інвестиційні та пенсійні фонди.

Сучасний стан і процеси на міжнародних фінансових ринках об'єктивно не можуть бути контрольованими тільки регуляторами національного рівня. На сьогодні міжнародне співтовариство усвідомлює наявність цієї надскладної проблеми, що заохочує проведення активних дискусій з питань створення надалі наднаціонального органу контролю за діяльністю на фондових біржах світу з відповідним моніторинговим комітетом, який надавав би консультації і поради національним суб'єктам як мінімум; а як максимум – здійснював би політику втручання у ринкові процеси з метою стабілізації фінансово-економічної ситуації в певному регіоні, надавав би інвестиційно-фінансову допомогу, вимагав би дотримання міжнародних стандартів і норм щодо функціонування фондових бірж та їх інфраструктури. Також цей орган міг би займатись системним зниженням ризиків на світових ринках цінних паперів.

Крім того, загальносвітовою проблемою є спотворення конкуренції із використанням сучасними бізнес-структурами офшорів, унаслідок чого відбувається «тінізація» капіталу, його дефіцит або надлишок у певних регіонах світу, що надалі суттєво впливає на макроекономічну стабільність і дисбаланси на ринку цінних паперів. Через це на міжнародному рівні доцільно уніфікувати та прийняти нові правила гри для бізнесу, знизивши привабливість «офшоризації» у світі.

Загалом ефективність у регулюванні ринків цінних паперів на сучасному етапі розвитку міжнародної економіки проявляється у площині поєднання і взаємодії: прозорого державного регулювання, розвиненої ринкової інфраструктури, наявності диверсифікованого і об'ємного національного капіталу та державних резервів для протидії шоковим ситуаціям. Для країн, де рин-

кові інститути тільки формуються, крім побудови за кращими світовими стандартами безпосередньо державного регулятора ринку цінних паперів, особливу значущість мають також питання контролювання транскордонного руху капіталу, що націлений на мінімізацію оподаткування та його вивезення в офшорні зони.

3.2. Вплив валютно-курсових чинників та грошово-кредитних важелів на динаміку фондових індексів

Взаємопроникнення і дифузія фінансово-інвестиційних ринків на сучасному етапі розвитку глобалізованої економіки посилюється та обумовлює суттєву залежність між різними сегментами фінансового ринку, зокрема, фондового та валютного. В цьому процесі відзначимо вагому роль політики валютного регулювання в межах конкретної країни світу, яке у свою чергу напряму впливає і на стан її національного ринку цінних паперів. Відзначимо, що глобалізація суттєво вплинула на національну валютно-фінансову політику держави. Так, розвинені країни світу, що мають вільноконвертовані валюти, враховуючи глобальні зміни на світових ринках капіталу, дещо зменшили вплив центральних банків на валютний ринок, поширивши політику вільноплаваючого та регульовано плаваючого курсу. Монетарна політика стала більш публічною, прогнозованою, зорієнтованою не лише на досягнення внутрішніх цілей, а й забезпечення стабільності зовнішнього сектора та уникнення криз платіжного балансу.

Стрімкий розвиток інформаційно-електронних та комунікаційних систем на початку 2000-х років, розвиток електронної торгівлі, звуження спредів на торгівлю валютними парами, прозорість та демократичність доступу до торгів вплинули на стрімке зростання середньоденного обороту світового валютного ринку. Такий оборот у квітні 2004 р. становив 1,88 трлн дол. США, а в квітні 2007 р. – вже 3,2 трлн дол. США, при цьому в серпні-вересні 2007 р. він зріс до 4,5–5 трлн дол. США. У 2008 р. цей показник становив приблизно 3 трлн дол. США, а станом на початок 2015 р. збільшився до 4,5 трлн дол. США. Такі явища свідчать про активне відновлення і розвиток світової валютно-фінансової системи у посткризовий період[102].

[102] Мишина В.Ю., Абрамов Д.О. Основные направления развития валютного рынка России [Електронний ресурс] // Деньги и кредит. – 2015. – № 4. – Режим доступу : http://www.cbr.ru/publ/MoneyAndCredit/mishina_04_15.pdf

процеси в ЄС негативно впливатимуть на використання євро, як провідної резервної валюти світу, але, враховуючи потенціал східноєвропейських країн в ЄС, інтеграція цих країн та більш динамічний розвиток у межах ЄС може дати позитивний імпульс для розвитку ЄС та поширення використання євро у світі[104].

Суттєву роль у фінансово-інвестиційних процесах на міжнародному рівні відіграє й Китай, який із поширенням свого впливу на міжнародні економічні відносини поступово відмовляється в міжнародних торгово-інвестиційних угодах від долара США і трансформує юань у міжнародну вільноконвертовану валюту. Китайський уряд робить ставку на двосторонні угоди, які успішно зарекомендували себе і стабільно функціонують, знижуючи ризики використання в обмінних операціях долара США. Такі угоди підписані між Китаєм та Японією, більшістю східноазійських країн, Бразилією, Росією, Індією, країнами східної Африки та Україною. Відзначимо, що з 1.10.2016 р. у світі будуть офіційно діяти вже не чотири, як останні півтора десятиліття, а п'ять резервних валют: до американської, європейської, британської та японської приєднається китайська (частка долара США – 40%; євро – 31%; юань – 11%). Китайський юань з 1 жовтня 2016 р. поповнив кошик резервних валют МВФ, а з 1 жовтня 2017 р. на юань будуть поширюватися спеціальні права запозичення (SDR). Юань у серпні 2016 р. став четвертою валютою у світі за популярністю. Його частка в глобальному обороті вперше обігнала японську єну (2,74%), але станом на 2016 р. частка юаня в офіційних резервах країн світу порівняно невелика: всього 1,1% від загальносвітових обсягів[105].

Усе зазначене вище, на наш погляд, не означає суттєвих і швидких змін у сучасній світовій фінансовій архітектурі, але навіть повільні зміни можуть видозмінити валютно-фінансові відносини у найближчі 10–20 років (див. детальніше підрозділ 2.1). Крім того, враховуючи динамічний розвиток інформаційно-комунікаційних і платіжних технологій у світі, при появі на світовому фінансовому ринку лідера серед криптовалют та при подальшій лібералізації глобального фінансово-інвестиційного середовища деяка

[104] Кондратов Д.И. Актуальные подходы к реформированию мировой валютной системы // Экономический журнал ВШЭ. – 2015. – Т. 19, No 1. – С. 128–157; Website of the International Monetary Fund [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.imf.org

[105] Website of the International Monetary Fund [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.imf.org

центральні банки розвинених країн і країн, що розвиваються; транснаціональні корпорації; міжнародні банківські групи; приватні особи. Наростання проблем з доларом США призвело б до серйозного знецінення доларових активів, прискорення глобальної інфляції, скорочення виробництва і зниження зайнятості в провідних експортно орієнтованих економіках, включаючи японську і західноєвропейську. У цій ситуації міжнародні утримувачі доларових активів є в певному сенсі заручниками долара США, зацікавленими у збереженні його стійкості. Для США це означає, зокрема, готовність центральних банків інших країн до здійснення масштабних валютних інтервенцій на підтримку долара.

Історичний досвід показує, що коли США у 20–30-х роках XX ст. удвічі обігнали Британську імперію за обсягом ВВП, то ще 20 років британський фунт стерлінгів був провідною міжнародною валютою і лише в 1948 р. долар США посів перше місце у міжнародних розрахунках та резервах. Тобто зміна лідерства у валютних розрахунках і накопичених резервах – це інертний поступовий процес, для якого потрібні не тільки економічні умови, а й зміна поколінь, традицій, регулятивних норм, поява відповідних додаткових зручностей і переваг.

Відзначимо, що за період з 2002 по 2014 рр., за даними МВФ, частка долара в загальносвітових валютних запасах скоротилася з 71,62 до 60,66%, причому в промислово розвинених країнах вона була більш високою (61,3%), ніж у країнах, що розвиваються (59,86%). За той же період частка євро у світових резервах збільшилася з 19,67 до 24,19%. З іншого боку, в 2013 р. капіталізація ринку цінних паперів зони євро та Великої Британії, разом узятих, становила 37,4 трлн дол. США, тобто 30% від світової величини. Відповідні показники США – 43,5 трлн дол. США (або 35%). З огляду на тісний взаємозв'язок між валютним і фондовим сегментами світового фінансового ринку, у перспективі, при формуванні сталої стратегії розвитку та інтеграції в об'єднаній Європі, цілком логічним виглядає подальше поступове збільшення частки євро в оборотах світового валютного ринку та підвищення ролі євро у світовій економіці. Але відзначимо, що процес виходу Великої Британії з ЄС (Brexit), навпаки, суттєво знизив обмінний курс фунта до долара США і євро (на 4 жовтня 2016 р. фунт стерлінгів впав до 31-річного мінімуму, а саме до 1,27 відносно долара США; МВФ прогнозує зниження зростання ВВП Великої Британії до 1,1%, а до проведення Brexit цей прогноз становив 2,2%; інфляція до Brexit становила 0,6%, після – прогнозується на рівні 2%. Тому дезінтеграційні

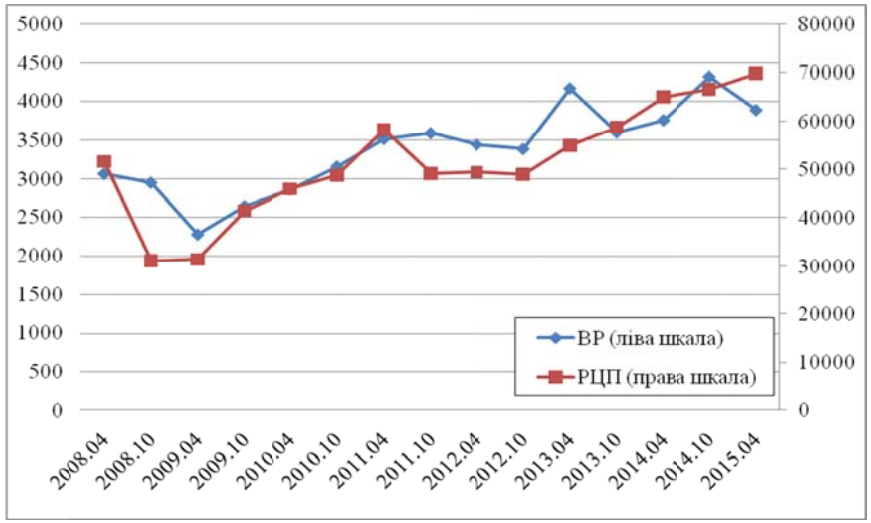

Рис. 3.5. **Показники середньоденного обороту світового валютного ринку (ВР) та капіталізації світового ринку цінних паперів (РЦП),** *млрд дол. США*

Джерело: World Federation of Exchanges, United Kingdom's Foreign Exchange Joint Standing Committee, American Foreign Exchange Committee, Singapore Foreign Exchange Market Committee, Australian and Canadian Foreign Exchange Committee.

Ринки цінних паперів розвинених країн світу та країн, що розвиваються, також мають схожі тенденції і значною мірою синхронно зростають зі світовим валютним ринком. Під час фінансово-економічної кризи такий взаємозв'язок зберігав свою дію (рис. 3.5). Дані рис. 3.5 свідчать те, що зниження показників під час світової фінансово-економічної кризи на одному ринку відбивається і на іншому (10.2008–04.2009 рр.). Крім того, зростання цих двох ринків також відбувається майже синхронно і без різких «відривів» та аномальних ситуацій.

З жовтня 2010 р. проявляється тенденція до більш інтенсивного зростання світового фондового ринку порівняно зі світовим валютним ринком. На наш погляд, така тенденція обумовлена політикою ФРС щодо кількісного пом'якшення (Q1-Q3), коли інвестування на ринку цінних паперів дає більшу доходність. **Розрахований коефіцієнт парної кореляції між показниками середньоденного обороту світового валютного ринку та капіталізацією світового ринку цінних паперів становить 0,83637, що свідчить про їх високу взаємопов'язаність**. Загалом викладене характеризує валютний ринок і ринок цінних паперів як єдину і невід'ємну частину

глобального фінансового ринку, що функціонально і ефективно інтегрована у систему міжнародних економічних відносин зі значною дифузією зв'язків між собою[103].

Враховуючи динамічність і глобальний характер фінансових ринків у сучасному світі, з'ясуємо низку особливостей, які характеризують ці два взаємозалежні ринки. Так, на світовому валютному ринку основні торги відбуваються на Лондонській біржі (50–75% від загального обсягу торгів у світі); приблизно 60–70% торгів припадає на валютну пару євро – долар США, ще 20–30% торгів – на валюти інших розвинених країн; більша частина золотовалютних резервів у світі зосереджені у доларах США, ще 20–25% – у євро; основні гравці на ринку – американські та британські банки («Citigroup», «Barclays», «JPMorgan» та ін.). На світовому ринку цінних паперів найбільшою фондовою біржею є Нью-Йоркська фондова біржа; приблизно 80–90% капіталізації, що зосереджена на провідних фондових біржах світу, належить компаніям із США і країн ЄС, основними гравцями на ринку також є провідні інвестиційні банки і холдинги, материнські компанії яких зареєстровані в США і країнах ЄС.

Тобто на валютний ринок і ринок цінних паперів світу домінуючий вплив мають компанії (ринкові суб'єкти) та регулятори розвинених країн світу. Країни, що розвиваються, та країни з ринками, що формуються, мають обмежений вплив на ці два системоутворюючі сегменти глобального ринку. В останні 10–15 років як виняток можна назвати Китай та Індію як країни, що суттєво інтегрувались у світову фінансову систему та збільшили розміри своїх економік. Це значною мірою вплинуло на рівень їхньої участі у валютно-обмінних операціях і позначилось на обсягах інвестицій до цих економік.

[103] United Kingdom's Foreign Exchange Joint Standing Committee [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.bankofengland.co.uk/markets/Pages/forex/fxjsc/default.aspx; American Foreign Exchange Committee [Електронний ресурс]. – Режим доступу : https://www.newyorkfed.org/fxc/volumesurvey/data.html; Singapore Foreign Exchange Market Committee [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.sfemc.org/statistics/BOE_FX_form_%28Apr_2015%29.pdf; Australian Foreign Exchange Committee [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.rba.gov.au/afxc/statistics/; Canadian Foreign Exchange Committee [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.cfec.ca/files/2015/announcement_pressrelease_july2015.pdf; Canadian Foreign Exchange Committee [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.cfec.ca/files/2015/announcement_pressrelease_july2015.pdf

З метою порівняння національних фінансових ринків найбільш могутніх суб'єктів світової економіки і виявлення масштабів та структури їх впливу на різні сегменти світового фінансового ринку в табл. 3.3 наведено ключові показники фінансового ринку найбільш розвинених країн світу. З табл. 3.3 видно, що США є лідером на ринку акцій, а банківська система, яка в основному обслуговує борговий і кредитний ринки, у світі найбільш розвинена і домінує в країнах єврозони. Крім того, за обсягом сукупних фінансових активів США на сучасному етапі розвитку глобальної економіки є абсолютним лідером у світі. Відзначимо й таку особливість: структурно всі сегменти фінансового ринку представлені в цих трьох регіонах світу і є достатньо місткими.

Важливим глобальним феноменом початку XXI ст. є швидке економічне зростання Китаю та Індії і суттєве накопичення резервів у іноземній валюті в цих країнах. У майбутньому піднесення економіки Китаю та Індії зумовить зменшення відносної глобальної ролі та впливу зони євро, а також зміщення акценту в торгівлі та в операціях з капіталом на валюти цих двох країн. Однак навряд чи розширення міжнародного використання юаня й рупії в коротко- і середньостроковій перспективах відбуватиметься такими ж темпами, як і зростання їхніх економік.

Таблиця 3.3

Розміри та структура фінансового ринку найбільш розвинених країн світу (США, країни Єврозони, Японія) в 2013 р.,

трлн дол. США і % до ВВП

Показники сегментів ринку	США	Країни Єврозони	Японія
Капіталізація ринку акцій, *% до ВВП*	283,90	47,95	22,40
Капіталізація ринку акцій, *трлн дол. США*	16,86	5,85	3,64
Банківські активи, *% до ВВП*	249,65	286,84	75,87
Банківські активи, *трлн дол. США*	14,82	34,97	12,32
Ринок боргових ЦП, *% до ВВП*	283,90	179,0	22,40
Ринок боргових ЦП, *трлн дол. США*	16,86	21,82	3,64
Сукупні фінансові активи, *% до ВВП*	66,87	62,64	30,56
Сукупні фінансові активи, *трлн дол. США*	1126,31	513,81	188,10

Джерело: дані Організації економічної співпраці і розвитку, Євростату, Міжнародного валютного фонду і Європейського центрального банку.

На наш погляд, в існуючих умовах долар США та євро збережуть статус провідних світових валют. У значній девальвації долара США та демонтажі існуючої структури світової валютної системи не зацікавлені найбільш великі та впливові учасники міжнародних фінансово-економічних відносин: