

Ю. А. АТАМАНЮК

ГЕОЕКОНОМІЧНИЙ ВИМІР ВАЛЮТНО-ФІНАНСОВИХ ВІДНОСИН УКРАЇНИ В УМОВАХ ВИХОДУ З СИСТЕМНОЇ КРИЗИ



Ю.А. Атаманюк

**ГЕОЕКОНОМІЧНИЙ ВИМІР
ВАЛЮТНО-ФІНАНСОВИХ
ВІДНОСИН УКРАЇНИ В УМОВАХ
ВИХОДУ З СИСТЕМНОЇ КРИЗИ**

НБ ПНУС



798268

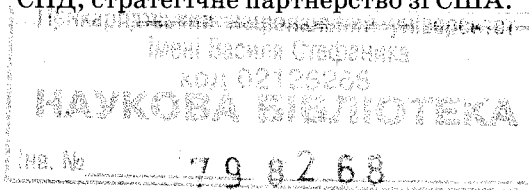
КИЇВ-2010

УДК 336.7 (477)
ББК 65.9 (4 Укр.) 26

А 92 Ю.А. Атаманюк

Геоелекономічний вимір валютно-фінансових відносин
україни в умовах виходу з системної кризи: – Київ:
ТОВ «Новий друк», 2010. – с. 208

У книзі комплексно розкриваються позитивні та негативні наслідки фінансової лібералізації, обґрунтовані чинники валютно-фінансового потенціалу європейської інтеграції України, а також розглянуті грошово-кредитні засади зовнішньоекономічної стратегії української держави в умовах господарського зближення з Європейським Союзом. Аргументовані практичні рекомендації щодо застосування сучасних механізмів залучення фінансових ресурсів на європейському ринку боргових цінних паперів і титулів власності. Виявлені пріоритетні напрями формування інтеграційної стратегії України у валютно-фінансовій сфері в умовах світової економічної кризи, через євроінтеграцію, відновлення прагматичних стосунків з Росією та країнами СНД, стратегічне партнерство зі США.



© Оформлення. ТОВ «Новий друк», 2010.

ISBN 978-966-852-80-7

© Ю.А. Атаманюк

Рецензенти:

* **А.А.Чухно**, доктор економічних наук, професор, Академік НАН України, заслужений працівник Вищої школи України, професор кафедри економічної теорії Київського національного університету імені Тараса Шевченка;

* **О.І.Рогач**, доктор економічних наук, професор, заслужений економіст України, завідувач кафедри міжнародних фінансів Інституту міжнародних відносин Київського національного університету імені Тараса Шевченка;

* **П.М.Леоненко**, доктор економічних наук, професор, заслужений працівник освіти України, завідувач кафедри економічної теорії Українського державного університету фінансів та міжнародної торгівлі.

АТАМАНЮК Юрій Анатолійович

ГЕОЕКОНОМІЧНИЙ ВИМІР ВАЛЮТНО-ФІНАНСОВИХ ВІДНОСИН УКРАЇНИ В УМОВАХ ВИХОДУ З СИСТЕМНОЇ КРИЗИ

МОНОГРАФІЯ

Відповідальний редактор: Г.Н.Климко, доктор економічних наук, професор, заслужений працівник освіти України, академік АН Вищої школи України.

Монографія присвячена ґрунтовному аналізу теоретичних і практичних аспектів формування валютно-фінансових відносин України в умовах виходу з системної кризи, встановленню основних закономірностей глобалізації валютно-фінансових відносин, економічних передумов і чинників включення національної економіки в міжнародні інтеграційні процеси, а також визначенню геоекономічних стратегій інтеграції України у світовий фінансовий ринок.

У книзі комплексно розкриваються позитивні та негативні наслідки фінансової лібералізації, обґрунтовані чинники валютно-фінансового потенціалу європейської інтеграції України, а також розглянуті грошово-кредитні засади зовнішньоекономічної стратегії української держави в умовах господарського зближення з Європейським Союзом. Аргументовані практичні рекомендації щодо застосування сучасних механізмів залучення фінансових ресурсів на європейському ринку боргових цінних паперів і ти-

тулів власності. Виявлені пріоритетні напрями формування інтеграційної стратегії України у валютно-фінансовій сфері в умовах світової економічної кризи, через євроінтеграцію, відновлення прагматичних стосунків з Росією та країнами СНД, стратегічне партнерство зі США.

Видання розраховано на науковців, державних посадовців, підприємців, політичних діячів, студентів, усіх тих, для кого конче необхідним є знання змін у сучасній світовій економіці для прискорення участі в ній України на засадах конкурентоспроможності в інтересах національної безпеки.

ЗМІСТ

Передмова	7
1. ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ РОЗВИТКУ ВАЛЮТНО-ФІНАНСОВИХ ВІДНОСИН В УМОВАХ СУЧАСНОЇ ГЛОБАЛІЗАЦІЇ	
1.1. Концептуальні засади глобалізації валютно-фінансових відносин	9
1.2. Еволюція валютно-фінансових чинників міжнародного інтеграційного процесу в умовах глобальної трансформаційної кризи	27
1.3. Геоекономічні стратегіями інтеграції України у світовий фінансовий ринок: ЄС, ЄвроАзЕС, Митний Союз РФ, Казахстану та Білорусії	49
2. ЄВРОПЕЙСЬКИЙ ВЕКТОР ВАЛЮТНО-ФІНАНСОВОЇ ІНТЕГРАЦІЇ УКРАЇНИ	
2.1. Інституціональне забезпечення валютно-фінансової взаємодії України з ЄС	69
2.2. Валютно-фінансовий потенціал євроінтеграції: глобальні виклики та господарська взаємодія	83
2.3. Грошово-кредитні засади векторної зовнішньоекономічної стратегії України	99
3. ЕКОНОМІКО-ОРГАНІЗАЦІЙНІ МЕХАНІЗМИ ЄВРОІНТЕГРАЦІЙНОЇ ПОЛІТИКИ УКРАЇНИ У ВАЛЮТНО-ФІНАНСОВІЙ СФЕРІ	

3.1. Сучасний інструментарій інтеграції фінансового ринку України у субрегіональний економічний простір.....	125
3.2. Пріоритетні напрями формування інтеграційної стратегії України у валютно-фінансовій сфері при виході з кризи	155
Післямова.....	177
Додатки.....	181
Література.....	187

ПЕРЕДМОВА

Глобалізація сучасних світогосподарських зв'язків є однією з провідних тенденцій сучасності, яка не лише впливає на процеси суспільного відтворення, а й має глибокі політичні та соціальні наслідки. Суттєвим проявом глобалізаційних процесів виступає фінансова інтеграція, а також валютно-фінансова взаємодія суб'єктів підприємницької діяльності країн та регіонів світу як на мегарівні, макрорівні, так і на мікрорівні світового господарства.

Формування гео економічних стратегем інтеграції України у світовий фінансовий ринок постає одним із ключових завдань економічного розвитку держави на сучасному етапі. Становлення економіки відкритого типу вимагає широкого комплексного вивчення наявного валютно-фінансового потенціалу євроінтеграції, запровадження дієвого інституційно-господарського механізму валютно-фінансової взаємодії України з європейськими економічними угрупованнями, а також оптимізації грошово-кредитних засад зовнішньоекономічної стратегії України у сучасних умовах розвитку світового господарства.

Системний підхід вивчення даної проблематики передбачає як виокремлення суто фінансових аспектів проблеми, так і врахування параметрів технологічного, інноваційного розвитку національно-господарської системи України. Співробітництво з країнами Європейського Союзу має особливе значення для господарського розвитку України, оскільки в умовах глобалізації світової економіки посилюються взаємозалежність країн та галузей суспільного відтворення, конкурентоспроможність держав визначається позиціями в міжнародних економічних організаціях та регіональних інтеграційних угрупованнях, у рамках яких забезпечуються сприятливі умови для функціонування галузей національної економіки, ринків банківських і фінансових послуг.

Актуальність комплексного наукового дослідження означеної проблеми зумовлюється тим, що всебічне вивчення та практичне застосування новітніх механізмів та інструментів валютно-фінансової взаємодії, визначення оптимальних шляхів інтеграції ринку цінних паперів України у європейський фінансовий простір, а також дослідження пріоритетних напрямів векторної інтеграційної стратегії у сфері валютно-

фінансових відносин з ЄС, ЄвроАзЕС, а також Митним союзом РФ, Казахстану та Білорусі.

Обґрунтування практичних кроків при оптимізації валютно-курсowego і грошово-кредитного регулювання, а також формування дієвих механізмів валютно-фінансової взаємодії України з міжнародним фінансовими ринками сприятимуть подоланню асиметричності, нераціональності та неефективності макроекономічного регулювання, а також прискоренню структурних трансформацій національної економіки, що набуває особливо значення в умовах світової фінансово-економічної кризи та в посткризовий період.

Особливо помітною складовою сучасних міжнародних фінансових відносин є безпрецедентна мобільність капіталу та її ртутний характер, що призводить до збільшення розриву між реальним сектором економіки і віртуальною сферою, яка обслуговує рух фінансових активів, а також взаємодіє в межах екстериторіальних структур.

З огляду на науково-практичну актуальність і значимість проблематики теми, враховуючи результати опрацювання окремих її аспектів у економічній літературі, стратегічною метою проведеного дослідження стало теоретичне осмислення специфічних закономірностей глобалізації та регіоналізації міжнародних фінансових відносин і розробка комплексного підходу до формування механізму та інструментів валютно-фінансової взаємодії України з фінансовими ринками як чинника прискорення ринкових трансформацій.

Як тактичні цілі написання книги розглядалися такі питання, як виявлення макроекономічних й інституційних особливостей процесів глобалізації валютно-фінансових відносин з виокремленням найдієвіших і найважливіших чинників; дослідження об'єктивних передумов інтеграції України у світовий та регіональні фінансові ринки у сучасних умовах економічної глобалізації; проведення комплексного аналізу концептуальних засад, інструментів та рівнів формування валютно-кредитних складових зовнішньоекономічної стратегії України в умовах виходу з системної кризи.

Чільне місце у роботі посідають обґрунтування методологічних підходів сучасних інституційних складових валютно-фінансової взаємодії України з ЄС як пріоритетного вектору інтеграційної стратегії, а також аргументація комплексної програми заходів щодо вдосконалення механізму та інструментів підвищення ефективності зовнішніх запозичень і попередження фінансової дестабілізації національної економіки.

РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ РОЗВИТКУ ВАЛЮТНО-ФІНАНСОВИХ ВІДНОСИН В УМОВАХ СУЧАСНОЇ ГЛОБАЛІЗАЦІЇ

1.1. Концептуальні засади глобалізації валютно-фінансових відносин

Уже кілька останніх десятиліть панівною ходою світового економічного простору крокує глобалізація. Термін, який міцно увійшов до наукового та політичного обороту, проте й надалі залишається суперечливим та неоднозначним у ставленні до нього. Найчастіше глобалізацію пов'язують з якісно новими рівнями інтегрованості, цілісності й взаємозалежності світу, хоча це всього лише частина більш складної та більш суперечливої картини. Насправді, якщо і можна говорити про рух сучасного світу до все більшої цілісності, то назвати цю тенденцію загальною і єдиною аж ніяк не можна. Окрім того, викликає заперечення погляду на глобалізацію як на безальтернативний процес, або, щонайменше, домінуючу тенденцію.

Більш правильнішим процес глобалізації слід сприймати як логічне продовження світових господарських зрушень, які загострилися на зламі століть і характеризувалися, насамперед, змінами в динаміці світової економічної системи. На зламі тисячоліть економічний розвиток в цілому, а також світогосподарські зв'язки на макро- та метарівні світової економіки суттєво трансформуються, зазнаючи впливу нових факторів і чинників, а саме – загострення глобальної конкуренції, централізація та концентрація фінансового й виробничого капіталу, а також домінуванням таких сучасних факторів виробництва, як технологія, інформація, менеджмент.

Однак, незважаючи на постійні наукові дискусії щодо формування новітньої моделі світового господарства, сучасний період економічної глобалізації не є чимось унікальним чи абсолютно новим, вагомий внесок у науково-практичне розуміння чого зроблено циклом робіт відомого вченого нашої країни А.С.Філіпенком.

Пов'язують початок глобалізації по-різному: і з часів відкриття Америки Х.Колумбом, і з відкриттям Великого шовкового шляху або зі шляхом «з варяг у греки», що мали досить значний вплив на глобалізацію. А для власне фінансової глобалізації відкриття Америки мало неабияке значення, бо вже у наступному столітті Європа досить добре відчула на собі «революцію цін»,

викликану напливом срібла та золота з Нового Світу. Внаслідок цього, в Іспанії, куди надходило золото перш за все, рівень товарних цін підвищився за XVI ст. у 3,5 рази, а згодом та ж таки Європа познайомилася ще з одним новим явищем – «експортом інфляції». Щоправда прояви фінансової глобалізації можна знайти і в більш стародавні часи. Наприклад, період військових походів Олександра Македонського, який у 330 р. до н.е. сконцентрував в одних руках приблизно 8840 т золота і срібла – скарби майже всього відомого на той час світу, накопичені за довгі сторіччя Тутанхамом і Соломоном, Пріамом і Крезом – утворення такого собі першого глобального золотого запасу. А через три роки після його смерті ці скарби знову розійшлися по античному світу, викликавши першу в світі інфляцію і продемонструвавши руйнівну силу неконтрольованих потоків так званих «гарячих грошей» [92, с. 51; 171].

Не менш помітний внесок у глобалізацію валютно-фінансових відносин зробив і винахід китайцями у VIII столітті «паперових грошей». Щоправда світова валютно-фінансова система сприйняла цей винахід лише тисячоліття потому.

Нова планетарна конструкція відобразилась у версальському варіанті із додатком у вигляді Ліги Націй; російського варіанту перманентної революції і планів створення світового комуністичного суспільства; німецького короткострокового, але міцно закарбованого в історичній пам'яті людства «нового порядку»; ялтинсько-хельсинського, увінчаного ООН «позолоченого періоду» другої половини XX століття, який пройшов під знаком біполярної визначеності [92, с. 78].

За 50 років до Першої світової війни спостерігалось значне збільшення міждержавних потоків товарів, капіталу, інтенсивна міграція людей. За підрахунками економіста США Кузнеця С., з 1800 по 1913 рр. світове виробництво з розрахунку на душу населення збільшувалося в середньому на 7,3% за десятиліття, а міжнародна торгівля (у тому ж розрахунку) – на 33%. Особливо бурхливе зростання – від 23 до 53% – спостерігалось з 1840 по 1870 рр. Частка світового товарообороту у світовому валовому продукті підвищилася з 15% у 1800 до 33% у 1913 р. [215].

Більшість істориків датують зародження по-справжньому глобальної економіки 40-ми роками XIX століття. Той період глобалізації, як і сьогоднішній, був спричинений зняттям торгових бар'єрів і різким зменшенням транспортних видатків, відкривши тим самим можливості для широкомасштабних поставок маси товарів на великі відстані. Період з 1848 до 1914 року був періодом зрушень, економічного підйому, зростання і великих сподівань [91, с.6-7].

Відомий економіст В.Бейгхот ще у 1873 р. у праці «Фінансовий світ» зазначав, що саме ефективні ринки капіталу Англії зробили можливою промисловою революцією [180]. Сама промислова революція дала потужний імпульс світовій торгівлі (рис. 1.1), поглибила міжнародний поділ праці, який посилив залежність та взаємозалежність усіх країн, що й зумовило початок формування характерних рис і економічної цілісності світу, яка до того часу перебувала у зародковому стані. Більш чіткішою стає спеціалізація окремих країн і регіонів [92].

На рубежі XIX – XX ст. світове господарство сформувалося як цілісна система, що включала машинну індустрію, яка усунула попередню відокремленість окремих країн, сучасний транспорт і світовий ринок, який виник ще в епоху Великих географічних відкриттів, але лише на початку 1900-х років ця система дійсно охопила весь світ. З кінця XIX ст. світ починає існувати як система [81, с. 77]. На межі XIX – XX ст. він став глобальним. В кінці XIX ст. сформувалась система глобального ринково-підприємницького господарства. Свого розквіту ця система досягла до 1910 року. «Подем нашої діяльності є весь світ» – таким був девіз найбільших міжнародних транспортних і промислових компаній. Сформувалася глобальна енергетична інтеграція: Англія вивозила вугілля в половину країн світу. Світ був відкритий для комерсантів і мандрівників. Серпень 1914 року був завершенням так званої епохи «Рах Britannica». Цей етап одержав назву структурної глобалізації (датують його серединою XIX ст. – 80-ми роками XX ст.). Пов'язаний він з економічним поділом світу, розпадом світового господарства на протилежні системи та їх протистоянням.

% до ВВП

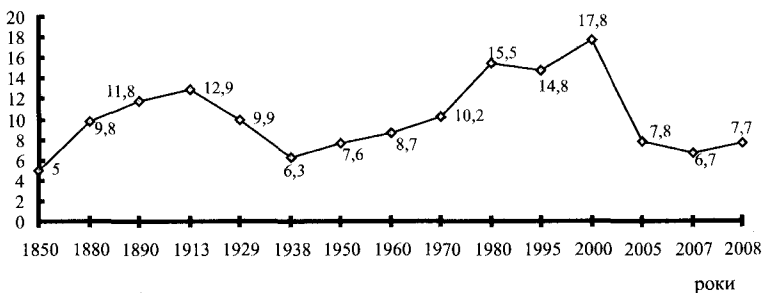


Рис.1.1 Експорт товарів з розвинених країн у процентах до їх ВВП
Джерело: [92, с.56; 216; 250]

На сучасному етапі спостерігається так звана послідовна форма глобалізації, що розвивається в умовах єдиного ринкового характеру світової економіки. Даний об'єктивний процес є важливою ознакою постіндустріальної парадигми розвитку. Але існує й інший підхід, за яким розвиток глобалізації пов'язується з межею ХХ-ХХІ століття, у якій найбільш інтенсивно розвивалися процеси інтеграції, спеціалізації, кооперації; з'являються новітні технології, розширюється світовий фінансовий простір та поглиблюються світогосподарські зв'язки. Основними параметрами сучасної глобалізації визначаються: економічна взаємозалежність, поглиблення міжнародного поділу і кооперації праці; інформаційна глобалізація, взаємозалежність, що пов'язана з проблемами безпеки і т.д. [92].

У середині ХХ століття «перші глобалісти» Флехтхайм О.К., Юнг Р., Сартр Ж.-П., де Жовенель стверджували, що фундаментальні технологічні зміни ведуть людство у напрямі до світової інтеграції і взаємозалежності. Ними були розроблені правила і закони світової спільноти, світової культури, а також засади майбутньої світової держави, спроможної управляти зростаючим рівнем взаємозалежності [159]. Щоправда багато глобалістів ставить під сумнів роль самої суверенної національної держави як суб'єкта міжнародних відносин і стверджують, що національна держава перетвориться у пережиток минулого. Р.О'Брайєн у книзі «Глобальна фінансова інтеграція. Кінець географії» пише: «Нація робиться недоречною, хоча вона ще й існує. Чим ближче ми підходимо до глобального інтегрального цілого, тим ближче ми до кінця географії» [221, с. 5].

Вперше про економічну глобалізацію заговорили в США. Зокрема, вжив цей термін Т.Левітт у статті, опублікованій в «Harvard business review» в 1983 році, охарактеризувавши ним «феномен злиття ринків окремих продуктів, які виробляються потужними міжнародними фірмами» [215]. Таке визначення, фактично, заклало методологічні основи теоретичної інтерпретації нового явища. Однак дискусії цим визначенням не припинилися, так вчені США Ч.Ен і Б.Реснік, дискутуючи з приводу етимології глобалізації, зазначають, що цим терміном з початку характеризували нові явища у бізнес-практиці 1980-х років [203].

Наприкінці 1990-х років спостерігається різка активізація дискусій навколо проблем глобалізації та її модифікації. Такі дискусії супроводжуються здебільшого критикою всієї концепції дерегулювання фінансової сфери у працях Дж.Бхагваті та І. Рамоне [186; 229]; Дж.Сакс та П.Кругман в свою чергу передбачали

і водночас попереджали про можливу кризу в реальному секторі економіки та небезпечності у перекосах всього інструментарію антикризових заходів і політики в цілому [211; 224].

Більш широкого значення новому терміну надали в Гарвардській школі бізнесу, а головним його поширювачем став консультант цієї школи японець К.Оме, який у 1990 році опублікував свої основні ідеї у книзі «Світ без кордонів», зазначаючи, що світова економіка віднині визначається взаємозалежністю трьох центрів (ЄС, США, Японія). Він стверджував, що економічний націоналізм окремих держав став безглуздим, у ролі ж сильних «акторів» на економічній сцені виступають «глобальні фірми». З таким категоричним твердженням не всі згодні, але тим не менш позиція Оме стала відправним пунктом будь-якої дискусії на тему глобалізації [224].

Керуючись поглядами відомого вченого О.І. Неклесси, «глобалізація» – слово, що стало настільки модним за останні роки, що досить часто є ярликом, спрощуючим і навіть затушовуючим ситуацію, яка реально склалася у суспільстві. Наукова категорія глобалізації, особливо в засобах масової інформації, часто-густо є свого роду ефемерним явищем. В сучасному виді глобалізацію характеризують як поєднання більш вільної світової торгівлі товарами і послугами та вільного руху капіталу і міграції трудових ресурсів.

Також додамо й погляди відомого науковця Г.Г. Ділігенського, який зауважує, що глобалізацію як процес доцільно розглядати через призму найбільш загальної моделі, для якої він пропонує модель не поглинання чогось одного чимось іншим, чи протистояння різних начал (наприклад, «Заходу» і «Сходу»), а модель «капучіно» чи «кривавої Мері» [9, с.37].

До відомих моделей розвитку щодо шляху глобалізації можна віднести модель Римського клубу – «Перебудова світового порядку», підготовлену Яном Тінбергеном, а також розробки Д.Форрестера і Д.Медоуза. Тоді ж і було дано відоме визначення «глобальної революції» (з першої доповіді Римського клубу, присвяченого даному феномену), за яким глобальна революція не має ідеологічної основи. Вона формується під впливом геостратегічних потрясінь, соціальних, технологічних, культурних і етнічних факторів, поєднання яких веде у невідомість [92, с.58]

Сама ідея уже сучасної форми глобалізації економіки – поступового стирання економічних меж між країнами, в результаті якого світова економіка зрештою уподібнилася б економіці єдиної держави – виникла останні три десятиліття тому. Упродовж

десятиліть у світовому економічному середовищі проходили значні зміни. У 1950-х роках промислові корпорації були зайняті проблемою відтворення внутрішніх ринків. У 60-х роках процес глобалізації почав розвиватися на основі інтернаціоналізації виробництва, капіталу і збуту в товарній сфері, в першу чергу в рамках тріади Америка-Європа-Азія. У ці роки фірми, задіяні у сфері виробництва та торгівлі, стали розширюватись під впливом швидко зростаючої міжнародної торгівлі і зарубіжних ринків. Британський журнал «The Economist» зауважує, що в шістдесятих роках кожна велика фірма США говорила про те, що вона «багатонаціональна». У 70-х роках підприємства різних форм організації бізнесу стали багатонаціональними, вкладаючи кошти у виробничі потужності та постійно діючи у міжнародному просторі на розподільчих центрах. Мультинаціональна чи багатонаціональна за структурою власності і капіталу компанія переходить у новий тип наднаціонального чи транснаціонального суб'єкта [117, с. 629 – 631].

Швидке зростання світової торгівлі та міжнародних потоків капіталу, починаючи з 80-х років стало причиною того, що багато великих фінансових фірм, а також фірми, зайняті у виробництві та торгівлі, почали стрімке розширення своєї діяльності. Як зазначає журнал «The Economist», «... у вісімдесятих роках «глобалізація» стала розповсюдженим науковим висловом, на якому базувались тисячі різних стратегій». «Глобальні стратегії заради прибутку» – таким був лозунг того періоду [175, с.2]. В основі цієї глобалізації бізнесу і фінансів лежало:

- досягнення технічного прогресу (комп'ютери, комп'ютерні технології, телекомунікації);

- скорочення обсягів втручання держави в економіку і фінанси у таких промислово розвинених країнах, як США, Велика Британія, Японія;

- зростання міжнародних потоків капіталу та перелив його з великою легкістю (банківські позики, міжнародні облігації і портфельні капіталовкладення інвестиційних фондів відкритого типу зростали досить інтенсивно) [175, с.3].

У 90-ті роки ці зміни ставлять вже нові завдання перед урядами, корпораціями, підприємствами, фінансовими інститутами і міжнародними організаціями, змінюється парадигма самого світового фінансового середовища. Економіка глобалізується внаслідок виникнення нових форм конкуренції, коли зростаюча кількість суб'єктів світогосподарських зв'язків не має певної державної належності. Глобалізація стає постійно діючим фактором

як міжнародного економічного середовища, так і внутрішньодержавного економічного життя [92].

Вищезазначене дає можливість з'ясувати особливості сучасної глобалізації, оскільки сучасний процес інтеграції національних економік в єдине світове господарство, як зазначає знаний вчений нашої країни Луцишин З.О., має низку відмінностей у порівнянні з тим, що відбулося в минулому: перш за все, велика частина світу не брала участі в глобальній економіці початку ХХ століття. Не лише розвинуті, але і країни, що розвиваються, проводять ринкові реформи; друга відмінність полягає у тому, що якщо в ХІХ столітті глобалізація була викликана скороченням транспортних видатків, то на сьогодні вона зумовлена зниженням вартості засобів зв'язку. Затрати на обчислювальні потужності комп'ютерів знижуються в середньому на 30% в рік у реальному виразі за останні декілька десятиліть. Дешева й ефективна мережа комунікацій дозволяла фірмам розміщувати різноманітні складові виробничого процесу у різних країнах, зберігаючи при цьому тісні контакти. Сучасна інформаційна технологія також зменшила необхідність фізичних контактів між виробниками та споживачами і дозволила деяким послугам, які раніше неможливо було продати на міжнародних ринках, стати об'єктом торгівлі. Третя відмінність полягає у тому, що хоча чистий оборот світового капіталу може бути меншим, ніж у минулому, валові міжнародні фінансові потоки стали набагато більшими [92, с. 62 – 64].

Фінансова взаємозалежність національних економік розвивалася поступово на тлі подальшого поглиблення поділу праці, прискорення НТП. Сировинні ресурси були глобалізовані першими вже в 1960-х роках, за ними валюти, похідні фінансово-валютні інструменти, цінні папери та індекси. Ринки, що розвиваються або формуються (*emerging markets*), незважаючи на виникаючі валютно-фінансові кризи, в довгостроковій перспективі вважаються важливою інтегрованою частиною глобалізованого фінансового світу [250].

Важливим фактором, який стимулював глобалізацію світової економіки став Уругвайський раунд 1994 року, який значно знизив торгові бар'єри та розширив лібералізацію торгівлі послугами, інтелектуальною власністю, сільськогосподарськими товарами, а також текстилем, встановивши в такий спосіб нові «правила гри» Світової організації торгівлі (СОТ). Прийняття єдиних правил у сфері регулювання банківських та фінансових операцій було таким же значним чинником розвитку торгівлі, як і ство-

рення всесвітньої мережі Інтернет та впровадження міжнародного стандарту продуктів ISO 9000 [37, с. 18].

Ще однією суттєвою обставиною, як слушно зауважує професор З.О.Луцишин, є те, що глобалізація сьогодні супроводжується регіоналізацією економічної діяльності, яку часто-густо вважають гальмом, супротивом, антагоністом глобалізації, чи глобалізацією в обмежених масштабах, яка охоплює групу країн, що утворюють об'єднання, в яких відбувається більша чи менша лібералізація торгівлі, руху капіталу і людей в рамках відповідного інтеграційного угруповання [141, с. 63].

Процес регіоналізації економіки, як відзначає З.О.Луцишин, дещо уповільнює широкомасштабну глобалізацію, але це є невід'ємною і логічною фазою глобальності саме на цьому витку розвитку, а наступним уже буде об'єднання між міжрегіональними глобальними угрупованнями. Ідея регіоналізації в умовах глобалізації передбачає поділ світу на окремі конгломеративні регіони зі свого роду регіональними адміністраціями, фінансово-банківською інтегральною сіткою, яка взаємодіє із світовою трансрегіональною локальною фінансово-кредитною мережею, регіональним бюджетом, моновалютою, спільним управлінням ресурсами регіону і ресурсами планети на основі полілатерального принципу.

Регіон є меншою моделлю світу, і саме тут можна швидше досягнути інтернаціоналізації, інтеграції, лібералізації, уніфікації, не зазіхаючи на національну самобутність, виявити труднощі, протиріччя, суперечки, неприйнятні кроки, і аж тоді переходити до вищого щабля у глобальному світі, уже співпрацюючи із укрупненими світовими регіонами-полісами. Мова йде звісно про комунітарні механізми та принципи у валютно-фінансових системах регіональних угруповань. Такий факт вкотре доводить, що процес глобалізації не є щось авторитарне, а історичний щабель розвитку цивілізації, суспільства – його об'єктивна реальність. Так, у деяких сферах і у валютній, зокрема, така регіональність у формі зональності повинна бути збережена, оскільки світ не готовий ще до єдиної (моновалютної) системи (яскравим прикладом цього є функціонування євро в рамках регіонального угруповання – Європейського Союзу). Світ в цілому швидше рухається до свого роду «нового регіоналізму», просто один з «нових регіонів» носить транснаціональний характер і розповсюдив свій вплив на всю планету. Однак цей процес все ж таки далеко не тотожний реальній універсалізації глобальної спільноти [92, с. 66].

На сучасному етапі розвитку валютної регіоналізації, ЄС не проявляє цілковитої єдності. Про такі спільні валюти (мова не йде

про звичне явище доларизації), а власне колективні, на кшталт євро, заявив азійський регіон у 2005 році та Африканський Союз (Асоціація центральних банків 53 країн Африки) ще у 2003 році, останній щоправда, поки що про наміри ввести до 2021 року єдину для всього континенту валюту А Азійський банк розвитку (АБР) у 2005 р. прийняв рішення з часом ввести «азійську валютну одиницю» (АСУ), яка відобразатиме котирування грошових одиниць 13-ти країн регіону. Згодом вона, можливо, перетвориться на азійський аналог євро. З березня 2006 р. АСУ використовується як індикатор коливань регіональних валют щодо долара США, євро та інших вільно конвертованих валют (ВКВ), оскільки АСУ репрезентує собою середнє значення цінності валют Китаю, Південної Кореї, Японії і 10-ти країн АСЕАН. При формуванні АСУ враховуються такі фактори: розмір ВВП кожної країни, обсяг зовнішньої торгівлі, ступінь участі (питому вагу) її валюти у міжнародних розрахунках.

І такі процеси на сьогоднішній день не є простою мрією чи чимось нереальним, особливо на тлі останньої іпотечної кризи США, знецінення долара, а особливо про відмову спершу низки арабських країн приймати в оплату послуг долари США, а потім відмовою у травні 2008 р. Ірану здійснювати розрахунки за нафтовими контрактами у нафтодоларах. Оплата проводиться у євро або єнах.

Як кожне нове явище глобалізація має як своїх прихильників, які розглядають її як благо, так і своїх критиків, які дотримуються більш песимістичної точки зору.

Критики, крім іншого, стурбовані зростаючим впливом фінансових ринків, здатних спричинити економічний хаос (як це було під час Європейської валютної кризи у 1992-1993 рр., у Мексиці 1994-1995 рр. [92]. Це ж стосується і криз в Південно-Східній Азії у 1997 році та іпотечної кризи в США у 2007 році). Ймовірність фінансових криз, які супроводжуються ланцюговою реакцією, і значною паралельністю подій на глобальних фінансових ринках у майбутньому зростає через появу і посилення ролі і значущості нових фінансових інструментів і нових гравців на міжнародних фінансових ринках. Починаючи з 1990 року спреди по облігаціях країн з ринками, що формуються, за невеликим винятком мали тенденцію до одночасних змін (рис. 1.2).

Така стурбованість була висловлена ще Дж. Кейнсом, коли він зауважував, що роль фінансового сектору є не лише позитивною [209]. В наслідок краху біржі у 1929 році Кейнс наголошував на потенційно негативному впливі спекуляції на фінансово-

му ринку на реальну економіку і таким чином вже у 1930-х рр. розпочав дискусію, яка й досі актуальна. Мова йде про питання, яким чином значні темпи зростання фінансових ринків і спекуляції впливають на економіку та які аспекти зв'язку між реальним і фінансовим секторами є суттєвими [188].

Як зауважує відомий російський дослідник В.Іноземцев [68], глобальної економіки сьогодні не існує; просто є господарська система, в якій економічний і соціальний розвиток більшої частини людства жорстко обумовлений прогресом постіндустріального світу і його спроможністю впливати на хід подій в інших регіонах планети.

Безумовно, господарські та інформаційні зв'язки стають все більш інтенсивними і різноманітними, однак, їх значення в рамках різних соціально-економічних систем залишається діаметрально протилежним. В середині постіндустріального світу глобальні тенденції ведуть у кінцевому результаті до зближення рівнів розвитку окремих країн і жорсткого протистояння їх з рештою світу. У світовому ж масштабі кожний новий прояв «глобалізації» стає черговою сходинкою до формування однополюсного світу, в якому глобальним значенням може володіти лише його центр, його постіндустріальна складова – архітектонічна вершина сформованої глобальної фінансової системи [92].

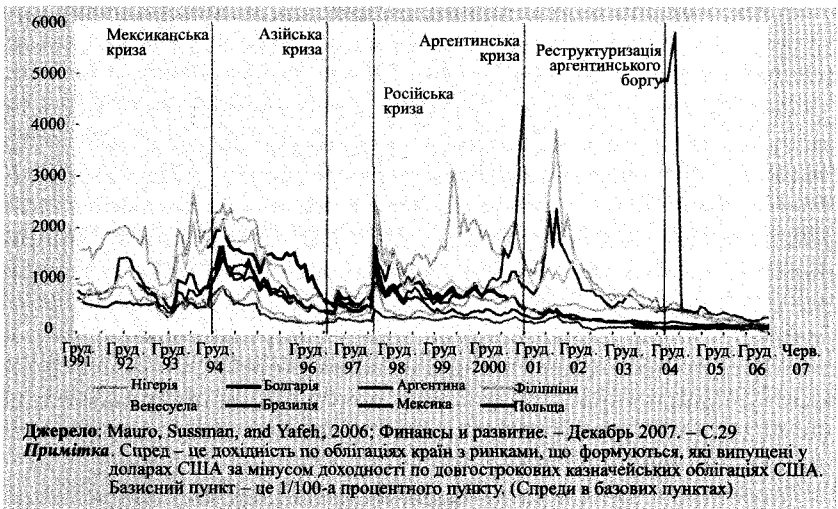


Рис.1.2 Взаємозв'язок нестабільності світової валютної системи та активізації ринку фінансових інструментів.

Так само слушним є твердження З.О.Луцишин, що не останню роль у сучасній хаотичності, неврівноваженості та нестійкості відіграє відсутність повноцінної світової фінансової системи та вільне, часто науково необґрунтоване, без належного глибинного фахового підходу вживання терміну «світова фінансова система» [92, с. 77]. Цей термін, як зазначає вона, досить легко увійшов у науковий обіг, однак юридично світова фінансова система насправді ніколи, ніким і ніде не була оформлена [149, с. 167].

Справедливим і доцільним є твердження професора В.Андрущенка, що «якщо фінансова практика має справу з фактами, тобто платежами, фондами, грошовими операціями, зумовленими існуванням і діяльністю держави, то фінансова думка віддзеркалює певний тип ментальності та оперує науково-теоретичними уявленнями про фінанси». І не зайвим є знати, що «наукова думка – не лише сума знань, але й процес історично, ідейно, методологічно, теоретично зумовлених способів їх одержання, що має за мету пошук істини й забезпечення успішного функціонування фінансової системи» [12, с. 5].

Динаміку глобалізації світових фінансових ринків розвинутих країн можна прослідкувати за даними табл. 1.1.

Таблиця 1.1

Глобалізація світових фінансових ринків індустріально розвинутих країн, \$ млрд.

	1981	1985	1990	1991	1992	1995	2000	2005	2010*	2015*
Портфельні інвестиції										
експорт	30,5	117,4	152,6	273,8	254,4	290,0	769,5	677,6	–	–
імпорт	50,9	152,8	155,4	377,3	313,4	396,2	1095,3	985,5	–	–
Прямі інвестиції										
експорт	49,2	56,1	207,5	173,4	149,7	272,3	750,1	317,2	307,8	320,0
імпорт	41,0	35,2	160,1	110,4	89,6	57,7	92,3	142,8	212,2	300,0
Обсяг міжнародного банківського кредиту	1040,0	1530,0	3530,0	3610,0	3870,0	4200,0	10650,0	13000,0	15000,0	21000,0
Обсяг міжнародних валютних операцій (день)	60'	206''	663'''	800	967	1300,0	1150,0	–	–	–

* – прогноз.

Джерело: [88].

Найсуттєвіше глобалізацію відчувають фінансові ринки, які стали чи не найважливішим елементом світової економіки. Інте-

грований та інтегральний світовий фінансовий сектор сьогодні є нічим іншим, як глобальною системою акумулювання фінансових ресурсів з розподілом та перерозподілом між світовими господарюючими суб'єктами на принципах конкуренції, яка також набула глобального характеру. Глобалізація фінансових ринків впливає на розвиток, оскільки фінанси відіграють важливу роль в економічному зростанні та індустріалізації, постіндустріалізації та становлення інформаційного суспільства. Тенденція до глобалізації особливо стала відчутною з середини 1980-х років, зокрема у сфері фінансів. Табл. 1.1 показує еволюцію деяких показників, що характеризують дані процеси у ретроспективі [88].

Глобалізація фінансових ринків, що має сьогодні революційні за своїм ефектом наслідки не тільки для світових фінансових ринків в цілому, але і для міжнародних інвесторів і для позичальників капіталу, ґрунтується на глобалізації у галузі товарних потоків. Промисловість відіграла провідну роль по відношенню до фінансової сфери. Наприкінці ХХ ст. близько 40 тисяч різних мультинаціональних підприємств оптимізували, перш за все, свої витрати і свою близькість до ринків збуту у відповідності з глобальною стратегією. Сумарний оборот таких підприємств відповідає приблизно ВВП США [198]. Проте в сучасній світовій економіці торгівля поступилася лідерством валютно-кредитним і фінансовим відносинам в інтенсифікації процесу глобалізації [252]. З вищезазначеного випливає, що наприкінці ХХ – початку ХХІ ст. значно зросла мобільність капіталу та регіональна диференціація його потоків, які пов'язані з проблемою лібералізації у фінансовому регулюванні; чітко окреслився його спекулятивний характер; активізувалися реверсні тенденції та волатильність світових фінансових ринків, що зумовлюють (провокують) глобальну фінансову нестабільність.

Глобалізація фінансових ринків означає процес дуже схожий з інтернаціоналізацією і полягає в посиленні ролі міжнародних ринків з огляду здійснення операцій кредитування й запозичення резидентами різних країн. Інтернаціоналізація ж фінансових ринків означає, що характер операцій як позичальників, так і кредиторів, широка диверсифікація їх активів і пасивів по країнах і регіонах, наявність могутньої мережі представництв, філій і дочірніх організацій за кордоном вже не дозволяють відносити їх лише до країни національної приналежності. У глобальному масштабі ресурс «капітал» набув істотної мобільності. Капітал перетікає у всьому світі у напрямі до найпривабливіших і найвидніших можливостей його прикладання. Такі можливості ніко-

ли не оцінюються в абсолюті, а навпаки, завжди знаходяться в конкуренції до інших альтернатив. Фінансовий капітал, мобільніший навіть за фізичні інвестиції, перебуває у привілейованому становищі, бо може уникати обтяжливого оподаткування чи несприятливих умов регулювання та інше [92, с. 95]. Значний доробок в дослідженні транснаціоналізації капіталу у світовій економіці зроблено провідним першопроходцем з цієї проблеми О.І.Рогачем.

У 2006 році темпи глобального економічного зростання досягли майже 5,4% (у порівнянні з 4,9% у 2005 р.), продемонструвавши тим самим четвертий рік поспіль стійке зростання глобальної економіки (рис. 1.3). Окрім того, це зростання стало більш збалансованим, так як сповільнення кон'юнктури в економіці США компенсувалося зміцненням темпів зростання в інших країнах.



Рис. 1.3 Зростання реального ВВП

Джерело: [43].

В США темп зростання суттєво знизився із середнього рівня у 2,5% у другій половині 2006 року до 0,6% у першому кварталі 2007 року, головне через скорочення чистого експорту, запасів матеріальних оборотних коштів і інвестицій у житло. Економіка ж Європи за цей самий період прискорила темпи зростання. У першому кварталі 2007 року темпи приросту ВВП досягли 2,5% (річний темп, скореговано з врахуванням сезонних факторів), – майже вдвічі більше темпів 2005 року і стали найбільшим показником з 2000 року, що було зумовлене високим рівнем інвестицій і чистого експорту, тоді як видатки на споживання суттєво знизилися і через підвищення податку на додану вар-

тість у Німеччині. В Японії вже на початку 2007 р. економічна активність дещо знизилась, але темпи зростання продовжували перевищувати потенційний рівень. У країнах Азії теж спостерігалась економічна активність, перш за все через високі темпи зростання в Китаї та Індії.

Глобалізація дає комплексний ефект, комбінуючи такі фактори, як іноземний капітал, нові технології, інтеграційні можливості і вихід на світові ринки з метою прискорення економічного зростання. Одночасно глобалізація суттєво знижує всі види обмежень і протекціонізму у світовому господарстві. Вихід національних компаній за межі своїх країн, раніше типовий для ТНК, освоєння нових ринків у все більш витончених формах пристосування до конкретних умов стає правилом [92].

Тому на сучасному етапі розвитку у світовій економіці відбувається відділення капіталу, який пустив глибоке коріння в економіку, і валютно-спекулятивного, який грає на ринку цінних паперів і за своєю сутнісною природою є бігаючим капіталом. Основою видозміни природи капіталу і праці на сучасному етапі стає масове скорочення питомої ваги матеріального індустріального виробництва і розвиток постіндустріальних тенденцій. Цей капітал, що живе в економічному просторі – часі трансакцій, відірваний від матеріального виробництва за самою своєю природою і лише в кінцевому результаті зобов'язаний своїм життям капіталу, нагромадженому за століття свого панування у власне матеріальному виробництві [32]. Причому мова йде не про поодинокі (одиничне) явище (втеча капіталу була і раніше), а про системну характеристику сучасного фінансового ринку. Досить повний аналіз якісних змін у світовій фінансовій системі було зроблено у статті О.Вавілова і Г.Трофімова «Новые контуры глобальной финансовой системы». В ній автори зазначають, що які б зусилля не прикладали міжнародні фінансові органи, вони не в силі відвернути спекулятивні атаки, які можуть відчувати і країни, що розвиваються, і економічні системи високого ступеня зрілості [34].

На сучасному етапі розвитку світової економіки лише іноді відчувається стан хиткої рівноваги у валютній площині, у фінансовому секторі – системність на межі розриву, а його самодостатність та спекулятивність, фіктивний характер, стан відірваності від реальної економіки, і неможливість поєднання при цьому ефективної функціональної діяльності міжнародних фінансових інституцій доводить необхідність пошуку шляхів повернення її власне до системності – пошуку новітніх інституціональних механізмів регулювання [92].

Стихийні процеси глобалізації не перетворюють світову економіку в інтегральне ціле, а навпаки посилюють її диспропорції. Збільшується контраст між високорозвинутим центром, в якому проживає менше $\frac{1}{6}$ населення і Периферією, у якій концентрується основна маса населення всієї планети [91].

Сучасні процеси інтернаціоналізації і глобалізації призводять до зростання міжнародної мережі фінансових інститутів і корпорацій, до підвищення частки бізнесу, що припадає на іноземні країни, до більш фундаментальних якісних змін в їх системах організації, структурі інституційного забезпечення [233]. Важливими передумовами і рушійною силою глобалізації у фінансовій сфері є вільний рух капіталу, конкуренція як економічна філософія, інституційні та часткові потоки капіталу, орієнтація на вигідніші можливості вкладення капіталу порівняно з тими, що вже зроблені, пошук вигідних альтернатив та використання все більшої кількості різних фінансових продуктів.

Можна цілком погодитись з Луцишин З.О., що світова економіка на сучасному етапі інтернаціоналізації, пов'язана, перш за все, з уніфікацією певних правил гри, широкомасштабною інформатизацією, забезпеченням транспарентності економічного простору, формуванням світової комунікаційної сітки і т.д. В економіці глобалізація охоплює, перш за все, фінансову сферу. Інтернаціоналізація ж виробничих і торгових трансакцій значною мірою зв'язана з внутрішньорегіональними процесами, а також з феноменом ТНК і операціями, що здійснюються між їх філіям; сучасним процесом корпоративного злиття, поглинання [91; 131].

Домінуючою все ж залишається тенденція до світової економічної інтеграції, а отже, і до глобалізації господарського розвитку й окремих країн та світової економіки в цілому. На авансцену світового економічного життя висуваються нові дійові особи, які поряд із традиційними стають нині головними суб'єктами світогосподарських процесів. Таких нових суб'єктів вісім: міжнародні організації (МВФ, Світовий банк, СОТ, МОП, ЮНКТАД, ФАО); країни «Великої сімки» («Великої вісімки»); країни «Групи-20»; регіональні організації, яких налічується близько 60; багатонаціональні корпорації (майже 50 тис.); інституційні інвестори (пенсійні та інвестиційні фонди, страхові компанії); неурядові організації; великі міста; окремі видатні особистості (науковці – Нобелівські лауреати, університетські професори, відомі фінансисти, підприємці та ін.).

Основними наслідками глобалізації для ринково розвинених країн є зміна підходів до розробки і проведення торговельної,

промислової та конкурентної політики; зростання внутрішньо-фірмових трансакцій, яке ускладнює реалізацію економічної і податкової політики; окрім того, уряди натрапляють на труднощі електронного управління трансакціями (зв'язок зростаючого глобального ринку з географічною територією дедалі послаблюється), урядам стає важче реалізовувати соціальні програми (цілі соціального добробуту, оскільки мобільність капіталу зменшує ефективність трудового законодавства і стандарти праці) [88]. Процеси глобалізації, що розвиваються в найбільш динамічній формі в найбільш розвиненому ареалі світу, мають свої специфічні форми прояву та соціально-економічні наслідки порівняно з країнами, що розвиваються, або як їх ще називають – Периферією [89]. Нідерландський вчений Вім Вертхейм (Wim F. Wertheim) в своїй праці «Третій світ: звідки й куди? Захист держави від агресивного ринку» вважає сучасну політику Заходу стосовно країн Периферії як прояв традиційних відносин метрополій та колоній. Стратегія центру, на думку нідерландського вченого, завжди полягала в тому, щоб, зміцнюючи власну промисловість, притуплювати водночас її розвиток в країнах, що свого часу знаходилися в колоніальній залежності [90]. Такої ж точки зору дотримується знаний економіст індійського походження Раджі Котхарі. На його думку глобальні процеси, що розвиваються в сучасному світі, означають прихід нового світопорядку, перемогу капіталізму не лише над світовим комунізмом, але й над країнами Азії, Африки та Латинської Америки [210, с.38].

Можна констатувати, що погляди згаданих вище вчених на сучасні процеси глобалізації світового господарства та його наслідки для країн Периферії, можливо, дещо упереджені. В той же час не можна заперечувати того факту, що вже в останню чверть ХХ сторіччя виник цілий ряд глибоких кризових потрясінь, які свідчили про гострі дисбаланси в світовій економіці, що дошкульно вдарили по економіках країн Периферії. Диспропорції не лише не були усунуті бурхливим процесом глобалізації світової економіки, але, навпаки, були посилені, а від так набули вкрай руйнівної форми прояву [88]. Дисбаланси по рахунках поточних операцій залишалися значними (рис.1.4), у 2006 році зовнішній дефіцит США стабілізувався на рівні 6,5% ВВП, з відчутним скороченням до кінця року. У країнах-експортерах нафти і країнах Східної Азії збільшувався профіцит, а в країнах Західної Європи і європейських країнах з ринками, що формуються, а також у країнах, що розвиваються з високими темпами зростання, таких як Індія, зріс дефіцит.

Дійсно, як зазначали аналітики МВФ, світова економіка вступила в період невизначеності і потенційних труднощів [125].

Не можна не погодитися із думкою російського вченого Левшина Ф.М, що зароджена на фініші другого тисячоліття неврівноважена, синкретична і значною мірою космополітична конструкція глобального суспільства є, таким чином, продукт постмодернізаційних зусиль і спільної творчості всіх активних учасників сучасного світу. Пройшла фактично плавна зміна світового устрою. Процес нагромадження структурних зрушень і поетапного формування органічно цілісного світового господарства є нічим іншим, як економічна глобалізація, що є домінуючою складовою процесу глобалізації, який став логічним продовженням світових господарських зрушень на зламі століть [138, с.123].

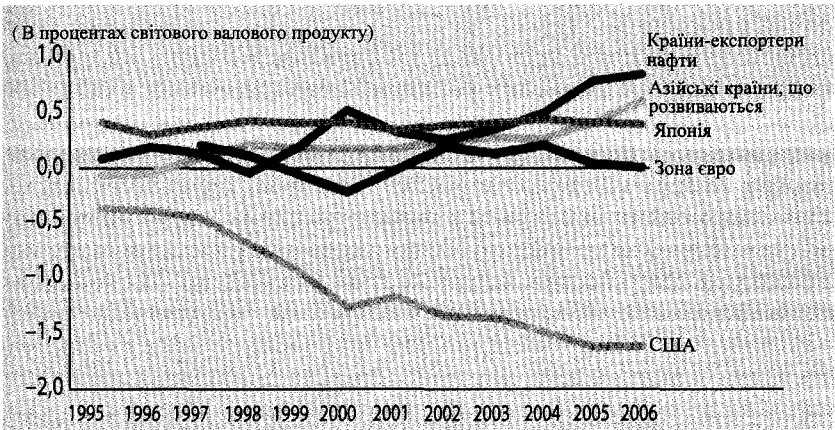


Рис. 1.4 Сальдо рахунку поточних операцій

Джерело: [163, с. 9].

Ще одним наслідком глобалізації стало те, що за останні чверть століття виникла справді світова мережа фінансових центрів і світових фінансових центрів (СФЦ). Об'єднує вона провідні СФЦ – Лондон, Нью-Йорк, Токіо, Цюрих, Франкфурт-на-Майні, Люксембург, Париж, Сянган (Гонконг), об'єднані торгові площадки. На сьогодні дещо змінилися умови формування таких центрів, і абсолютно не обов'язковим є розвинута банківська система, потужна фондова біржа, а основою є ліберальний режим фінансовий, валютний, податковий, спрощена процедура реєстрації підприємств, установ, представництв, філій і т.д. (Сінгапур, Бахрейн, ОАЕ і виникнення так званих офшорних фінансових

центрів – Кіпр, Панама, Багамські острови та ін, «фіскальні оазиси» і «податкові гавані»).

Світове господарство перетворюється на цілісну систему. Перш за все, це виражається у значному розширенні міжнародних фінансових ринків і відчутному зростанні обсягів угод на валютному ринку і ринках капіталу. Прогрес в інформаційних і телекомунікаційних технологіях, лібералізація ринків капіталу і розробка нових фінансових інструментів будуть і в подальшому стимулювати збільшення міжнародних потоків капіталу, що в свою чергу призводить до підвищення ефективності світових фінансових ринків [88]. Фінансові ринки зараз переживають те, що, за словами І.Шумпетера, називається «розрухою творення» [160]. Змінюються структура ринку, сформована у 1970-1980-ті роки, характер відносин, з'являються нові фактори, що формують попит та пропозицію [91].

Погоджуючись з думкою Л.І.Абалкіна, можна констатувати, що в ході формування світового господарства і, особливо, його глобалізації фінансовий ринок почав зливатися з валютним ринком, але більш точнішим буде цей процес охарактеризувати як зрощення, яке впливає із взаємопереплетеності та взаємопроникненості. Так, у структурі фінансового ринку поряд із численними і традиційними потоками руху капіталу, виникли принципово нові напрями його руху [8, с.123]. Поряд із капіталом, який обслуговує (безпосередньо чи опосередковано) виробництво та інші комерційні структури, з'явився капітал, здатний із грошей робити гроші. Розміри цього виду капіталу поки що не піддаються чіткій та точній оцінці з причин появи величезної кількості «кібер-грошей» та похідних фінансових інструментів [69].

Вищенаведений історико-ретроспективний аналіз розвитку глобалізаційних тенденцій валютно-фінансових відносин дозволяє стверджувати, що глобалізація, в тому числі і фінансова, не є феноменом лише останніх років. Цей глибокий, багатоетапний процес, притаманний самій суті розвитку людської цивілізації і системі їх соціально-економічних відносин. І в останні роки маємо справу лише з новим, найвищим на даний час, її етапом, тісно пов'язаним із попередніми, який характеризується виникненням багатополярного фінансового світу: з фінансовими центрами, розташованими практично на усіх материках (окрім Антарктиди), активною діяльністю транснаціональних банків, міжнародних фірм і величезними фінансовими потоками, які не знають обмежень ні в часі, ні в просторі.

1.2. Еволюція валютно-фінансових чинників міжнародного інтеграційного процесу в умовах глобальної трансформаційної кризи

Сучасна світова економіка зазнала відчутних трансформацій та модифікацій на межі тисячоліть. Регіоналізація та транснаціоналізація світогосподарських зв'язків перетворюють як на мега-, на мета-, так і на макро- і мікрорівні економічні відносини на цілісну уніфіковану систему взаємодії. Динамічний розвиток будь-якої національної економіки за сучасних умов значною мірою залежить від здатності використовувати зовнішні джерела фінансових ресурсів, ефективної участі у роботі міжнародних фінансових ринків та ринків капіталів, активної інтеграції до діючих структур кредитного сприяння.

Однак, з глобалізацією фінансових ринків пов'язані певні негативні наслідки, протиріччя, недоліки та ризики, а також зростає їх потенційна нестабільність. Негативами є зростаючий відрив потоків капіталів від потоків товарів та послуг, втрата контролю з боку центральних банків над «невловимими операціями», спекуляції глобальних учасників на регіональних ринках, можливість нецільового використання фінансових інструментів. Серед недоліків глобалізованих фінансових ринків, здатних викликати загострення ризиків (нецільове використання коштів, фінансові зловживання, валютні ризики), слід назвати, насамперед, їх активний вплив на соціально-політичну ситуацію в національно-господарських системах, що може викликати економічні кризи й поширити їх на інші країни та регіони світового ринку.

Аналізуючи розгортання сучасної світової економічної кризи можна визначити основні дестабілізуючі тенденції розвитку валютно-фінансових відносин, які стали домінантними без адекватного впровадження заходів з міжнародного регулювання й контролю: 1) утворення фінансової піраміди («мільних бульбашок»); 2) нехтування інтересами кредиторів або інвесторів у власних політичних та економічних інтересах; 3) прагнення транснаціональних фінансових груп досягти певного рівня економічної потужності та збільшити прибутки вище за рівень, що досягається в умовах вільної конкуренції [195].

З теоретичної точки зору, як справедливо зауважують українські вчені Д.Г.Лук'яненко, В.Є.Новицький та О.В.Плотніков [112; 124; 152], безумовний інтерес становлять складні коре-

ляційні зв'язки між функціями руху фінансових ресурсів та міжнародної торгівлі. Якщо говорити про еволюційний вплив з боку фінансів, що переміщуються з однієї країни до іншої, то можна казати про такі два принципові результуючі наслідки. По-перше, міграція фінансових ресурсів, перш за все, у вигляді інвестованого капіталу як своєрідна альтернатива міжнародних товарообмінних відносин об'єктивно зменшує субстанцію міжгалузевої торгівлі. Але до такого наслідку опосередковано може призвести і рух фінансових ресурсів у вигляді переміщення кредитних ресурсів при проведенні реципієнтом активної промислової політики та використання кредитного потенціалу для реального сектору. І по-друге, рух фінансових активів щодо торгівлі виступає активним структуроутворюючим фактором. Це відбувається тому, що розширюється простір для внутрішньогалузевої торгівлі, оскільки сам факт руху фінансово-капітальних активів означає можливість кращої насиченості капіталодефіцитних галузей країн-реципієнтів. Окрім того слід врахувати і мікроекономічну логіку конкретних інвесторів, які, хоча і можуть вдатися до галузевої диверсифікації своєї виробничої діяльності, все ж таки, більш вірогідно, вкладатимуть гроші в «свої», тобто традиційні для їхньої підприємницької діяльності галузі. Важливим є те, що для країн-реципієнтів приплив капіталу означає кращу забезпеченість традиційними факторами виробництва, які у порівнянні з власними – національними за походженням фінансовими ресурсами, виступають у ролі відносно надлишкових.

Кінець ХХ-го століття ознаменувався такими явищами у міжнародних фінансах, що заслужили назву «фінансової революції». По-перше, у підприємств з'явився канал фінансування незалежний від банківських кредитів. Вони могли запозичити гроші на відкритому ринку по каналах небанківських фінансових інститутів. Характерно, що інвестор/кредитор при цьому більше цікавився не кредитною історією підприємства, а його ринковими перспективами і валютною політикою країни, у якій воно працювало. По-друге, центральні банки вразила криза, і їм тепер уже не вистачало традиційних інструментів для боротьби з інфляцією й фінансовою нестабільністю, оскільки фінансова ліквідність стала потрапляти в господарський оборот каналами, які вони не могли ефективно контролювати [88, с. 190].

У результаті такої «фінансової революції» грошова маса може швидко змінюватися під впливом очікувань ринку при

стабільних фундаментальних показниках економіки. Біржові крахи і фінансові спекуляції окремих міжнародних гравців стають самостійними факторами нестабільності грошової системи. За цих умов спроби пристосувати політику до коливань валютного курсу нагадують «постійну зміну перешкод на кожній лунці при грі в гольф» [241]. Але відзначимо й позитивні ефекти даних глобальних процесів. Особливо, як слушно зауважує З.О.Луцишин, вони мали прояв у тому, що для країн-реципієнтів капіталу з'явилась можливість мобілізації таких ресурсів у двох принципово відмінних сферах: у сфері інвестицій, в якій грошово-платіжні, кредитно-інвестиційні засоби виступають як капітали, та в сфері соціальної для розв'язання нагальних проблем національного розвитку та поточного добробуту. Водночас усе це сприяє і міжнародній фінансовій інтеграції, яка є власне другим аспектом фінансової революції [92, с. 142].

У вузькому розумінні фінансову інтеграцію характеризують як процес гармонізації і уніфікації податкових систем, бюджетної класифікації, бюджетного процесу, державних видатків, системи контролю з боку центральних банків за діяльністю комерційних банків, яка проводиться з метою більшої координації політики держав, що входять в регіональні угруповання [130, с. 360]. У широкому розумінні на рівні світового господарства чи так званого «global village» фінансову інтеграцію можна окреслити як процес уніфікації фінансових послуг, банківських операцій; лібералізації митних процедур; уніфікації системи координування через міжнародні фінансово-кредитні установи; електронну систему платіжних засобів; рух до світової валютної системи з єдиними світовими грішми крізь призму моно євровалюти, бі- та трілатеральної (квадралатеральної) площинної сучасної валютної системи [91].

Процеси фінансової глобалізації розвивались в умовах економічної інтеграції, яка інтенсивно набувала руху протягом другої половини ХХ століття. Однак багато елементів фінансової глобалізації виникли як результат розвитку власне фінансової сфери: зростання вільних грошових капіталів і їх переміщення між країнами, поява нових фінансових інструментів, утворення колективних валют [89].

Парадоксом у світовій економічній глобалізації є те, що фінансова глобалізація (глобальний фінансовий сектор) існує і проявила себе уже постфактум, не будучи при цьому суцільно

інтегрованою. Фінансова глобалізація передує процесу фінансової інтеграції за змістом, широкомасштабністю охоплення та площинністю дії, але за формою і за глибинністю фінансових механізмів процеси міняються місцями. Характерною ознакою економічного прогресу в ХХ ст. є більш швидке зростання зовнішньої торгівлі у порівнянні з обсягом виробництва. Технічний прогрес, зростання потреб, перш за все, у передових країнах, нові форми організації виробництва перетворюють зовнішню торгівлю в необхідну умову існування і розвитку національної економіки [92, с.234–235].

За рівнем глобалізації саме фінансова сфера на сучасному етапі випереджає всі сфери реальної економіки. Найважливіші фактори фінансової глобалізації впливають на учасників ринку: банки, фінансові компанії, біржі, уряди, банківські установи, центральні банки, вчених, засоби масової інформації (ЗМІ), позичальників, інвесторів, а також тих, хто виробляє, продукує і обслуговує засоби інформаційних технологій. Завдяки інформаційним технологіям (ІТ) виник банківський бізнес, що не має кордонів [91]. Технічні вдосконалення та новації у сфері електронного зв'язку знизили вартість проведення міжнародних трансакцій. Електронні платежі витіснили чеки як головний засіб платежу. Інформаційна революція на базі мікроелектроніки викликала перетворення широкого спектра банківських послуг, дала змогу ефективно впроваджувати новітні фінансові інструменти та забезпечити транснаціональний характер банківської діяльності.

Радикальні зміни в банківській сфері в останній третині ХХ ст., що виявилися в посиленні концентрації й централізації банківського капіталу, поглибленні інтеграційних тенденцій, дещо нетрадиційне для минулого століття об'єднання потужностей західноєвропейських та північноамериканських бірж на тлі укрупнення капіталів, як справедливо зазначає Н.Кравчук [79], призвели до утворення єдиної світової фінансової системи. У результаті географічна експансія банків вийшла далеко за межі окремих країн, а провідні банки світу перетворилися на потужні універсальні конгломерати, які ведуть жорстку боротьбу за клієнтів по всьому світу. До початку ХХІ ст. сформувалася розгалужена, багатфункціональна система ТНБ і надпотужних транскордонних фондових бірж, що забезпечують основні потреби транснаціонального капіталу і служать інституційною базою функціонування світових фінансових ринків. І що найваж-

лівіше – ця, за влучним висловлюванням відомого економіста М.Фрідмена, «неприборкана інтеграція ринків, націй-держав і технологій» – спонукає по-новому оцінити взаємозалежність окремих країн, їхню конкурентоспроможність та здатність адаптуватися до нових викликів фінансової глобалізації, визначальними домінантами якої є вільний рух капіталу, бурхливе зростання транскордонної мобільності фінансових потоків, консолідація глобальної банківської галузі, а упродовж останніх років фінансових ринків і фондових бірж у глобальну фінансову архітектуру [169].

Аналітики вважають, що саме зараз настає час масштабних транснаціональних угод про злиття та приєднання, мова про які ведеться ще відтоді, як у провідних розвинутих країн світу (перш за все у США та країнах Західної Європи) активізувалися процеси фінансової консолідації у банківській сфері. І цілковито можна погодитися із Н.Кравчук, що це далеко «не безпідставно, оскільки на сучасному етапі глобалізації фінансова консолідація – це не лише предмет абстрактного наукового інтересу, але й явище вагомої практичної цінності» [72].

Фінансова глобалізація – складний і суперечливий процес. Вона сприяє не лише прискоренню економічного розвитку, але й збільшує ризики міжнародних фінансових операцій, значно розширює сферу впливу локальних фінансових криз [89].

Власне лібералізація міжнародних валютно-кредитних відносин і фінансових ринків і стала наступним чинником глобалізації сучасного фінансового середовища. Міжнародні фінансові відносини розвиваються і під впливом змін у самих фінансах. Частка фінансових послуг у складі світової зовнішньої торгівлі швидко збільшується. З'являються нові види фінансових послуг і фінансових інструментів. Фінансові зв'язки між державами диференціюються і ускладнюються. Фінансові аспекти відтворення за останні десятиліття значно посилили свій вплив [92]. Це спричинило зростання капіталізації – вартості компаній, чиї акції обертаються на фондових біржах. Рівень капіталізації стає важливим показником всієї фінансової глобалізації, а регулювання фондових ринків – однією з проблем фінансової глобалізації в умовах поглиблення міжнародної інтеграції у валютно-фінансовій сфері [91, с. 7].

Водночас у фінансовій глобалізації найвиразніше проявляються протиріччя глобалізаційних процесів. Фінансова глоба-

лізація збільшує ризики фінансових операцій та створює умови для переносу локальних криз з однієї чи групи країн в інші. Це зумовлено взаємопов'язаністю країн, що мають стабільні фінансові відносини, а також сучасними комунікаційними технологіями, здатними прискорити та спростити процес переливу капіталу з країни в країну. Одна з негативних рис фінансової глобалізації пов'язана з безконтрольністю глобального переміщення величезних коштів, що зумовило кризу в Південно-Східній Азії (1997) та її поширення у Росію (1998) і Бразилію (1999), іпотечну кризу США (2007-2009 рр.).

Один з позитивних результатів останніх криз полягає в тому, що вони остаточно розсіяли ілюзії з приводу існування простих рішень міжнародних макроекономічних і фінансових проблем. Виникнення криз і їх розповсюдження наочно показали, що досягнення деяких добре відомих політичних компромісів, необхідних для успішного існування відкритих економік, стали більш важкими.

Базова «трилема» макроекономічної політики для відкритої економіки припускає досягнення трьох складових стратегічної (комплексної) мети: забезпечення незалежності монетарної політики, стабільність обмінного курсу і вільне переміщення капіталу. При цьому кожна окрема країна може одночасно досягти тільки двох з них. І оскільки країни, що розвиваються, мають менше можливостей для зміни умов торгівлі, підтримка курсу вітчизняної валюти є для них бажанішим з погляду обмеження інфляційних очікувань, ніж для промислово розвинутих країн.

З причини виникнення фінансових криз стає важливою проблема вибору валютного режиму. Щоб мінімізувати ризики, необхідно:

- забезпечити «прозорість». Кризи в країнах, що розвиваються, стали багато в чому результатом «розбухання мильної бульбашки» в їх економіках. Іноземні банки позичали місцевим компаніям значні кошти без розуміння та урахування можливих ризиків, і забирали свої гроші, коли з'ясовували, що реальні ризики більше очікуваних. Ця вимога передбачає надання повнішої фінансової інформації;

- організація кредитних ліній. Спеціальні кредитні лінії збільшують національні валютні резерви під час фінансової кризи. Сутність полягає в тому, що вже сама домовленість про кредити може зробити їх непотрібними: до тих пір, поки спекулянти знають, що країна може отримати необхідні кредити навіть у разі

значного впливу капіталу, вони не розраховуватимуть на те, що їх атаки приведуть до раптової девальвації;

- підвищення частки іноземних коштів, що залучаються, направляються на придбання акцій вітчизняних компаній. Якби країни, що розвиваються та трансформуються, отримували велику частку коштів (фінансових засобів), що надходили з-за кордону, у вигляді портфельних або прямих інвестицій, а не у вигляді звичайних запозичень, то вірогідність дефолту була б понижена. В результаті виплати, здійснювані країною іноземним інвесторам, залежали б від її економічних успіхів і автоматично скорочувалися б у разі падіння виробництва [157, с. 7].

Інші пропозиції виходять з того, що іноді країни виявляються не в змозі повертати борги, і тому до них повинна застосовуватися спеціальна процедура банкрутства, аналогічна процедурі банкрутства приватної компанії, реструктуризації за лінією Паризького та Лондонського клубу кредиторів (припинення розрахунків, переговори про надання відстрочення по боргах і їх часткове списання).

Під час будь-якої фінансової кризи відбувається певна переоцінка цінностей, але діапазон поточних публічних дебатів з цих питань дуже вузький. Більшість суперечок з приводу майбутньої фінансової архітектури концентруватимуться навколо менш радикальних заходів, здатних реалізувати решту варіантів вибору менш хворобливими способами. Поки ж основоположна доктрина функціонування фінансових ринків не змінюється. Але навіть якщо вдається зменшити втручання в ринкові механізми, метою залишається наведення ринкової дисципліни.

Яскравим прикладом регіонального контролю стало створення Європейського валютного союзу. Країни, що входять в нього, пішли на часткову відмову від національних валют і використання євро при проведенні внутрішніх платежів. На думку Мішеля Рокара, члена Європарламенту і экс-прем'єр-міністра Франції, об'єднана Європа, що має достатню вагу і ресурси, може уберегти регіон від економічної дезінтеграції. З причини того, що багатим країнам загрожує нестабільність, а бідні, в основному, виявляються наодинці самі з собою.

Неврівноваженість, відірваність світового руху капіталів від реального сектора суспільного відтворення спотворила системний характер управління ризиками у зовнішньоекономічній діяльності. Такі відомі фінансові інструменти, як ф'ючерси та опціони, доповнюються деривативами (цінними паперами та

зобов'язаннями, похідними від інших цінних паперів), що відкривало широкі можливості для спекуляцій на зміні курсів валют, акцій та інших фінансових активів, посилило елементи нестабільності та призвело до серйозних наслідків для світової фінансової системи.

Однак фінансова глобалізація має й позитивні риси: зменшення циклічних коливань для глобалізованих країн; ефективність спільної економічної політики; можливість користуватися бюджетними фондами – приклад країн-членів ЄС для вирівнювання економічного розвитку та реструктуризації відсталих секторів економіки (останній приклад – Греція у 2010 р.); підтримка національної валюти заходами спільної монетарної політики; зменшення податкових та митних бар'єрів; полегшені можливості у створенні філіалів [89]. Особливий аспект глобалізації – глобалізація інвестиційних проектів – розширює сферу лібералізації в економіці, інтенсифікує всі форми економічних зв'язків між країнами, що, у свою чергу, є поштовхом до розвитку їхніх економік [92].

Залучення фінансових ресурсів на міжнародних ринках капіталу, використання сучасних механізмів довгострокового кредитування, рефінансування боргових зобов'язань, здійснення сучасних розрахунково-кредитних, факторингових та лізингових операцій у сфері розбудови інфраструктури, фінансування цільових програм сталого розвитку вимагає, з одного боку, узгодження спільних економічних і політичних цілей, а також правил управління ризиками, капіталом, активами та зобов'язаннями, а з іншого – активізація інтеграційних процесів у валютно-фінансовій сфері є необхідною передумовою економічного зростання (рис. 1.5).

Ще одним аспектом фінансової глобалізації є валютно-фінансові відносини в інтеграційному процесі. Глобалізація, сприяючи поглибленню товарно-грошових відносин, уможливорює утворення валютних курсів переважно з використанням ринкового фактора – валютний курс визначається співвідношенням попиту й пропозиції на світових валютних ринках. Проте фактор невизначеності та ризикованості, властивий глобалізаційним процесам загалом та фінансовій глобалізації зокрема, найдинамічніше проявляється саме у сфері валютних відносин.

Фактори, що впливають на визначення валютного курсу, можна розділити на два види – внутрішні структурні та зовнішні міжнародні.

**ВЗАЄМОДІЯ ВАЛЮТНО-ФІНАНСОВОЇ СИСТЕМИ
ТА ГОСПОДАРЬКОГО ЗРОСТАННЯ В УМОВАХ
МІЖНАРОДНОЇ ЕКОНОМІЧНОЇ ІНТЕГРАЦІЇ**

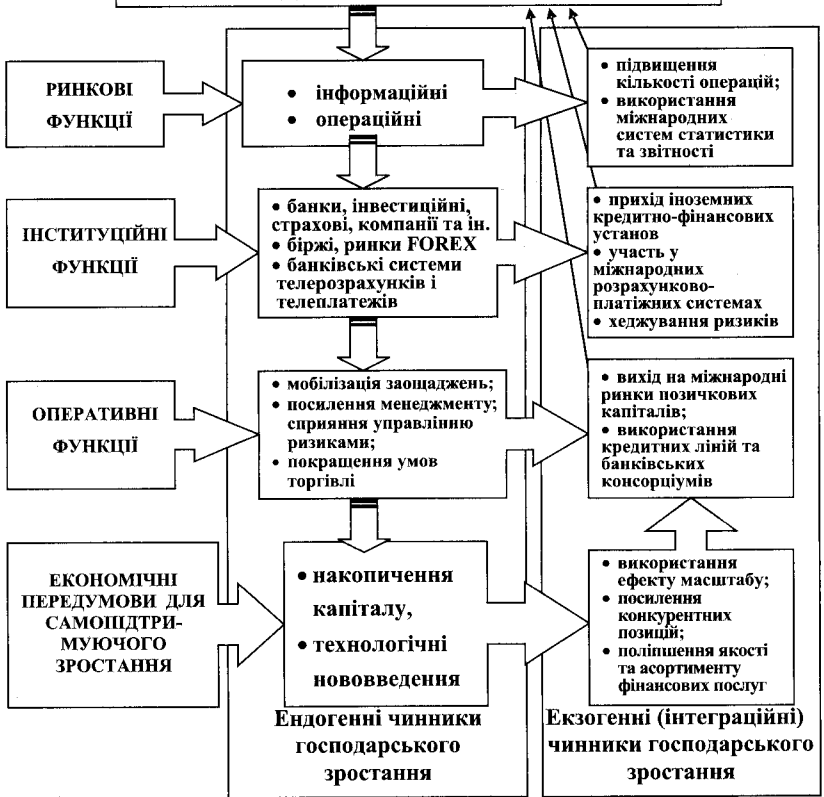


Рис. 1.5. Валютно-фінансові чинники економічного зростання в умовах міжнародного інтеграційного процесу*

* – складено автором.

До внутрішніх структурних факторів, що впливають на валютний курс, належать стан економіки і державних фінансів, рівень та темпи інфляції, рівень диверсифікації виробництва, стан платіжного балансу, циклічність ділової активності в країні тощо.

До зовнішніх міжнародних факторів, що відображають місце країни у світовій економіці, слід віднести залежність країни від зовнішньоекономічних відносин, ступінь захищеності від негативного впливу кризових ситуацій, що виникають на світовому ринку, масштаби участі у всесвітньому русі капіталів, діяльність

міжнародних валютних ринків, спекулятивні валютні операції, міжнародні події неекономічного характеру (війни, стихійні лиха тощо). Валютний курс перебуває й під впливом змін у процентних ставках різних країн, що можуть спровокувати рух спекулятивного капіталу, а також використання якоїсь певної валюти у міжнародних розрахунках [22].

На валютні курси впливає валютна політика, що проводиться урядами на міжнародному рівні, а також ступінь довіри до валюти на міжнародному і світовому ринках.

Відтак процес глобалізації став каталізатором інтеграції у системі валютно-фінансових відносин, що має як позитивні, так і негативні риси.

Сучасне технічне оснащення валютного ринку, його комп'ютеризація, електронний зв'язок та засоби комунікації прискорюють оборот валютних ресурсів, що сприяє перетворенню валютного ринку в єдину глобальну світову систему. Деякі позитивні зрушення відбуваються і на міжбанківському валютному ринку. Наслідки національного, регіонального та глобального регулювання позначилися на зменшенні можливостей спекулятивних операцій з іноземною валютою.

Наприклад, денний оборот світового валютного ринку збільшився з \$60 млрд в 1983 р. до \$1,5-2 трлн в 2001 р. і майже \$3,5 трлн у 2007 р. Чистий обсяг євровалютного ринку в банківських зобов'язаннях в іноземних валютах збільшився з 1985 р. по 1999 р. в 3,1 разу і склав більше \$6 трлн; його валовий обсяг, що включає і міжбанківські операції, перевищив \$10 трлн [192]. Розмір річного міжнародного синдикуваного кредитування збільшився з 1990 р. по 2000 р. в 7,5 разів і склав майже \$1,5 трлн.

Річна емісія міжнародних боргових цінних паперів зросла за 1994-2000 рр. в 2,6 разів і склала \$939,2 млрд; при цьому обсяг ринку міжнародних боргових цінних паперів в 2000 р. перевищив \$6 трлн [192; 207; 208; 223]. Про масштабність міжнародних фінансових потоків найяскравіше свідчить глобальний ринок фінансових деривативів, який обслуговує управління валютними, процентними і іншими ризиками, що виникають при здійсненні фінансових операцій; до 2000 р. він досягнув майже \$110 трлн [207], а за останні три роки позиції на ринку OTC (over-the-counter) деривативів зростали швидкими темпами. Суми невиконання (National amounts outstanding) за такими інструментами в кінці червня 2007 року в цілому склали \$516 трлн, що на 135% вище рівня 2003 року. Це відповідає річному комбінованому рівню зростання в 33%, який вищий, ніж, приблизно

20% -й середньорічний рівень зростання з часів першого огляду позицій по ОТС деривативах, який розпочато з 1995 року. Зростання збільшилося у всіх основних категоріях ризику, за останні три роки найвищий рівень зростання ризиковості було зареєстровано у кредитному сегменті. Позиції по кредитних деривативах залишились на рівні \$51 трлн на кінець червня 2007, у порівнянні з більш, ніж \$5 трлн у 2004. CDSs явно було домінуючим інструментом у цій категорії, охопивши 88% позицій по кредитних деривативах. Зростання позицій по ОТС валютних деривативах спізнавалось у порівнянні з іншими сегментами ринку ОТС деривативів. Загальна сума невикористаних деривативів по грошових інструментах зросла на 83% до \$58 трлн на кінець червня 2007 року. Як наслідок, частка валютних контрактів на всьому ринку ОТС деривативів впала до 11% у порівнянні з 14% за три роки до цього і більше ніж втричі з часу першого огляду у 1995 році. Різке збільшення обсягу форвардів і свопів керувало обсягами в сегменті цінних паперів ринку ОТС деривативів. Сумарні обсяги невикористаних деривативів в цьому сегменті ОТС деривативів більш ніж подвоїлось (до \$11 трлн). Позиції по форвардах на акції і свопи стрімко виростили на 343% - до \$3 трлн, в той час, як обсяг опціонів зріс на 70% до \$7 трлн.

Сучасній світовій практиці й впливові глобалізаційних явищ відповідає посилення ролі прямих міжбанківських конверсійних операцій.

Розвиток глобальних процесів на фінансовому ринку виявив і деякі недоліки в операціях валютного ринку, на масштабах яких негативно позначився зумовлений кризовою ситуацією перерозподіл оборотів валютного ринку на користь біржового сегмента. Водночас лише з подоланням кризових явищ позабіржовий сегмент почав відновлювати втрачені позиції, що, як показав досвід, безпосередньо пов'язано з оздоровленням банківської системи, збільшенням присутності нерезидентів внаслідок відновленої довіри до фінансового ринку і банківської системи країн-резидентів.

Проте використанню нових валютних інструментів (наприклад, свопа) потенційно властиве збільшення небезпеки ризиків та валютних потрясінь.

Утім, спільна валюта все ж таки є дійовим важелем поглиблення інтеграції в системі валютно-фінансових відносин, важливим інструментом глобалізаційних процесів сучасності. Вона перетворюється в цементуючий елемент формування інтегрованого фондового ринку, ринку капіталів та фінансових послуг.

Як показує здійснений вище аналіз, у самому фінансовому бізнесі відбуваються процеси, що характеризують його як рухливий диверсифікаційний процес. Фінанси дедалі більше відображають різні сторони економічного співробітництва. Водночас відбувається певна інтеграція видів фінансової діяльності. Окремі її види, раніше чітко визначені функціонально (наприклад, фондові ринки, валютне регулювання та ін.), починають набувати ознак суміжних видів діяльності. Значною мірою цьому сприяє дедалі зростаючий взаємозв'язок окремих видів фінансової діяльності, введення нових фінансових інструментів, розвиток сучасних засобів комунікації та обчислювальної техніки.

Зрощування фінансового та страхового бізнесу, що намітилося ще до 80-х років ХХ ст., за часів сучасної глобалізації перетворилося в настільки відчутний фактор, що страхові корпорації стали могутніми конкурентами банків в одному випадку, або ж при спільних діях чи консолідації у діяльності з'являються банкострахові альянси – «*bancassurance*». З іншого боку, помітно змінювались й традиційні функції та операції банків – з обслуговування депозитів та кредитного обслуговування клієнтів вони все більше переключалися на інвестиційний бізнес. Зростає роль спекуляцій, якими займаються не лише банки та інші кредитні заклади, а й виробничі корпорації, посередницькі структури, навіть населення. Новою тенденцією, що має як позитивні, так і негативні наслідки, стало застосування нових інструментів (державних активів, державних фондів тощо), здатних не лише покращити платежі та розширити строки розрахунків, а й призвести до краху фінансових зобов'язань. Загальною тенденцією стало і посилення руху міжнародного капіталу, що охоплює не лише різноманітні форми підприємницького капіталу, а й спекулятивного [36, с. 88].

Певні зміни відбувалися і у співвідношенні форм кредиту: рух капіталу дедалі більше набуває форми міжбанківських короткострокових кредитів, водночас роль портфельних інвестицій дещо зменшується. Пов'язане з цим зростання ліквідності, одержаної за рахунок короткострокових кредитів, посилює рухливість міжбанківських потоків, виключно завдяки психологічним факторам, що зумовлюють рух капіталу. Масове спекулятивне переміщення капіталу стало здатним викликати фінансовий крах та небажані наслідки у фінансовій сфері.

Ще однією важливою тенденцією стало активне втручання міжнародних органів у регулювання глобалізаційних відносин у фінансовій сфері. Хоча спроба МВФ запобігти негативним на-

слідкам останніх фінансових криз загалом виявилася марною, проте це ще не підірвало повною мірою віри в дієвість цих органів у регулюванні. Очевидно, причина не лише в глобальному характері останніх криз, а в тому, що міжнародні фінансові органи перед кризами останніх років недостатньо враховують зміни у фінансовому капіталі, методи фінансових розрахунків та використання фінансових фондів, зумовлені сучасними реаліями. Для подолання кризових ситуацій були недостатньо підключені й регіональні механізми стабілізації фінансових ринків (регіональні об'єднання ЄС, ЄвроАзЕС, НАФТА, ОПЕК), нескординовані дії МВФ із регіональними надзвичайними фондами, на кшталт Азійського валютного, створеного якраз ще напередодні кризи 1997 р.

Усі ці негаразди додатково яскраво свідчать про необхідність реформування МВФ як регулятивної системи. Найвищий доказ – глибинна системна криза ринково-підприємницької економіки зразка другої половини ХХ-го ст., що розпочалася у 2007 р. і триває дотепер.

На розвиток фінансової глобалізації чинить вплив прискорена лібералізація світогосподарських зв'язків й фінансових потоків у рамках стратегії відкритої економіки. Процес лібералізації і перетворення фінансової сфери почали США з 1974 р. і Велика Британія з 1979 р., потім до нього приєдналися й інші розвинені країни; до середини 1990-х років в розвинених країнах він в основному завершився. Мета цих перетворень полягала у відміні жорстких обмежень у сфері руху капіталу, які обмежували відплив капіталу і дозволяли встановлювати низькі процентні ставки для забезпечення урядів і економіки дешевими позиковими ресурсами. Відповіддю на це стає нове осмислення державного регулювання в ринковій економіці.

До глобалізації фінансів залучені не лише потоки капіталу, а й інвестиційні процеси. Іноземні інвестиції – це всі види майнових й інтелектуальних цінностей, що вкладаються іноземними інвесторами в об'єкти інвестування [3]. Здійснюване через банки та небанкові фінансові організації (страхові та інвестиційні компанії, пенсійні фонди тощо) інвестування охоплює гроші, акції та інші цінні папери, рухоме й нерухоме майно, майнові права, авторські права та інші інтелектуальні цінності, науково-технічну документацію тощо.

Прямі іноземні інвестиції транснаціональних та інших компаній (ПІІ) відіграють важливу роль у створенні інтегрованої міжнародної виробничої системи як ядра глобалізованої світової економіки.

Внаслідок істотної експансії міжнародними фірмами, ТНК міжнародний ринок позичкових коштів за часів глобалізації набув певних нових рис: виникли позанаціональні ринки капіталів на базі офшорних операцій, сформувався цілісний ринок валют, посилюється процес переплетення позичкового капіталу різних країн, завдяки транскордонним потокам капіталу національні фінансово-кредитні системи настільки тісно взаємопов'язувалися, що відбувалося розмивання їхніх відмінностей. Це призвело до нового розподілу капіталу в світовому масштабі, інтенсифікації інноваційної діяльності, що переросла межі національних кордонів, охоплення диверсифікацією руху капіталу, високої ліквідності фінансових продуктів [226].

Посилилася мобільність капіталу та інтенсифікувалися інвестиційні потоки. Завдяки новітнім інформаційним системам та комп'ютеризації фінансових ринків, використанню глобальних баз даних та інтегрованих систем управління операціями (S.W.I.F.T., CEDEL тощо) капітал отримав можливість вільно переміщуватися з країни в країну, виходячи з потреби ефективного використання й одержання більшого доходу [140, с. 43]. Ця мобільність капіталу зростатиме, доки об'єктивний процес вирівнювання ставок доходності в різних країнах не покладе край цій тенденції.

Головними складовими міжнародних фінансових потоків є прямі й портфельні інвестиції. З початком інтенсифікації глобалізаційних процесів у їхній динаміці починають відбуватися визначені процеси, зумовлені глобалізацією, зокрема фінансовою. Якщо до 80-х років минулого століття динаміка як прямих, так і портфельних інвестицій загалом збігалася та розвивалася приблизно однаковими темпами, то, починаючи з 80-х років ХХ ст., зростання обсягів портфельних інвестицій (як більш динамічних порівняно з прямими інвестиціями) відбувається значно швидшими темпами. Це пояснюється й розвитком фінансових інновацій останнього часу [113].

Відбулися зміни і в структурі портфельних інвестицій. З розвитком спекулятивних фінансових операцій співвідношення між пайовими та борговими цінними паперами змінюється на користь останніх, адже саме вони є більш придатними для спекулятивних операцій, а загалом зростання загального обсягу фінансових операцій відбулося переважно за рахунок цього фактора.

Найбільш зрілих форм процес прямого інвестування набув у ЄС, заснованому на принципах повної інтеграції та наднаціональному регулюванні. Власне в силу того, що тут інтеграційні проце-

си набули на сьогодні найбільш виразних форм, ЄС – надзвичайно привабливий регіон для ПІІ. Сприятливі умови для цього створюють активізація міжнародних злиттів і поглинань та утворення стратегічних альянсів, що розвиваються в цьому регіоні, а також наднаціональні інструменти ЄС, що спрямовані на взаємоповнення відкритих економік країн-членів, та проведення в ЄС єдиної політики в галузі торгівлі, підприємництва та зайнятості.

Світовий досвід, зокрема практика індустриальних країн, свідчить, що прямі іноземні інвестиції мають суттєві переваги перед іншими видами іноземного інвестування. Водночас іноземне інвестування має і позитивні, і негативні характеристики як для країн резидентів, так і для країн-реципієнтів [51, с. 26]. Перші, одержуючи високі прибутки за рахунок перерозподілу капіталу в більш доходні проекти за кордоном, збільшують експорт сучасного устаткування та технологій, стимулюють інвестиційний процес у країнах, куди завозиться капітал. ПІІ розглядаються як засіб, щоб обійти торгові бар'єри. Недоліками для іноземного інвестора є високий ступінь ризику внаслідок несприятливого інвестиційного клімату.

Макроекономічними недоліками є гальмування економічного розвитку власної країни внаслідок переміщення капіталу за кордон, зниження темпів економічного зростання, відтоку кадрів та міграції робочої сили [226].

Для країни-реципієнта позитивними наслідками залучення ПІІ стають стимулювання темпів зростання національної економіки, надходження сучасної техніки та технологій, посилення конкуренції – рушійної сили підвищення ефективності виробництва та добробуту населення, розвиток експортного потенціалу та надходження твердої валюти, що необхідна для забезпечення стабільного економічного зростання. ПІІ сприяють зростанню бюджетних надходжень, створюють додаткові робочі місця, дають змогу збільшити експорт і в цьому відношенні є своєрідними стимулами розгортання експортної діяльності, зокрема високотехнічної пропозиції та послуг, дають можливість оновлювати основний капітал на сучасних засадах.

Вигоди від прямих іноземних інвестицій зводяться до сприяння диверсифікації, формування прогресивної, відповідної до світових тенденцій науково-технічного прогресу народногосподарської структури, підвищення рівня зайнятості, введення основ сучасного менеджменту та маркетингу. Порівняно з припливом короткострокового капіталу та надмірними іноземними позиками ПІІ не здатні викликати зовнішню заборгованість, а порівняно з

портфельними інвестиціями – на тривалий строк дають змогу користуватися іноземним капіталом на засадах прозорості, точної інформації, захисту від іноземного спекулятивного капіталу. ПІІ дають можливість поповнювати нестачу додаткових ресурсів за розумними процентними ставками та досягати більш збалансованої макроекономічної політики.

Проте для країни-реципієнта теж можуть мати місце недоліки залучення ПІІ, більша частина яких пояснюється комерційною недобросовісністю експортера. До цієї групи недоліків слід віднести надходження й поставку морально застарілої техніки і технологій, прагнення до розорення конкурентів – національних виробників за рахунок демпінгу, стримування інноваційного процесу. Для країни, що ввозить капітал у вигляді ПІІ, можуть виникати й недоліки макроекономічного порядку – вивіз за кордон прибутку інвестора, що перевищує зроблені капіталовкладення, а отже, зниження темпів економічного зростання країни-реципієнта.

Інвестиції, що надходять до країни, дають поштовх до розвитку економіки навіть у разі, якщо застосовується не зовсім нова техніка і технологія: все одно створюються нові робочі місця, зростає економічна потужність, полегшується демографічна ситуація. Проте згодом ці недоліки даються взнаки – країна не може вийти на передові рубежі науково-технічного прогресу, закріплюється відсталий, залежний характер її економіки, оскільки країни-експортери вже пішли далеко вперед [85].

Міжнародна інвестиційна діяльність є сучасним середовищем залучення капіталу з міжнародного фінансового ринку. Вона визначає форми і методи міжнародної інвестиційної діяльності банків й інших фінансово-кредитних установ, є цілеспрямованою діяльністю з регулювання інвестиційного процесу та міжнародного руху інвестицій, формування інвестиційного клімату з метою створення сприятливих можливостей для ефективної віддачі інвестиційних ресурсів. Глобалізація, у свою чергу, сприяє розвитку інвестиційних процесів, спрямовуючи їх у русло утворення сучасної відкритої взаємопов'язаної світової економічної системи [10].

Лібералізація фінансової сфери посилюється регіональною інтеграцією, вона здійснюється на основі рішень «Великої сімки» («Великої вісімки»), багатосторонніх домовленостей в рамках СОТ, Організації економічного співробітництва і розвитку (ОЕСР), МВФ та ін. Зокрема, одним з пунктів економічного комюніке самміту G-7 ще у Галіфаксі (1995 р.) була вимога постійного заохочення країн-членів МВФ і Світового банку до усунення обмежень на ринку капіталу, до встановлення вільної конвертованої валюти і введення пла-

ваючих валютних курсів. У грудні 1997 р. в рамках СОТ було підписано багатосторонню угоду про лібералізацію ринку фінансових послуг, відповідно до якої країни-члени СОТ, що приєдналися до неї зобов'язалися забезпечити відкритість своїх фінансових ринків з 1999 р.: йшлося про зняття бар'єрів на ринках банківських, страхових операцій та операцій з цінними паперами; про вільний допуск нерезидентів в національні банківські, страхові й фондові сектори.

Одним із свідчень процесів фінансової глобалізації є та обставина, що на зламі століть абсолютна більшість країн світу стала чистими боржниками по балансу активів і зобов'язань (пасивів) в міжнародних інвестиціях; серед чистих боржників опинилися країни світу, що розвиваються (за винятком 9 чистих кредиторів), і з перехідними економіками, окрім Росії. Боржниками з чистою зовнішньою заборгованістю знаходилася більшість розвинених держав. Чистими кредиторами на століть (2001 р.) стали Швейцарія і Японія; перевищення активів над зобов'язаннями по міжнародних інвестиціях мала Бельгія у розмірі 23%, а також Німеччина (4%), Франція (6%), Італія (0,2%). Нетто зовнішня заборгованість розвинених країн по балансу активів і пасивів по міжнародних інвестиціях склала \$1,2 трлн. Наявність сукупної нетто зовнішньої заборгованості характеризує групу розвинених країн як сукупного чистого боржника, що розвивається за рахунок вилучення засобів з периферійних країн [201].

Більшість країн, що розвиваються, транзитивних і високо-розвинених країн мають негативні показники за поточними розрахунками і по балансу внутрішніх інвестицій і заощаджень, що указує на дефіцитність їх економік.

Запозичення у нерезидентів призначаються для врегулювання зовнішніх розрахунків, для покриття дефіциту федеральних і місцевих бюджетів, поповнення державних пенсійних та інвестиційних фондів, здійснення структурних перетворень, виконання соціальних програм і т.п. Сукупні боргові зобов'язання всіх країн світу перед нерезидентами утворюють світову зовнішню заборгованість.

Глобалізація фінансів сформувала економіки з хронічними фінансовими дефіцитами й забезпечує їх функціонування. Дефіцити деяких економік набувають характеристики боргових, маючи високу частку позикових ресурсів у притоці іноземних коштів і в накопичених пасивах.

У сучасній світовій економіці виділяють кілька типів дефіцитних боргових економік за рівнем і динамікою розвитку, за тяжкістю боргового тягаря і ступенем боргової залежності, за обсягом і структурою іноземних ресурсів, що залучаються, а також

зовнішніх боргів і платежів тощо. Економіки розвинених країн і країн, що розвиваються, й перехідні з дефіцитами й борговими характеристиками якісно відрізняються одна від одної. Багато розвинених країн і країн, що розвиваються, з чистою зовнішньою заборгованістю успішно розвиваються, отримуючи постійний приплив іноземних ресурсів за допомогою прямого інвестування, розміщення акцій серед нерезидентів, запозичень на міжнародних кредитних ринках.

Майже три десятиліття років кінця ХХ – початку ХХІ ст. світова економіка функціонує в дефіцитному режимі з постійним негативним сальдо за світовими поточними розрахунками і з перевищенням світових інвестицій над світовими заощадженнями, що і є головним чинником розширення фінансової співпраці і взаємозалежності, нарощування світової зовнішньої заборгованості в умовах зростаючої міжнародної мобільності капіталу. Сукупний дефіцит поточного платіжного балансу країн світової спільноти ще за 1985-2000 рр. складав більше \$ 1,5 трлн [251; 252; 254].

Становище в країнах, що розвиваються, і перехідних, в умовах глобалізації економіки і фінансів істотно відрізняється від ситуації в США та інших розвинених країнах. Глобалізація відкрила перед ними нові можливості, не вирішивши старі й породивши нові проблеми. Як зазначалося, країни, що розвиваються, за винятком 9 держав, на зламі століть стали чистими імпортерами капіталу і боржниками. Більшість з них мають хронічні дефіцити за поточними розрахунками і по держбюджету, їх внутрішні інвестиції перевищують заощадження.

Економіки країн-боржників, як правило, вразливі, нестабільні й особливо схильні до криз. Їх функціонування підтримується компенсаційним фінансуванням із закордонних публічних і приватних джерел. За джерелами зовнішнього фінансування країни-боржники поділяються на три групи. До першої групи відносилися 45 країн, що одержували в основному фінансування від публічних кредиторів. До другої групи відносилися 46 країн, фінансування яких здійснювалося з приватних джерел; третя група (28 країн) отримувала змішане фінансування [111].

На зламі століть зі 119 країн-боржників світу, що розвиваються, 55 держав виявилися неспроможними боржниками і були включені до групи країн з труднощами в обслуговуванні боргу. Неспроможні боржники були змушені вести переговори з МВФ, іноземними урядами, що входять і не входять в Паризький клуб, з Лондонським клубом, які об'єднують 600 міжнародних банків, про переоформлення боргів й платежів і виконувати вимоги між-

народних кредиторів із стабілізації та структурній перебудові своєї економіки. Але в практиці здійснення зовнішніх угод інтернаціоналізація у фінансовому просторі та розширення операцій міжнародних фірм (ТНК і ТНБ) спроможні вирішити досить багато проблем, що існують в економіках менш розвинених країн, скоротити розрив між центром та периферією [214].

На кінець 2007 фінансового року (початок розгортання світової системної кризи) обсяг непогашеного кредиту МВФ скоротився до 7,3 млрд СДР з 19,2 млрд СДР у квітні 2006 року завдяки довгостроковим погашенням поточних кредитів, які були пролонговані, і низькому рівню нових фактичних виплат коштів (рис. 1.6). У 2007 фінансовому році дев'ять країн-членів (Болгарія, Гаїті, Еквадор, Індонезія, Малаві, Сербія, Уругвай, Філіппіни, Центрально-Африканська Республіка) погасили свої поточні зобов'язання перед МВФ із випередженням графіка на загальну суму 7,1 млрд СДР. загальний обсяг фактично наданих коштів МВФ складав 2,3 млрд СДР, значна частина яких припадала на Туреччину.

Фінансові ринки країн, що розвиваються, і перехідних з наздоганяючим типом розвитку утворюють сегмент світового (глобального) фінансового ринку, що формується (emerging). Ринки, що формуються, все більш інтегруються в світовий фінансовий ринок, займаючи там скромне місце (7-8%). Капіталізація ринку акцій країн з ринками, що формуються, за 1990-2001 рр. збільшилася в 4,0 рази, їх заборгованість по боргових цінних паперах зросла в 5,2 разу. Перше місце по цінних паперах серед країн з ринками, що формуються, в 2001 р. належало Китаю, друге – Республіці Кореї, третє – Бразилії [135, с.19, 20, 23, 53].

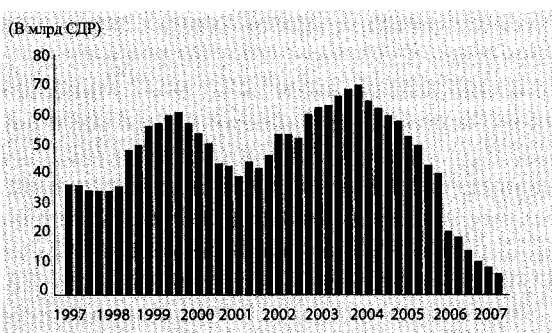


Рис. 1.6. Непогашені звичайні кредити, (1997-2007 фінансові роки)
Джерело: [163, С. 36]

Становлення ринків, що формуються, стало чітко залежати від рівня розвитку валютно-фінансової інфраструктури, кредитно-банківської системи, біржових і міжбанківських ринків цінних паперів й похідних фінансових інструментів, що дозволяють здійснювати спекулятивні операції, і хеджування. Іноземний ринковий капітал (виключаючи прямі інвестиції) поступає на ринки, що формуються, через механізм придбання нерезидентами бондів і акцій, випущених резидентами (центральною урядами, іншими офіційними й корпоративними емітентами), а також шляхом надання міжнародних банківських кредитів державним і приватним позичальникам країн-реципієнтів.

Вище проведений ретроспективний аналіз зміни та модифікації валютно-фінансових чинників міжнародного інтеграційного процесу в епоху глобалізації дає можливість зробити висновок, що розвиток фінансової глобалізації стимулюється нерівномірністю економічного розвитку і розподілу фінансових ресурсів; невідповідністю балансів поточних платежів; гострим браком у більшості країн власних ресурсів для здійснення інвестицій, покриття бюджетних дефіцитів, проведення соціально-економічних перетворень, здійснення злиття і поглинань компаній і банків, зрощення банківського та страхового бізнесу (банкострахування), виконання боргових зобов'язань по внутрішніх і зовнішніх запозиченнях, а також впровадження сучасних електронних технологій, що дозволяють проводити операції в режимі реального часу [10].

Автор цілком погоджується з думкою відомих українських вчених В.Литвицького, О.Плотнікова та З.Луцишин, що у сфері міжнародних фінансових відносин зросла хаотичність і непередбачуваність міжнародних потоків капіталів, вкрай загострилися відносини боржників і кредиторів, значно посилилась нестійкість основних ринків капіталу. Вочевидь, зростання заборгованості є природним доповненням розвитку фінансової глобалізації. Але чіткого вирішення проблеми боргів поки що не знайдено. Проблема боргів вимагає і своєчасних заходів з їх врегулювання. У зв'язку із посиленням ролі фінансів у світових економічних зв'язках, суттєво змінюються засоби та методи регулювання цих зв'язків. Знижується роль митних тарифів, а також нетарифних методів регулювання товарних потоків між країнами (квоти, вимоги до якості товарів та ін.), та й в цілому роль зовнішньої торгівлі у міжнародних економічних зв'язках відносно зменшується, всезростаючого значення набуває переміщення капіталу. Дуже часто вигідніше організувати відповідне виробництво у будь-якій країні, ніж експортувати туди продукцію. Потоки капіталів не-

мов би витісняють товарні потоки на світовому ринку. Особливо це типово для діяльності міжнародних фірм, які надають перевагу тривалим і стійким зв'язкам. Це вигідно, як правило, і для країн-імпортерів капіталу, особливо для країн, що розвиваються, так як створюються нові робочі місця, підвищуються (збільшуються) доходи населення [87; 90; 124].

В цілому, поточний стан світової фінансової системи можна вважати хворим, кризовим. На думку Дж. Сороса, «фінансові ринки за своєю природою нестабільні, і вони не в змозі своїми силами задовольнити виникаючі соціальні потреби» [147]. Але виникнення економічних проблем неминуче породжує пропозиції з проведення економічних реформ. Азіатська фінансова криза і її наслідки переконали багатьох в тому, що міжнародна валютна система потребує глибокого трансформування, а іпотечна криза США (2007-2009 рр.) засвідчила про нестійкість кредитної системи. Незважаючи на десятиліттями повторювані одні й ті ж проблеми, реформа, яку негайно слід робити, все ж має низку особливостей. По-перше, раніше не спостерігалася така велика волатильність обмінних курсів. Середньорічні коливання валютних курсів провідних країн сягають 20-50%, не говорячи вже про країни, що розвиваються, для яких 100-200% стали чи не нормою. Після введення євро і формування рівновеликих доларового і європейського валютних блоків, проблема підвищеної волатильності загострилася. Але волатильність трансатлантичного курсу призводить до дестабілізації цілих континентів і не обов'язково, щоб причини її були суто валютні, це може бути і причина кредитного характеру, на кшталт іпотечної цьогорічної кризи, що розпочалася 2007 р. Волатильність підриває стимули до міжнародної торгівлі і планування бізнесу. Яскравим підтвердженням цього є уже згадувана нами відмова Ірану від нафтодоларів на користь євро та єні. А спекуляції та ін., що відбувається на валютному ринку, і зокрема на FOREX, все частіше змушує задуматися не лише про пропозиції щодо реформ, а про необхідність скликання чергової валютної конференції на зразок Бреттон-Вудсу чи світовий фінансовий форум.

І друга проблема міжнародної фінансової стабільності – валютно-фінансові кризи. В середньому в світі відбувається сім валютних криз на рік. З моменту переходу на плаваючі курси велика частина криз припадала на період з 1975-1986 рр. Значно менше в 1987-1999. При цьому слід пам'ятати, що частота валютних криз збільшувалась двічі. Спочатку в середині 1970-х рр. під впливом зовнішніх нафтових шоків, а потім в середині 1980-х рр.,

під час боргової кризи країн, що розвиваються. З одного боку, значні за обсягами потоки капіталу асоціювалися з високими темпами зростання, з іншого – країни з ринками, що формуються, протягом того ж періоду зазнавали значних серйозних макроекономічних і соціальних витрат, відчували періодичні падіння темпів зростання внаслідок фінансових криз 1998-99 рр., 2001-2002 рр. та 2008-2010 рр., які мали як локальний, так і глобальний характер. До того ж, на відміну від ранніх криз, сучасні кризи мають складну непередбачувану природу, в результаті чого захист від них і прогнозування подій стають все менш і менш реалістичними [90].

Негативні наслідки даних процесів особливо гостро проявились під час глобальної фінансової нестабільності 2007-2010 рр. У результаті мільярдні кошти, акумульовані в декількох світових спекулятивних фондах, піддавшись паніці про ймовірну втрату активів, миттєво були переведені з однієї валюти в іншу лише одним натиском на клавіатуру комп'ютера, чим продемонстрували здатність дестабілізувати грошово-кредитну систему будь-якої країни. Більше того, розгортання нових інформаційних систем та банківських технологій призвело до підвищення здатності фінансового капіталу до швидкого переміщення. Нагальна потреба більш чіткого регулювання міжнародних фінансів з метою їх стабілізації особливо гостро з'явилася після серії регіональних валютно-фінансових обвалів [24].

І хоч глобалізація фінансових ресурсів має ряд позитивних наслідків – підсилюється конкуренція на національних фінансових ринках, що призводить до зниження вартості фінансових послуг, зменшується дефіцит фінансових ресурсів у світовій економіці. У той же час, мобільність фінансових ресурсів підсилила нестабільність національних фінансових ринків у зв'язку з тим, що фінансові кризи в окремих регіонах сильніше позначаються на інших країнах і регіонах, а також внаслідок лібералізації національних фінансових ринків, їхньої більшої доступності для «гарячих грошей» зростає залежність світової економіки від функціонування фінансового (грошового), а не реального капіталу (реального сектору економіки) [111].

Отже, в цілому можна говорити про необхідність негайного та кардинального вирішення питання реформування існуючої фінансової конструкції. Пропозиції з проведення такої модернізації можуть бути представлені у вигляді так званих планів створення нової фінансової архітектури з урахуванням сучасних особливостей та ретроспективної модифікації світового

валютно-фінансового простору в цілому та основних його складових зокрема, які значуще впливають на інтеграційні та глобалізаційні процеси у світі і в середині самої існуючої світової фінансової архітектури.

1.3. Геоекономічні стратегіями інтеграції України у світовий фінансовий ринок: ЄС, ЄвроАзЕС, Митний Союз РФ, Казахстану та Білорусі

Процеси розгортання глобалізації, регіоналізації валютно-кредитних відносин, уніфікації та стандартизації міжнародних банківських операцій, нестійкість світової фінансової системи та постійні загрози виникнення економічних криз на мегарівні світової економіки створюють передумови для формування новітньої світогосподарської економічної парадигми.

Зовнішньоекономічний фактор господарського розвитку на межі тисячоліть — це абсолютна домінанта для будь-якої економіки. Будь-яка країна світу не обходиться без урахування світогосподарського фактора в її економіці. Це складова частина будь-якої економічної політики. І якщо брати Україну, то за допомогою зовнішньоекономічних зв'язків реалізується третина валового національного продукту. Тобто кожний третій український виріб перетинає національні кордони України. Тому цей фактор надзвичайно важливий. І необхідно знати, яка в нас зовнішньоекономічна політика, як вона реалізується нашими суб'єктами зовнішньоекономічної діяльності, яким чином враховується кон'юнктура світових ринків, цінова кон'юнктура, як враховуються валютні ризики, ситуація на світових фондових ринках, на світових фінансових ринках, на ринках товарів і послуг. Усі ці знання надають конкретні економічні знання, на якому з цих ринків працювати на даному етапі, яким чином розставити геоекономічні пріоритети стосовно ринків, країн чи регіонів. Дуже важливо мати концепцію зовнішньоекономічної діяльності, виробити конкретну зовнішньоекономічну політику й застосувати конкретну практику її реалізації. Тому що без науково обґрунтованої політики, без концептуального опрацювання геоекономічних стратегіями інтеграції України стає неможливим вихід вітчизняної економіки на траєкторію самопідтримуючого зростання.

Саме тому надзвичайно актуальною є проблема пошуку своєї ніші, адаптування чи пристосування до потреб, інтересів, звичаїв, особливостей держав, інтеграційних об'єднань. Важливим

чинником, що формує структуру світового господарства загалом і міжнародних економічних відносин, в тому числі міжнародних валютно-фінансових та кредитних відносин, є суперечлива система економічних інтересів. Економічні інтереси виступають чи не наймогутнішою рушійною силою розвитку, диверсифікації та вдосконалення (хоча інколи і навпаки) системи економічних відносин. Не стоїть осторонь цих процесів і наша держава. Формування та втілення в життя геоекономічної політики України, на чому наголошує О.В.Плотніков, відбувається в умовах поглиблення взаємозалежності країн, регіонів і субрегіональних економічних структур через інтенсифікацію товарної, фінансової, інвестиційної, валютної взаємодії [125].

Значний вплив на суспільне відтворення в останні десятиліття мають явища глобалізації та інтеграції. Це два процеси, які на перший погляд є автономними, але при глибшому дослідженні з'ясовується не лише взаємозв'язок, а складне підґрунтя нелінійного, часто-густо суперечливого, нерівномірного процесу [92].

Розглядаючи процеси інтеграції та інтернаціоналізації виробництва і ринку капіталів, слід зазначити, що інтернаціоналізація грошово-кредитних ринків у сучасних умовах відбувається швидше інтернаціоналізації виробництва. Практично світовий фінансовий ринок виконує своєрідну функцію каталізатора процесів концентрації і централізації капіталу. Інтернаціоналізація потоків капіталу це ніщо інше, як зростання взаємозв'язку і взаємозалежності, взаємопроникнення і зрощення національних і міжнародних потоків капіталу, що проявляються як у створенні окремими компаніями господарських об'єктів в інших країнах, так і в розвитку міжнародних форм зв'язків і контактів між капіталами різних країн [125].

Поглиблення та інтенсифікація процесів глобалізації та регіоналізації міжнародних валютно-фінансових відносин ставлять перед українською наукою низку взаємопов'язаних та взаємозалежних наукових проблем, без вирішення яких є неможливим розв'язання питань створення стійких механізмів для інтеграції вітчизняної економіки до світового фінансового середовища. Необхідність застосування у теоретичних дослідженнях підходів, альтернативних класичним, зумовлена різноманітністю проявів закономірностей, притаманних світогосподарським процесам, що формуються під впливом стійкої тенденції до зростаючої єдності світу на базі національно-державної специфіки розвитку країн, яка сьогодні й визначає загальні обриси глобальної картини світу: від всебічності, багатогранності засад, що викорис-

товуються для характеристики сучасного глобального світу, залежить рівень адекватності національної інтеграційної моделі її власним економічним та політичним інтересам, вирішення проблеми економічної відкритості [152, с. 18].

Як слушно зазначає Ю.В.Макогон, інтеграція у світове господарство не повинна і не може відбуватися стихійно. Вона потребує свідомих рішень і контрольованості з боку держави. Для цього не досить прийняти модель «відкритої економіки», здійснити лібералізацію зовнішньоекономічних зв'язків, оскільки такий підхід означатиме пасивність держави щодо формування господарських відносин із зарубіжними країнами. А наслідком цього може бути витіснення України на узбіччя світового господарства, перетворення її на сировинний придаток ринково розвиненого ядра [92].

Відомий вітчизняний економіст В.І.Хорошковський зазначає, що Україні слід дуже уважено поставитися до проблеми відкритості, оскільки, дотримуючись думки професора Гарвардського університету Д.Родріка, немає жодних доказів того, що інтеграція до світового господарського простору сама собою приводить до покращення економічної ситуації. Навпаки, існує багато переконливих доказів того, що відкритість трактована як зменшення перешкод на шляху потоків капіталів і товарів, прямо не пов'язана з економічним зростанням: скоріше воно залежить від наявності ефективної внутрішньої стратегії щодо всіх прошарків населення, яка пом'якшує внутрішню конфліктність розвитку; від внутрішньої інституціональної політики, зокрема наявності інституцій, здатних швидко реагувати на ситуацію, на зміни, що відбуваються у глобальному середовищі, та вміло до них пристосуватися [166].

Саме досконала національна внутрішня інституційна й економічна структура є запорукою інтегрування до світового простору на паритетних умовах. За відсутності цих обов'язкових складових стратегії зовнішньої лібералізації відкритість нічого не дасть [232, с.18–19]. У своєму застереженні Д.Родрік спирається на сучасні загально визнані підходи, згідно з якими зовнішньоекономічна діяльність контролюється державою, яка має виконувати функцію реалізації загальнонаціонального інтересу, а її зовнішньоекономічна політика має базуватися на фундаментальних засадах економічного зростання, а саме інвестиціях, макроекономічній стабільності, людських ресурсах та ефективному управлінні, й виключати тезу щодо домінування інтеграційних інтересів як першопричини економічного зростання [95].

Однак попри усі застереження, Україна не може відмежуватися від об'єктивної реальності брати участь в інтеграційних процесах, бути частиною світогосподарського комплексу. А проведений аналіз сучасних засад та тенденційних змін у розвитку міжнародного фінансового ринку з позицій ретроспективи валютно-фінансових чинників дають підстави вести мову про його масштабний, динамічний і циклічний розвиток, тісну пов'язаність між собою національних і регіональних фінансових ринків з урахуванням того, що ефективність участі на ньому певної країни залежить не лише від рівня розвитку національного ринку, а й від ступеня інтеграції фінансового ринку країни до світового фінансового простору, яка, відповідно, призводить до певної втрати контролю над внутрішньою ситуацією урядів національних країн, зокрема щодо управління зовнішньоекономічними процесами, але водночас розширює можливість отримувати вигоди та користуватися інтернаціоналізованим потенціалом фінансових ринків – фінансових потоків та ресурсів.

Взагалі, потоки капіталу в сучасних умовах носять структурний характер, тобто для країн-активних учасників ринку характерні як експорт, так і імпорт капіталу залежно від потреб та можливостей окремих галузей, різних періодів та геополітичних напрямів. Довший час на міжнародних фінансових ринках безроздільно панували лише економічні суб'єкти індустриальних і постіндустріальних країн. Вони і були основними донорами і одержувачами фінансових ресурсів. Але в останні півтора-два десятиліття на такі ринки все активніше виходять компанії і банки (державні і приватні) перехідних і менш розвинених країн. Окрім традиційних запозичень в іноземних банків, вони стали ширше використовувати міжнародні облігаційні позики, а також розміщення акцій своїх компаній на закордонних ринках.

Поки що на світові ринки виходять в основному ті країни, що розвиваються, де вже сформувалися достатньо зрілі фінансові інститути, а головне – ті країни, які є платоспроможними і користуються довірою у кредиторів. Це Китай, Індонезія, Мексика, Південна Корея, Малайзія, Аргентина, Бразилія, Росія та ін. країни. Що ж стосується ПП, то їх обсяг в країни, що розвиваються, сягнув 3% ВВП останніх і спрямовується, головним чином, до тих з них, в яких спостерігається економічне зростання, збільшення корпоративних прибутків та покращення інвестиційного клімату. Зазначені явища є як наслідками притоку інвестицій, так і факторами, які сприяють їх залученню. Тобто в певному сенсі, прямі іноземні інвестиції самовідтворюють умови свого розвитку в окремих економіках [171].

Впродовж останніх років Україна також активно накопичує досвід роботи на міжнародних ринках капіталу, розпочала активно рухатися у напрямку інтеграції до світового та європейського фінансового простору, використовуючи при цьому євроконтинентальну модель розвитку фінансового ринку. Вибір цієї моделі зроблено неспроста. У контексті ретроспектив та можливих перспектив глобалізації у третьому тисячолітті значно посилюється конкурентний потенціал Європейського Союзу. У світогосподарській практиці це чи не єдиний приклад підтвердження інтеграційної теорії – поетапного розвитку регіональної економічної інтеграції (зона вільної торгівлі – митний – економічний – політичний союз).

Геополітично євроінтеграція стала пріоритетною вже не лише для країн Центральної та Східної Європи, але й інших країн, що матимуть спільні кордони з розширеним ЄС відповідно до концепції «Ширша Європа – Сусідство: новий вимір відносин з нашими східними та південними сусідами» (2003 р.). Відомо, що «сусіди» Євросоюзу не розглядаються у десятилітній перспективі як кандидати на асоційоване і повне членство в ЄС і розподіляються на три групи: а) Росія; б) Україна, Молдова, Білорусь; в) Алжир, Єгипет, Ізраїль, Йорданія, Ліван, Марокко, Палестина, Сирія, Туніс. Тобто більше ніж десятилітні політичні євроінтеграційні очікування України на сьогодні завершилися статусом сусіда ЄС, що певним чином дискредитувало офіційну євроінтеграційну доктрину нашої країни [149, с. 43–44].

Разом з тим у геоekonomічному контексті саме зараз і формуються унікальні умови осмислення та оцінки нової якості європейської інтеграції, переходу від політики євроінтеграційних очікувань України до політики активних євроінтеграційних дій. Щоправда це аж ніяк не означає негайне членство у ЄС, беззастережне копіювання прийнятих європейських стандартів, формальних інституцій і швидке забезпечення європейського рівня життя. Пріоритетність європейського вектора інтеграції України не повинна вступати у протиріччя з іншими важливими напрямками зовнішньоекономічної діяльності країни. Адже Україна має свої інтереси у поглибленні взаємовигідних зв'язків зі США, Росією, країнами ЄвроАзЕС (зона вільної торгівлі, до якої крім РФ входять Казахстан, Білорусь, Киргизстан, Таджикистан та Вірменія), а також Митного союзу (РФ, Казахстан, Білорусь). Для України європейська інтеграція – це досвід і шлях модернізації економіки, подолання технологічної відсталості, залучення іноземних інвестицій і новітніх технологій, створення нових робочих місць, підвищення конкурентоспроможності вітчизняного товаровиробника, вихід на світові ринки [7].

Окрім того, порівняльний аналіз економічного потенціалу інтеграційних угруповань, між якими знаходиться Україна, показує, що коли інтеграційні процеси зближення економік відбуваються спонтанно, невизначено тоді є певна небезпека, що ринок не завжди нам гарантуватиме: по-перше – збут наших товарів, а по-друге – надходження потрібних ресурсів до нашої економіки, тому що існує така категорія, як неспроможність ринку, як відмова ринку. І внутрішній, і зовнішній ринки теж не всесильні. А коли ці процеси розвиваються в руслі інтеграційних заходів і більш-менш організовані, тоді створюються інституції, які управляють процесами інтеграції, скеровують їх у належне річище. Тоді маємо певні гарантії і збуту своїх товарів за певними цінами, і отримання фінансових і технологічних ресурсів.

Для України, що стає апріорі зрозуміло, характерною є ситуація наявності відносно дешевшої робочої сили і дефіциту капіталу. Отже, очевидно, що необхідно переорієнтуватися, щоб випускати саме ту продукцію, яка буде більш конкурентоспроможною на даному етапі. Коли Україна залучить більше капіталів ззовні, більше буде капіталізуватися, більше вироблятиме національного продукту, тоді, певно, можливо вирівняти співвідношення. Тут уже вступають у дію фактори тонкого економічного настроювання, про які свого часу зазначав Дж. Кейнс. Без такого настроювання виходити тільки з точки зору здорового глузду тепер недостатньо. Необхідно чітко позиціонувати власні економічні пріоритети та інтереси у міжнародному інтеграційному процесі.

Так, ЄС зберігає найбільшу частку у загальному обсязі прямих іноземних інвестицій, які Україна отримала як незалежна держава, починаючи з 1991 року. ЄС є найбільшим донором України. Впродовж наступних 10 років загальна допомога з боку ЄС сягнула 1,072 млрд євро, в той час як держави-члени надали близько 157 млн євро за період з 1996 по 1999 роки. Ця сума включає технічну допомогу через програму TACIS, макрофінансову та гуманітарну допомогу. Загальна сума виділена для України у 2002 році становила 47 млн євро, а в 2003 – 48 млн євро. На додаток, Україна отримала допомогу від кількох окремих та регіональних програм TACIS, загалом близько 126 млн євро. Національна Індикативна програма на 2004-2006 роки передбачала 212 млн євро на подальшу допомогу [149, с. 171–174].

Однак, реалізація євроінтеграційних завдань та виконання умов наближення до євростандартів вирішальною мірою залежить від нашого прогресу у забезпеченості сталого економічного зростання, подолання розриву в обсягах ВВП на душу населення, зменшення

рівня розшарування українського населення за рівнем забезпеченості та ступенем доступу до прибуткових сфер (зокрема, мова йде про можливість придбання акцій високоліквідних та високодохідних компаній, які хоч і недоступні для купівлі та придбання, «якимось чином» приносять дохід (і не малий) мізерній частині українців). Щоправда при цьому слід враховувати і дещо іншу вимірність пріоритетів для європейського рівня життя і українського, пріоритетність та першочерговість благ, необхідних більшості українців та більшості європейців, необхідність формування та утвердження середнього класу – основи політичної стабільності та демократизації суспільства, значне обмеження загрозливої диференціації доходів населення та подолання бідності. Подолання усіх перекосів, глибокі якісні перетворення, реалізація завдань сталого розвитку, утвердження інноваційної моделі розвитку дасть можливість не лише якісно змінити економічну і соціальну ситуацію в Україні, але й виведе її в ранг конкурентноспроможного та гідного партнера як для Європи на Захід і Схід, так і Північ та Південь.

Але без чіткої стратегії макроекономічної політики прямі іноземні інвестиції і допомога з боку ринково розвинутих країн, як справедливо зазначає професор Г.Н.Климко, залишаться лише цифрами у відповідних звітах. Тому основною метою макроекономічної політики повинно бути забезпечення умов стійкого довготривалого зростання, яке сприяло б структурно-інноваційній та соціальній переорієнтації економіки, формуванню сприятливого інвестиційного середовища, а залучені кошти були б тим зовнішнім доповненням фінансового потенціалу економічного зростання української економіки. Водночас стабілізація грошово-кредитної системи, формування дієвих бюджетної та митно-тарифної сфери є неможливою без проведення кардинальних структурних реформ в реальному секторі економіки [72].

У зв'язку з цим необхідна трансформація валютно-фінансового регулювання як чинник ефективного соціально-орієнтованого економічного зростання поряд із подоланням /чи відходом від/ хронічної незбалансованості та низької ефективності державних фінансів, що зберігаються у періоди економічного зростання і загострюються під час кризових тенденцій, а зумовлено це системними помилками бюджетної політики та її суто фіскальним характером.

Певної зміни потребує грошово-кредитна і валютна політика, яка повинна визначатися необхідністю налагодження тісного співробітництва у цій сфері з ЄЦБ, поступовим впровадженням критеріїв вступу до валютного Союзу ЄС (див. табл. 1.4).

Таблиця 1.4.

Характеристика принципів монетарної інтеграції із зоною євро

Принципи	Характеристика	Спосіб втілення
Інституційної симетрії	Інституційний каркас монетарної політики повинен будуватись на спільних засадах та єдиних принципах, внаслідок чого повинно формуватися спільне інституційне поле функціонування валютно-фінансових інституцій та забезпечення владою їх пріоритетів. Це передбачає реформування статусу та у більш вузькому розумінні прав центрального банку. Такі права мають передбачати основним (єдиним основним) завданням підтримку стабільності цін. В більш широкому розумінні та прагматичному плані втілення принципу інституційної симетрії повинно відображати забезпечення рівня незалежності національних центральних банків відповідно до вимог ЄЦБ.	Реформування законодавства про центральний/національний банк відповідно до принципу та аспектів їх незалежності, розроблених Європейським монетарним інститутом та втіленням на практиці в статуті ЄЦБ.
Передбачення режиму макроекономічної політики	Для запобігання втратам добробуту в процесі проходження стадій, що передують входженню в ЄВС, та безпосереднього запровадження євро необхідний згладжений вихід на реалізацію критеріїв євроконвергенції, який би дав можливість на момент вступу до ЄС та ЄВС мати адаптовану економіку до режиму функціонування ЄЦБ та спільних засад визначення макропріоритетів. Така адаптація забезпечуватиметься через поступове випереджаюче по відношенню до реальної конвергенції чи формалізації стосунків країни та Європейського Союзу / країн – ЄВС, запровадження в практику макроекономічної та, в першу чергу, монетарної політики режиму функціонування ЄЦБ.	Поступова мінімізація інфляції до конвергенційного рівня на передодні вступу до ЄС (а не ЄВС), розширення діапазону коливань валютних курсів з метою визначення його значення, наближеного до рівноважного, при фіксації паритету в рамках приєднання до EMR II.
Макроекономічної, зокрема, монетарної однорідності	Однорідність передбачає, що реалізація політики відбувається на спільних засадах (прояв – подібні функції реакції центральних банків у рамках прав підтримання цінової стабільності), і не просто призводить до номінальної конвергенції, але детермінує спільність засад монетарної політики на рівні поведінкової функції мікроєдиниць. Внаслідок цього повинно відбутись наближення до системної цілісності засад, принципів та характеру операційного функціонування ЄЦБ та національних центральних банків країн-кандидатів.	Перехід до тергетування інфляції, яке б дозволило мінімізувати її рівень до маастріхтських вимог за кілька років до вступу в ЄС. Це матиме позитивні наслідки для вирівнювання довгострокових процентних ставок та полегшить виконання нормативу щодо них в умовах підтримання плаваючих курсів до моменту приєднання до EMR II.
Технологічної сумісності	Монетарна політика повинна спиратись на відповідність технологічних процедур, інакше відмінності в характері монетарних інструментів та пристосуванні трансмісійного механізму до пріоритетів центробанків на макrorівні можуть позначитись на тенденції до дивергенції, перш за все, у рівнях інфляції. Важливість цього також випливає з загальних принципів функціонування ЄСЦБ: пристосування грошових ринків до функціонування єдиної платіжної системи, децентралізація окремих операцій рефінансування, єдиний режим впливу на євроліквідність тощо.	Реформування системи монетарних інструментів: стандартизація відповідно до методології ЄЦБ операцій відкритого ринку та рефінансування; зниження мінімальних резервних вимог.

Джерело: [73, с. 427–428].

Українська гривня, прив'язана до долара США в рамках режиму фіксованого валютного курсу. Оскільки курс долара США протягом 2002 – початку 2008 рр. має стабільну тенденцію до зниження, курс євро до долара стабільно зростає, гривня девальвувала відносно євро і сьогодні є недооціненою. Якщо фіксований валютний курс утримуватимуть, було б доцільніше прив'язати гривню до кошика, який відображає структуру торгівлі (близько третини зовнішньої торгівлі України припадає на ЄС) або ж до євро із відповідною диверсифікацією золотовалютних резервів.

МВФ рекомендує урядові перейти на гнучкіший режим обмінного курсу та надає технічну допомогу для підготовки такого переходу. Гнучкий валютний курс також сприятиме торгівлі з ЄС у довгостроковій перспективі.

Згідно концепції валютного заміщення в Україні стає зрозумілим, що векторна спрямованість зовнішньоекономічної стратегії держави – це Загальноєвропейський субрегіональний економічний простір. Хоча Україна і не перейшла на використання євро, і економіка, власне, достатньо доларизована, але вихід українських банків і корпорацій на ринок єврооблігацій, ведення перманентних економічних воєн з Російською Федерацією (газова, нафтова, м'ясо-молочна) не просто викликають обернений до політичного економічний ефект від переорієнтації економіки України в бік ЄС. Попри синхронізацію монетарного і, загалом, економічного циклу з Європейським Союзом, нестача політичної волі та довіри з боку громадян є саме тими чинниками, які пояснюють парадокси монетарних тенденцій в Україні.

Основними пріоритетами, що постають перед українською економікою, є створення стійкого зв'язку між фінансово-кредитною системою та реальним сектором суспільного відтворення. Основна увага має зосереджуватися на забезпеченні стійкості та надійності банківської системи, посиленні її концентрації, активному залученні в банківську сферу іноземного капіталу, у т.ч. країн-членів ЄС, значному розширенні механізмів довгострокового кредитування та інструментарію банківських послуг [3].

Погоджуючись з науковою думкою авторитетного українського вченого З.Васильченко, що намагання Національного банку України посилити надійність банківської системи та усунути в її розвитку внутрішні диспропорції шляхом посилення регулятивних вимог, не приносять очікуваного ефекту [35]. Саме тому кардинальний перегляд змісту діяльності окремих комерційних банків і структурна перебудова банківського сек-

тора загалом визначають сутність трансформаційних процесів, що набувають особливої важливості та актуальності в умовах ринкової економіки. Вони потребують координації зусиль Національного банку України, банківських асоціацій і союзів, банківських установ, органів законодавчої і виконавчої влади, а також підприємств нефінансового сектора економіки. При цьому держава повинна більшою мірою використовувати досвід запровадження ринкових механізмів впливу на суб'єктів банківського сектора економіки в країнах Центральної та Східної Європи [27, с.87].

Адже на сьогодні роль кредитно-фінансової системи у розвитку національної економіки є обмеженою і недостатньою, її необхідно посилювати. Дедалі більше загострюється питання щодо здатності банківської системи України забезпечувати зростаючі потреби різних секторів економіки в адекватному банківському обслуговуванні з урахуванням низького рівня капіталізації, ліквідності та якості активів, необґрунтовано високого рівня банківських витрат, недосконалої ресурсної бази значної кількості комерційних банків, що в остаточному підсумку може зумовити й системну дестабілізацію. На тлі глобалізації світогосподарських зв'язків викликає занепокоєння відносно невисока конкурентоспроможність вітчизняної банківської системи порівняно із банківськими системами інших країн та міждержавних утворень.

Усе це обумовлює необхідність певного зміщення акцентів в економічній політиці. Насамперед, у тому, щоб у контексті поглиблення ринкової трансформації та реалізації євроінтеграційної стратегії України, зорієнтувати ринкові механізми й інститути на відновлення і розвиток національного виробництва на сучасній матеріально-технологічній і організаційній основі, на здійснення радикальних структурних перетворень у галузевій і територіальній структурі господарства.

Відповідно, перспективи економічної євроінтеграції України вимагатимуть врахування специфіки явища єдиного банківського ринку, сутність якого визначено таким чином: створення умов для вільного пересування капіталу через кордони; гармонізація систем корпоративного оподаткування в рамках Європейського Союзу з метою уникнення диспропорцій у банківських інвестиціях на його території; одержання банками права засновувати свої філії, відділення та представництва і надавати широкий перелік обумовлених видів фінансових послуг на всій території ЄС [35, с. 23 – 25].

Досвід країн ЦСЄ свідчить, що рівень іноземного проникнення, яке відбувалось переважно через створення дочірніх банків шляхом приватизації вже існуючих місцевих, як за кількістю інституцій (понад 64%), так і за часткою в активах (понад 68%) у країнах ЦСЄ значно перевищує відповідні показники в інших країнах світу. Даний позитив був зумовлений, на думку західних аналітиків, як зацікавленістю іноземних фінансових посередників у ринках країн ЦСЄ, так і прагненням урядів залучити іноземних інвесторів при проведенні приватизації державних банків та подальшої реструктуризації банківського сектора у процесі ринкових трансформацій [176].

Комерційна присутність та транскордонне надання банківських послуг філіями та дочірніми компаніями іноземних банків сприяли підтриманню стійкості банківських систем приймаючих країн завдяки підтриманню сталих обсягів кредитування у період кризи на фоні певного скорочення транскордонного фінансування. Разом з тим, нові філії та дочірні компанії іноземних банків та колишні місцеві банки приватизовані іноземними інституціями були більш проциклічними по відношенню до економічних умов у приймаючій та країні походження, що створило певні загрози для стабільності [139].

Відповідно, найважливішим питанням при лібералізації торгівлі фінансовими послугами постає керованість і стійкість банківської системи, її потенційні можливості реагувати на зовнішні шоки. Зокрема, досвід країн ЦСЄ вказує, що існує обернена залежність між кредитуванням, що надається іноземними банками з ЄС у низці країн ЦСЄ (Естонії, Латвії, Литві, Польщі, Румунії, Словаччині, Словенії, Угорщині, Хорватії та Чехії), і економічним циклом у країнах ЄС [176]. Тобто протягом спадної фази циклу у країні походження банк нарощує обсяг наданих кредитів у приймаючій країні і навпаки. Так, зростання ВВП країни походження на 1% спричиняє зменшення обсягів кредитування, що надається філіями іноземних банків, на 8,62% [97, с. 215–259].

Однак, щодо фінансових послуг, то законодавство ЄС (EU acquis) не є доцільним форматом для України на цьому етапі їх розвитку. По-перше, законодавство ЄС у цій галузі досі активно розвивається й, таким чином, залишається мінливим. По-друге, воно вкрай складне та налаштоване на розвинені фінансові ринки замість таких, як в Україні, де банківські установи домінують у секторі фінансових послуг. По-третє, для отримання однієї з потенційних переваг від забезпечення відповідності законо-

давству ЄС – спрощеного доступу українських банків до ринків Європейського Союзу понад рівень доступу, що надається через Загальну угоду про торгівлю послугами (GATS). Важливо підкреслити, що потребує прискореного утвердження і розширення фондовий ринок, підвищення його ролі в залученні інвестицій та перерозподілі капіталу в національній економіці. Забезпечення випереджаючого розвитку вторинного ринку й ринку корпоративних цінних паперів, освоєння емісії середньо- і довгострокових цінних паперів цільового інвестиційного призначення, повноцінний розвиток фінансового посередництва потребує належного та негайного розвитку ринку страхових послуг та ринку перестраховування [139].

Процес інтеграції ринку фінансових активів України у світовий фінансовий ринок визначається насамперед процесом формування фінансового ринку, його структурних складових, інституцій, правової бази. На сучасному етапі фінансовий ринок України більшою мірою підпорядкований дії адміністративних чинників порівняно з ринковими механізмами функціонування. Тому першочерговим завданням є впровадження та реалізація ринкових принципів і методів функціонування фінансового ринку, що само собою стане передумовою інтеграції у міжнародний фінансовий ринок. Щодо існуючих загальних тенденцій розвитку національного фінансового ринку професори І.О.Лютій та В.І.Мищенко виокремлюють низку чинників впливу, що зумовлюють особливості реалізації об'єктивних закономірностей таких процесів. Зокрема, як внутрішні чинники виокремлено рівень соціально-політичної стабільності й наявність політичної волі до формування ринкового механізму функціонування національного фінансового ринку, макроекономічну стабільність і кон'юнктуру національного ринку, стабільність курсу гривні та фінансової політики як умови позитивного інвестиційного клімату. До зовнішніх чинників впливу віднесено стан світової економіки і кон'юнктури на ринку енергоносіїв, кон'юнктуру на світових фінансових ринках та рівень кредитного рейтингу України як суверенного позичальника [93]. І як загальний чинник інтеграції національного фінансового ринку автори виділяють політику щодо пріоритетності інтеграційного курсу України та визначення її статусу у світовому співтоваристві. Щодо визначення статусу країни, то, на жаль, Україна допоки не може претендувати на роль країни, що приймає глобальні рішення, виходячи з національних інтересів, тому вітчизняна/державна фінансова по-

літика має бути національно зумовленою та інтернаціонально орієнтованою, оскільки «політичні рішення, що приймаються у центрі глобальної системи, виходять з внутрішніх економічних пріоритетів відповідних країн» [148, с. 60–64].

В основі сучасного моделювання економічної поведінки національних держав лежить три основних постулати щодо відкритості, запропонованих західними економістами-міжнародниками [196; 204; 217; 247]:

1) відкритість сама по собі не є дієвим механізмом генерації сталого економічного розвитку. Фундаментальними детермінантами економічного зростання є накопичення фізичного і людського капіталу та технологічний розвиток. Країни, економіки яких зростають більш швидкими темпами, стають, як правило, більш відкритими. Але зворотний зв'язок – між більшою відкритістю та негайним економічним зростанням – практично не спостерігається;

2) відкритість неминуче прискорюватиме розрив між рівнем доходів і добробуту окремих соціальних груп всередині країни. Як показують дослідження А.Вуда, Р.Фінстра, Г.Гроссмана, Д.Ірвіна [174; 217] під час пошквалювання процесів лібералізації у Чилі, що є найбільш успішним прикладом створення економіки відкритого типу, коефіцієнт Гіні (Gini coefficient – вимірює нерівність доходів і змінюється від 0 – абсолютна рівність, коли всі мають однаковий рівень доходів – до 1 – випадок максимальної нерівності, коли в одних руках зосереджуються усі надходження – зріс на 12% – від 0,46 у 1971 р. – до 0,58 у 1989 р. [196] Аналогічне зростання розривів у доходах спостерігається з кінця 1980-х років у країнах, котрі обрали шлях швидкого відкриття економік, зокрема в Латинській Америці та у країнах колишньої командно-адміністративної системи, у тому числі в Україні [217];

3) відкритість робить країни більш залежними від зовнішніх шоків, що можуть спровокувати внутрішні конфлікти та політичну нестабільність. Ці наслідки загрозливі не лише самі по собі, але й можуть пролонгувати і мультиплікувати ці шоки. Глобальний світ, що розвивається, починаючи з 1970-х років був уражений серією шоків, які спричинялись зміною умов торгівлі, коливанням світових процентних ставок, раптовими змінами напрямків потоків капіталів. Боргова криза, яка вибухнула у країнах Латинської Америки у 1980-х роках, була яскравим прикладом їхньої неспроможності впливати на наслідки зовнішніх шоків, протистояти їм. Так само азійська фінансова криза 1997 року

продемонструвала, що не існує жодної країни, незалежно від принципів побудови її зовнішньоекономічної політики, яка має імунітет проти таких шоків [196; 204; 217; 247].

Формуючи уявлення про трансформацію економічних систем протягом 1990-х рр. як на доктринальну тезу, автор спирався на погляди західних дослідників, що розглядали домінантним критичну масу іноземних інвестицій як найвагоміший доказ на користь відкритості. Але з можливості нарощування інноваційно-інвестиційного потенціалу країни за рахунок притоку іноземних інвестицій можна зробити цілий ряд узагальнень, які суперечать цій доктринальній тезі [196; 204; 217; 247]:

- по-перше, високого рівня кореляції між динамікою інвестиції та економічним зростанням у короткостроковому періоді не спостерігається, тобто зміни інвестиційних показників не чинять прямого впливу на розвиток національної економічної структури. Хоча у довгостроковому періоді інвестиції виступають ключовим фавором економічної динаміки, і тоді цей зв'язок добре простежується [199; 213]. Однак іноземні інвестори орієнтуються на негайні показники економічного зростання, які обіцяють і в майбутньому стабільні доходи від інвестицій. Тому спроби залучити інвестиції для структурної перебудови господарства, відштовхуючись від критерію терміновості, і на цій основі подолати кризові явища, не матимуть успіху;

- по-друге, найновіші дослідження джерел економічного зростання у країнах, зокрема Східноазійського регіону, показують надзвичайну важливість внутрішнього кумулятивного нагромадження для цих країн. Зокрема, зростання загальної продуктивності факторів (TFP) відіграє значно меншу роль у порівнянні з фізичними інвестиціями та зростанням якості й кількості робочої сили. Постійною детермінантою економічного розвитку цих країн є невинне намагання залучити до виробництва внутрішні інвестиції. Так, Південна Корея змогла збільшити частку внутрішніх інвестицій у ВВП від менше ніж 10% у 1960 р. до 30% наприкінці 1970-х р. [194; 255];

- по-третє, навіть екстравертна відкритість (експортна орієнтація) у бік світової економіки хоча й може певною мірою стимулювати іноземне інвестування, не може забезпечити прямого зв'язку між відкритістю та інвестиційною привабливістю. Аналіз неокласичного підходу дає можливість стверджувати, що взаємозв'язок між лібералізацією і доходами на вкладений фізичний капітал неоднозначний, у всякому разі для країн, що слабо забезпечені фізичним капіталом: їх відкритість відповід-

но до теореми Столпера-Самуельсона зменшуватиме дохідність інвестицій. Тим самим знижується дохід на капітал і зменшується привабливість для приватних інвесторів. Уряди східноазійських країн доповнювали екстравертну зовнішньоекономічну організацію вивіреною політикою стимулювання внутрішніх інвестицій, що дозволяла підвищувати їхню дохідність. Вони не лише ліквідували перешкоди на шляху внутрішніх приватних інвестицій, але й активно оксидували національних інвесторів, активізуючи кумулятивні процеси. Так, наприклад, у цих країнах напередодні фінансової кризи 1997 р., коли потоки іноземного капіталу досягли кульмінаційної точки відносно національних ВНП, вони не перевищували 5% від обсягу внутрішніх інвестицій по групі цих країн у цілому, ВДР підкреслює домінуючу роль внутрішніх джерел нагромадження для економічного розвитку [205];

- по-четверте, іноземні інвестори приходять не в ті країни, де все надлібералізовано, а у ті, де діють власні стимули і наявні власні основи економічного зростання, наприклад, високий платоспроможний попит і високий рівень власних капіталовкладень, що здійснюються за рахунок внутрішніх національних джерел. Власне ще на початку ХХ ст. У. Мітчелл доходить висновку, що інвестиційний бум має кумулятивну природу. Його пожвавлення чи затухання пов'язане з дією екзогенних (іноземна інвестиційна діяльність) та ендогенних (внутрішня інвестиційна діяльність) чинників. Жодна фаза відтворювального процесу, на його думку, прямо не залежить від екзогенних чинників, зовнішніх по відношенню до самої економічної системи: будь-які обсяги іноземних інвестиційних надходжень не можуть справити імпульсний ефект на економіку, не можуть служити поштовхом до кумулятивного розгортання, якщо для цього ще не визріли ендогенні чинники [103, с. 69].

Все ж запровадження моделі так званої «відкритої економіки» не є панацеєю для нарощування інвестиційної привабливості національно-господарської системи та здійснення структурних реформ. З іншого боку, зважаючи на велику залежність відкритої економіки від глобального економічного комплексу, відбувається відтік національних ресурсів і капіталів в умовах глобальної фінансової нестабільності.

Хоча не можна не погодитись з твердженнями західних економістів-теоретиків, які доводять, що скористалися об'єктивними перевагами відкритості країн за певних умов, серед яких активна роль держави у запровадженні власної національ-

ної моделі відкритості має провідне значення, зважаючи на реалії економічної глобалізації [199; 213].

Найбільш важливим у цьому сенсі, на наш погляд, є те, що нові тенденції фінансового розвитку ставлять нові, складніші завдання перед регуляторами і наглядовими органами та обумовлюють потребу у формуванні нової стратегії розвитку вітчизняного фінансового ринку. Адекватність оцінки переваг та недоліків таких майбутніх нововведень потребує відповідного вивчення, проте отримання конструктивної та аргументованої відповіді можна очікувати уже від практики. А поки що реалії такі: фондовий ринок України не структурований; банківська система недокапіталізована (власні капітали, як, між іншим і активи усєї банківської системи України, еквівалентні аналогічним показникам одного європейського банку – найбільшого); валютний ринок зарегульований (валютна лібералізація, про необхідність якої самі регулятори говорять вже не один рік, так і залишається «хорошими намірами»); страховий ринок недорозвинутий (як з точки зору обсягів операцій, так і кількості та якості відповідних продуктів). А на нерозвинутий ринок іноземні інвестиції в сучасних умовах не спрямовуються. І готовність українського ринку до включення у світову систему руху капіталів, у глобальну економіку, в якій, як зазначає О. Шаров, на зміну міжнародному поділу праці приходить система глобальних альянсів – це відповідальність як суб'єктів ринку, так і органів державного регулювання [171].

Оскільки однією з найболючіших проблем України, на думку Ю. Макогона, залишається проблема залучення коштів для подальшого успішного розвитку. Значення скорочень обсягів виробництва, високий рівень інфляції, низька якість продукції, безробіття, структурна перебудова виробництва – все це потребує значних грошових ресурсів. З одного боку, дефіцит державного бюджету як наслідок економічної кризи призвів до браку державних коштів, з іншого – зuboжіння основної маси населення не дає змоги достатньо повно залучати кошти громадян і з політичних мотивів – невизначеність та політична нестабільність аж ніяк не сприяють припливу коштів у нашу державу. Власне розбалансованість фінансової системи держави, платіжна криза, що спричинена переходом до світових цін на енергоносії, відсутність власних внутрішніх заощаджень/нагромаджень об'єктивно зумовлюють потребу в залученні зовнішніх коштів для відновлення господарської рівноваги, забезпечення сталого економічного розвитку, а в подальшому і зростання [95].

Пріоритетним напрямом інтеграції України в систему міжнародних фінансів сьогодні є залучення в національну економіку іноземних інвестицій. Прихід іноземного капіталу у фінансовий сектор України буде стимулювати розвиток конкуренції та прогрес банківської системи, збільшить довіру до неї, дозволить швидше впроваджувати новітні банківські технології та більш активно працювати із заощадженнями населення.

Основними складовими інвестиційної політики мають бути: визначення стратегії розвитку з урахуванням природного потенціалу і наявності робочої сили; визначення пріоритетних галузей, навколо яких розвиватимуться супутні виробництва і які забезпечуватимуть у майбутньому конкурентоспроможність економіки; створення відповідної інфраструктури; створення кредитно-банківської системи з метою акумулювання коштів для державних та приватних інвестицій; формування визначеній меті підпорядкованої податкової системи; розвиток державної системи освіти і підготовка фахівців для певних галузей; створення розгалуженої мережі державних науково-дослідних установ, які забезпечували б пріоритетні галузі новими технологіями та машинами; ідеологічне виховання нації засобами масової інформації та через систему освіти [50].

Зважаючи на це, найоптимальнішим і найперспективнішим геостратегічним вектором інтеграційної політики, як зазначає Президент України Віктор Янукович, є саме вихід на траєкторію динамічного господарського розвитку, який дасть можливість нашої державі у стислі терміни скоротити розрив у економічній ефективності з нашими сусідами. Цьому слугуватиме реалізація європейського вибору України, як визначеної стратегічної мети у галузі зовнішньої політики. Невід'ємною ж складовою європейського вибору та послідовності євроінтеграційної політики України є розвиток всебічних, дружніх і взаємовигідних відносин з Росією. При цьому як Україна так і РФ в першу чергу діють та взаємодіють виходячи з власних національних інтересів. Крім того, активізація стратегічного партнерства зі Сполученими Штатами та всією євроатлантичною спільнотою виступає вагомим чинником реалізації національних інтересів [5].

Досвід багатьох країн переконує, що подолання автаркічної замкнутості та інтеграція у світову економіку є потужним інструментом сприяння економічному розвитку держав на якісно нових засадах і нових рівнях співпраці з урахуванням того, що світ зараз недалекокий від досягнення точки «біфуркації», переходу до якісно нових рішень, структурної перебудови системи господарювання.

Досягнення стабільності економічного розвитку в умовах глобалізації світогосподарських зв'язків потребує розширення звичних рамок традиційного економічного аналізу, вироблення нових підходів дослідження розвитку валютно-фінансових відносин. У цьому сенсі лише комплексний підхід дає можливість адекватно зрозуміти й описати рушійні сили та зміст економічного успіху тієї чи іншої держави або інтеграційних угруповань, а також вибудувати ефективну геоекономічну стратегію зовнішньоекономічної політики України.

Останні два десятиліття ми стали свідками важливих змін у розвитку світової валютно-фінансової системи. Валютно-фінансова система, валютно-фінансові відносини слугують одночасно і об'єктами, і суб'єктами глобалізації. Можна стверджувати, що якщо глобалізація в цілому перетворює світ на єдине «глобальне селище», то фінансова глобалізація, яка проявляється у зростанні обсягів оборотів міжнародних ринків капіталу, виникненні нових фінансових інструментів і розширенні можливостей для інвесторів і позичальників, призводить до утворення такої собі «глобальної ощадної каси». Ринки капіталу набувають всезростаючої значущості як джерело фінансування і механізм розподілу ризиків. Водночас небанківські фінансові установи швидко стають ще одним важливим посередником у передачі фінансових ресурсів.

Неоліберальна модель вільного ринку, що домінувала в теоріях руху капіталу на межі тисячоліть, зумовила формування основних передумов сучасної фінансової глобалізації. Новітні ж тенденції розвитку світової економіки, особливо розгортання системної кризи світової фінансової системи, зумовлюють їх перегляд, насамперед у сфері ринкової влади, переваг розміщення, а також переваг інтерналізації [118].

Домінування сучасних постіндустріальних факторів виробництва викликало зміщення акцентів та модифікацію валютно-фінансових чинників міжнародного інтеграційного процесу. Глобалізація, яка була викликана скороченням транспортних видатків, на сучасному етапі зумовлена зниженням вартості засобів зв'язку; підвищився рівень конкуренції і різноманітність фінансових посередників. Посилилась конкуренція у сфері банківських кредитів, про що свідчить скорочення процентних спредів (різниця між ставками по кредитах і ставками грошового ринку). Обсяг коштів в управлінні різноманітних небанківських фінансових установ (наприклад, страхових

компаній, пенсійних фондів та інвестиційних фондів) суттєво зріс, частково сприяючи підвищенню ліквідності фондових ринків, а довгострокові цінні папери стають все більш важливим джерелом фінансування.

Завдяки глобалізаційним процесам та значному зростанню обсягів і частки як державних, так і корпоративних боргових зобов'язань міжнародний фінансовий ринок стає глибшим, прозорішим і ліквіднішим. Основними інструментами міжнародного фінансового ринку сьогодні є акції, облігації, депозити, деривативи, свопи. Однак, саме відсутність дієвих регулятивних механізмів функціонування міжнародних ринків цінних паперів на мегарівні світової економіки виступила одним з основних чинників глобальної фінансової нестабільності.

Значний вплив на валютний сегмент міжнародного фінансового ринку спричиняє динаміка та масштаби міграції капіталу, а курсові співвідношення дедалі більше визначаються динамікою фінансових потоків та доходності фінансових інструментів, а динаміка валютного курсу відображає зміну конкурентоспроможності реального сектору та національної економіки в цілому. Водночас ринкові потрясіння можуть привести в рух процес, який наблизить спреди за ризик і ціни на активи до економічних детермінант, підвищить кредитну дисципліну і поступово зменшить зовнішні дисбаланси в країнах з ринком, що формується.

У європейських країнах з ринками, що формуються, більш рішуча консолідація державних фінансів є бажаною для зближення, пов'язаного з конвергенцією тиску на попит, і забезпечення захисту від ризиків, які створюються швидко зростаючою заборгованістю приватного сектора. При цьому консолідація також повинна бути спрямована на структурні реформи і доповнюватися такими реформами, з тим щоб збільшити пропозицію і виконати зобов'язання по конвергенції доходів, включаючи заходи з прискорення економічної і фінансової інтеграції.

Динамічний розвиток будь-якої національної економіки за сучасних умов значною мірою залежить від здатності використовувати зовнішні джерела фінансових ресурсів, ефективної участі в роботі міжнародних фінансових ринків та ринків капіталів, активної інтеграції до діючих структур кредитного сприяння. Розгортання світової економічної кризи протягом 2007-2009 рр. гостро проявила суперечливий вплив різних компонентів фінансової глобалізації, зокрема, глобалізація торгівлі спричиняє вирівнюючий вплив, а фінансова гло-

балізація (і зокрема, ПІІ) інколи призводить до поглиблення нерівності доходів.

Вплив фінансових ресурсів, що переміщуються з однієї країни до іншої, мають два принципові результуючі наслідки. По-перше, міграція фінансових ресурсів, перш за все у вигляді інвестованого капіталу як своєрідна альтернатива міжнародних товарообмінних відносин об'єктивно зменшує субстанцію міжгалузеві торгівлі. Втім, до такого наслідку опосередковано може призвести і рух фінансових ресурсів у вигляді переміщення кредитних ресурсів при проведенні реципієнтом активної промислової політики та використанні кредитного потенціалу в цілях реального сектору. І по-друге, рух фінансових активів щодо торгівлі виступає активним формуючим фактором. Це відбувається тому, що розширюється простір для торгівлі, оскільки сам факт руху фінансово-капітальних активів означає можливість кращої насиченості капіталодефіцитних галузей країн-реципієнтів.

Сучасний етап економічної глобалізації також актуалізував гостру необхідність як теоретичного, так і практичного перегляду засад міжнародного регулювання руху капіталу в світовому вимірі як чинника оптимізації, перерозподілу та акумуляції фінансових ресурсів.

А отже, для того, щоб приєднатися до сучасних євроінтеграційних процесів, набуває вагомого значення співробітництво з країнами та інтеграційними угрупованнями на теренах Співдружності Незалежних Держав, зокрема з організацією Євро-Азійського економічного співробітництва та Митним союзом Росії, Білорусі та Казахстану, де для нашої держави значно краще формується економічне середовище, і можна ефективніше використовувати взаємодію з цими структурами. Дуже важливо, що такий вектор економічного зближення одночасно створює передумови зближення України з іншим, найпотужнішим європейським інтеграційним угрупованням – Європейським Союзом.

Тобто органічна взаємодія з сучасними європейськими економічними структурами з урахуванням історичних передумов, психологічних і соціально-економічних факторів, орієнтуючись на європейські норми й стандарти, пов'язані з рівнем життя, обслуговування та з розвитком сфери послуг, ринкової й соціальної інфраструктури, прийняттям за основу цих критеріїв, дозволить підтягнути рівень національного господарського розвитку і стати європейською державою не лише за географічними, а й за політико-економічними ознаками.

РОЗДІЛ 2. ЄВРОПЕЙСЬКИЙ ВЕКТОР ВАЛЮТНО-ФІНАНСОВОЇ ІНТЕГРАЦІЇ УКРАЇНИ

2.1. Інституціональне забезпечення валютно-фінансової взаємодії України з ЄС

Валютно-фінансова та грошово-кредитна політика у період ринкової трансформації, винайдення дієвих господарських механізмів сталого економічного розвитку, а також можливостей участі нашої держави в новітньому інтегрованому суспільстві, інтегральних об'єднаннях держав різного рівня економічного та соціального розвитку постають сьогодні головними напрямками наукового пошуку в Україні.

Формування валютно-фінансової системи України в умовах трансформації економіки створює передумови для становлення та подальшого розвитку ринкових інститутів фінансового сектору – структурних елементів господарської системи країни, без яких неможливе її успішне функціонування.

Відповідно, для України, за умов розширення ЄС на Схід та пошуків шляхів реалізації євроінтеграційної стратегії, конче необхідними стали винайдення дієвих інституціональних засад валютно-фінансової взаємодії з європейською спільнотою, а також формування на основі передового досвіду нових країн-членів ЄС грошово-кредитних складових зовнішньоекономічної стратегії нашої держави.

В загальноекономічному розумінні інституціоналізм як особлива течія економічної думки вивчає історично встановлені звичаї, правила, норми та способи господарської поведінки суб'єктів у їх зв'язку з іншими сферами суспільного життя – етнічною, політичною, соціокультурною та іншими [234].

Таким чином, з точки зору інституціоналізму валютно-фінансова система – це сукупність ринків та інших інститутів, необхідних для обміну активами та запобігання ризикам. Одним з ключових питань фінансів вбачається виявлення закономірності еволюції валютно-фінансових інститутів як складових елементів господарської системи [14].

Західна наукова течія сформулювала постулати того, що для стабільного розвитку валютно-фінансова система країни досягає своєї завершеності лише за наявності розвинутих інститутів. Так,

у державах із перехідною економікою фінансові системи характеризуються тим, що окремі інфраструктурні елементи перебувають на стадії формування [87]. Це, насамперед, стосується банківського сектору, валютних бірж страхових, пенсійних, інвестиційних фондів тощо.

Діяльність українських банків та небанківських фінансових установ характеризується численними недоліками. Кількість банківських та небанківських установ більша, ніж в Японії, а проблема ж полягає у фінансовій слабкості цих установ, що не викликає довіри з боку громадян. Зазначені недоліки негативно позначилися на розвитку підприємництва та економічному зростанні, де провідну роль мав відігравати валютно-фінансовий сектор країни.

Необхідна реструктуризація економіки України вимагає значних коштів для інвестицій у нове обладнання, технології, підготовку спеціалістів. Частка ж участі банківських та небанківських фінансових установ у підприємствах залишається дуже низькою, вони неспроможні стимулювати та фінансово підтримувати всі необхідні радикальні зміни для промислових підприємств. У розвинутих валютно-фінансових системах, в цілому, англосаксонського типу, де переважають універсальні банки, чи як у Німеччині, де фінансові установи більш інституційно диверсифіковані, як у Великій Британії або в США, де вони є головними акціонерами більшості великих підприємств, і мають можливість активно підтримувати зміни та реформи в промисловості [97]. Вітчизняний же фінансовий та банківський сектор вимагає посилення як за рахунок централізації, так і за рахунок його концентрації.

Текст Європейської угоди про реформи, прийнятий наприкінці 2007 р. на самміті глав держав і урядів ЄС-25, формально закріпив посилення наднаціонального регулювання інтеграційних процесів і підтвердив початок формування державного устрою в ЄС по федеративному типу. Розширення ж ЄС на Схід загострило проблеми щодо співвідношення міжурядових та наднаціональних принципів управління [137, с. 24].

Саме тому, на сучасному етапі розвитку процесів формування наднаціонального типу управління за сферами економічної політики у Європейському Союзі, а також проблеми й перспективи щодо вступу України до ЄС обумовлюють першочерговість саме інституційних факторів ефективності валютно-фінансової взаємодії та визначають головні напрями реформування національного економічного управління в контексті адаптації його структури до західноєвропейських вимог.

Валютна інтеграція, обумовлена об'єктивною тенденцією до інтернаціоналізації всіх сфер господарського життя, може розвиватися як дійсно життєздатний процес з успішним результатом, якщо дотримується головна загальна закономірність, а саме – поетапне і послідовне просування інтеграційних процесів від нижчих стадій до більш високого. У тісному взаємозв'язку з нею знаходиться інша загальна закономірність – необхідність дотримуватись балансу на кожному етапі між об'єктивною ринковою основою інтеграційних процесів і суб'єктивним регулюючим початком [92, с.223].

Досвід розвинутих країн свідчить, що форсований перехід до більш зрілих стадій інтеграційного процесу без завершення попередніх етапів і порушення балансу ринкового і регулюючого небезпечний ризиком провалу планів валютної інтеграції. У Євросоюзі головним критерієм оцінки оптимальності розподілу компетенції між різними рівнями керування інтеграційними процесами є традиційна концепція субсидіарності. Посилання на її застосування як найважливіша умова ефективного регулювання інтеграції міститься практично у всіх основних документах ЄС, починаючи з Римського договору про установа Європейського економічного співтовариства і завершуючи Договором про запровадження Європейської конституції, скорегованої Лісабонською угодою, вступила в дію після ратифікації усіма членами ЄС у 2009 р.

Практика застосування принципу субсидіарності знаходиться у прямій залежності від історичних умов і конкретних результатів, досягнутих на попередніх етапах інтеграції. Поняття оптимального співвідношення між рівнями, на яких приймаються рішення, еволюціонувало в міру поглиблення валютної інтеграції і переходу до рішення більш складних задач з її реалізації.

Амбіційні завдання Маастрихтського договору (з виправленнями і доповненнями, внесеними Амстердамським договором 1997 р.) про створення Європейського Союзу, основою якого стали спільний європейський економічний простір і Європейський валютний союз, вимагають значної консолідації механізму прийняття рішень з упором на підвищення ролі наднаціонального регулювання. Євросоюз як першочергова задача покликаний «сприяти економічному і соціальному прогресу, високому рівню зайнятості і досягти збалансованості і стійкого розвитку, особливо шляхом формування простору без внутрішніх границь і створення економічного і валютного союзу» [64, с.49].

Унікальність інституційно-правової системи ЄС полягає в тому, що держави-члени передали колективним незалежним ор-

ганам управління суверенітет у ряді життєво важливих сфер. У праві ЄС для позначення керівних органів, наділених, як правило, владними повноваженнями, використовується термін «інститут». Інститути, яким делеговані суверенні права, представляють інтереси Союзу як єдиного цілого, його держав-членів і його громадян. У сукупності органи Євросоюзу утворюють цілісну систему, що може бути позначена терміном «механізм» [35].

З питань, що відносяться до функціонування ЄВС, інститути Євросоюзу наділені винятковою компетенцією встановлювати правила конкуренції, необхідні для функціонування внутрішнього ринку, і, крім того, приймати на наднаціональному рівні обов'язкові для всіх держав-членів рішення в сферах єдиної грошово-кредитної і валютної політики для країн зони євро, загальної зовнішньоторговельної політики, функціонування митного союзу.

Унікальне місце в системі інститутів, які покликані реалізувати виняткові компетенції Євросоюзу зі створення і функціонування ЄВС, належить Європейській системі центральних банків (ЄСЦБ) та її наднаціональному ядру – Європейському центральному банку, а також транс'європейській розрахунково-платіжній системі TARGET. Головна мета ЄСЦБ – забезпечення стабільності цін і проведення без збитку для цієї першочергової мети спільної економічної політики Євросоюзу, спрямованої на досягнення збалансованого економічного зростання [126, с. 10].

Закріплення за Європейським Союзом виняткової компетенції в ключових питаннях розвитку валютної інтеграції, особливо в умовах розширення цієї організації, поставило необхідність внести положення, що спрямовані на посилення консолідації механізму прийняття рішень провідними інститутами Євросоюзу. Вже у проекті договору 2007 р. відзначалося, що Союз керується єдиним інституціональним механізмом, у якому кожен інститут повинний діяти в межах закріплених за ним повноважень відповідно до встановлених процедур і в повній взаємодії з іншими інститутами [149].

Авторський аналіз основних факторів і напрямків реформування механізмів управління в Євросоюзі дозволяє зафіксувати декілька важливих тверджень. По-перше, процес реформування механізму управління ЄС розвивається на основі загальних закономірностей інтеграційного співробітництва і відповідно до принципів субсидіарності і пропорційності прийняття рішень різними інститутами влади на різних етапах інтеграції. Зокрема, зміни в інституціональній структурі Євросоюзу в цілому відповідають та-

кій важливій закономірності валютної інтеграції, як динамічний характер змін у співвідношенні між національним, міждержавним і наднаціональним регулюванням у залежності від стадії інтеграції з акцентом на посилення наднаціонального початку в міру її поглиблення.

По-друге, в умовах поглиблення інтеграційних процесів і вступу в об'єднання менш розвитих країн Центральної і Східної Європи цілком очевидна об'єктивна необхідність послідовної консолідації механізму прийняття рішень. А це припускає підвищення ролі таких факторів, як прискорення, спрощення і підвищення прозорості процедур прийняття рішень по широкому спектрі проблем, що особливо стосуються перспектив економічного і валютного союзу.

Так, Ю.Грінченко наголошує на тому, що регулятивна стратегія ЄС на сучасному етапі базується на принципах вільного руху товарів, послуг, капіталів та робочої сили, субсидіарності та регулятивної конкуренції. Новітня ж модель регулятивної стратегії відбиває прагнення ЄС до забезпечення економічної ефективності спільної економічної політики та поєднання в децентралізованій системі управління принципів міжурядового співробітництва та наднаціонального регулювання. Реалізація принципу субсидіарності значно впливає на інституційну структуру ЄС, дозволяючи зберегти її функціональну спрямованість та високий рівень компетенцій на кожному рівні управління. Відтак регулятивна стратегія ЄС дозволяє досягти значного спрощення системи управління у країнах-кандидатах на вступ у Європейський Союз та забезпечити достатній рівень її гнучкості [58].

Необхідність глибоких інституційних змін, формування інноваційно-інвестиційної моделі економічного розвитку вимагає від України якісно нових як господарських, так і суто політичних рішень. Суспільно-політичний розвиток держави вимагає зваженого підходу до вирішення взаємопов'язаних завдань: по-перше, адаптування засад валютно-фінансової та грошово-кредитної політики до вимог ЄС; по-друге, досягнення сталого економічного розвитку в умовах непередбачуваних соціальних наслідків. Сучасна модель господарського поступу європейських країн дозволяє Україні використати інтеграцію в ЄС як інструмент макроекономічної стабілізації, прискорення економічного розвитку та структурної модернізації національної економіки [58]. Відповідно до поставлених наукових завдань пропонується факторна модель інституціонального забезпечення валютно-фінансової взаємодії з Європейським Союзом (див. рис. 2.1).

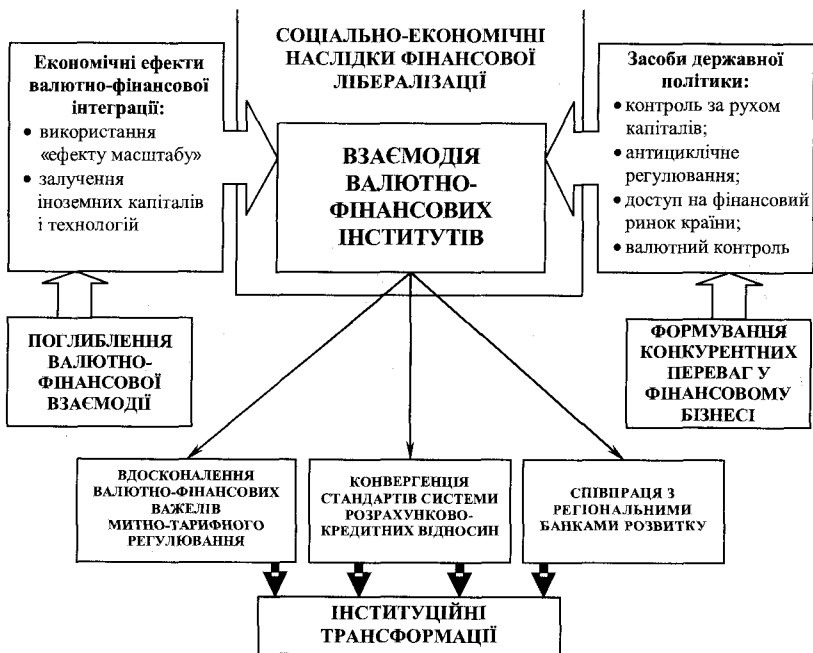


Рис. 2.1. Економіко-організаційні засади валютно-фінансової взаємодії України з Європейським Союзом*

* – складено автором.

Першочерговим заходом вбачається капіталізація банківської системи України. Досвід розвинених країн показує, що для належного обслуговування економіки не потрібна така велика кількість банків. Держава має створити механізм конкуренції між банками, який унеможливить збитковим банкам сподіватися на туманну перспективу в майбутньому. Впровадження ефективного банківського нагляду, а також лібералізація доступу на валютний та фінансовий ринок України великих транснаціональних банків допоможе зробити процес консолідації банківського сектору необоротним. Вітчизняні експерти стверджують, що для посилення конкуренції, здешевлення кредитів та застосування сучасних банківських технологій необхідне вільне допущення іноземних банків на національний банківський ринок [61, с.25].

Як зазначає вітчизняний дослідник С.Міщенко, формування економічного і валютного союзу та введення євро стало етапом корінних змін всієї системи грошово-кредитних відносин в країнах ЄС

та трансформації європейської фінансової системи в цілому. Стрімкого розвитку набули процеси консолідації регуляторних органів та фінансової інфраструктури. Це, зокрема, позначилося початком переходу до економічного і валютного союзу, утворенням Європейської системи центральних банків (ЄСЦБ) та Європейського центрального банку (ЄЦБ). Розпочалася важлива робота щодо створення Єдиного Європейського Платіжного Простору – Single Euro Payments Area (SEPA), у т.ч. запровадження спільних стандартів ЄС у сфері платежів, дотримання їх співставності зі світовими нормами [107, с.53].

Суттєве зростання світових фінансових ринків, розширення спектру фінансових послуг обумовили відповідні інфраструктурні зміни та проведення відповідного організаційного та технічного переозброєння фондових ринків. Серед заходів, що було здійснено у даному напрямку наприкінці 1990-х років, слід відзначити розширення сфери діяльності NASDAQ в Європі, азіатських країнах, Японії та інших країнах світу; створення нової міжнародної біржі Euronext на основі об'єднання бірж Парижу, Брюсселю, Амстердама; формування нової депозитарно-клірингової системи Clearstream на основі об'єднання Deutsche Borse Clearing та міжнародної системи Cedel; приєднання французького депозитарію SICOVAM до провідної розрахунково-депозитарної організації на міжнародному фондовому ринку Euroclear та ін. Поступово відбувається усунення відмінностей між англо-американською та європейською моделями фондових ринків [110].

Відповідно, інтеграція валютно-кредитної системи України до європейського фінансового простору обумовлює необхідність урахування можливого впливу глобального середовища на фінансову систему України, більш детального опрацювання міжнародного досвіду щодо створення в Україні розгалуженої системи фінансових інститутів, відповідного інфраструктурного забезпечення для ефективного функціонування всіх секторів фінансового ринку та формування сучасної регуляторної системи. Спрямованість розгляду цих питань безпосередньо пов'язана з визначенням ролі фінансового сектору в умовах інтернаціоналізації економіки, а також вирішенням проблеми вдосконалення сучасної фінансової системи та механізму її функціонування [156].

Вирішальна роль банківської системи у структурі фінансового сектору України підкреслюється і європейськими фінансовими організаціями. Зокрема, ЄБРР у рамках Стратегії діяльності в Україні в 2005-2007 рр. зосередив увагу на стимулюванні розвитку саме банківської системи шляхом реалізації комплексу заходів:

у короткостроковому періоді:

- надання адаптованих продуктів тим банкам, які мають професійне управління, є прозорими, мають чітку структуру власності у рамках реалізації нової кредитної лінії на суму 200 млн. дол. США для кредитування малих та середніх підприємств (11 Програма мікрокредитування в Україні). До переліку таких продуктів можна віднести іпотечне кредитування, лізинг, факторинг, а також підтримку розвитку відповідних методик кредитування та навчання;

- збільшення активності та обсягу проектів, впроваджуваних разом з місцевими банками за Програмою сприяння торгівлі, розширюючи таким чином співробітництво між українськими банками та міжнародною банківською спільнотою та стимулюючи використання клієнтами українських банків нових документарних інструментів для фінансування зовнішньої торгівлі;

- підтримка розвитку системи складських сертифікатів з метою покращення доступу до кредитного фінансування сільськогосподарської галузі та використання банками складських сертифікатів як застави за кредитами підприємств агробізнесу шляхом надання необхідного фінансування та участі у розподілі ризиків (та, за потреби, передачі технічного ноу-хау) на основі прийняття українськими банками методики кредитування з застосуванням складських сертифікатів;

- участь місцевих банків як партнерів міжнародних банків та інших інвесторів у синдикованому кредитуванні за різними програмами ЄБРР з відповідним розподілом ризиків [42, с. 74].

– у середньостроковому періоді:

- допомога у зміцненні капітальної бази банків та підтримка і сприяння консолідації банківського сектору шляхом внесків до статутного капіталу банків, що повністю належать українським власникам, на основі злиття банків та створення банків з більшим капіталом, або в процесі приходу на український ринок закордонних стратегічних інвесторів;

- за координацією зі Світовим банком, участь у обговоренні Стратегії для державних банківських установ, включаючи плани приватизації. ЄБРР може надавати доприватизаційне фінансування у випадку наявності стійких намірів здійснювати приватизацію, відсутності політичного впливу у питаннях кредитування та прийнятної якості управління відповідного банку. На етапі підготовки перебувають декілька спеціалізованих кредитних ліній, в основному для кредитування малих та середніх підприємств, іпотечного фінансування, а також інвестування в

акціонерний капітал разом з іноземним стратегічним інвестором (див. Додаток 1).

Важливим в контексті формування інституційного забезпечення взаємодії України з Європейським Союзом є дослідження особливостей фінансування програм розвитку економік країн Центральної та Східної Європи Європейським інвестиційним банком (ЄІБ) та його впливу на структурні зрушення в цих країнах.

ЄІБ є одним з найбільших офіційних кредиторів у світі. Загальний обсяг наданих позик на 01.01.2007 р. сягав 300 млрд євро. Протягом 2001 – 2006 рр. суми наданих позик склали понад 40 млрд євро. Конкуренція щодо отримання кредитів ЄІБ серед держав Центрально-Східної Європи дуже висока. За 10 років до вступу до ЄС, Чехія у перерахуванні на душу населення була однією з найбільших країн-отримувачів фінансових ресурсів Банку (загалом близько 5 млрд дол. США). В абсолютних цифрах деякі країни отримали більше. Польща отримала 7 млрд євро, Угорщина 3,5 млрд євро. Загальна кількість країн, з якими співпрацює банк, сягає 120, проте все ж таки 80% від загального обсягу фінансування банком припадає на країни ЄС [178].

ЄІБ приймає участь в капіталі ЄБРР у розмірі 300 млн євро (3% капіталу ЄБРР). Останнім часом за обсягом наданих кредитів ЄІБ випереджає Світовий банк. ЄІБ здійснює не тільки кредитну діяльність, але й виступає найбільшим позичальником грошових ресурсів на міжнародних фінансових ринках капіталу. Не заборонена Статутом ЄІБ така можливість, дозволяє банку залучати фінансові ресурси на найкращих умовах, і, відповідно, надавати їх за найнижчими ставками. Банк має найвищий кредитний рейтинг – AAA.

Компетенція ЄІБ за межами ЄС визначається міжнародними мандатами, що надаються Радою ЄС. Слід зазначити, що формалізація відносин між банком та країнами-не членами ЄС відбувається шляхом ухвалення Радою Міністрів ЄС мандату на поширення операційної діяльності банку з цими країнами. З Україною даний документ був парафований Радою ЄС 22 травня 2005 р.

Для досягнення поставленої мети реформування валютно-фінансової системи країни та її ефективної взаємодії з глобальним економічним середовищем необхідні невідкладні кроки щодо вдосконалення умов функціонування, в яких сьогодні діють банки та небанківські фінансові установи. Більше того, стійкість та ефективність банківської, фінансової та платіжної систем є необхідною вимогою для належного проведення грошово-кредитної політики, а отже, для вступу до СОТ та успішної вза-

сמודії з країнами Євросони. В цьому відношенні варто згадати наступні надважливі аспекти та передумови формування успішної взаємодії [38].

По-перше, створення глибоких та ліквідних ринків капіталу є необхідним кроком для країни, якщо ринкові інструменти використовуватимуться для проведення грошово-кредитної політики. По-друге, без достатньо розвинутих ринків капіталу буде важко запобігти привілейованому доступу уряду до фінансової системи. По-третє, структурна слабкість фінансової системи може також мати прихований вплив і на передатні механізми грошово-кредитної політики, оскільки в'яла конкуренція та м'які бюджетні обмеження можуть вплинути на реакцію банків на зміни у ситуації із грошово-кредитною політикою [23, с.109].

Сучасний етап економічного розвитку України у контексті набуття членства у Світовій організації торгівлі поставив як перед науковцями, так і перед державними діячами ряд суттєвих і надактуальних питань щодо імплементації принципів СОТ, методів та інструментів монетарної й валютно-фінансової політики у систему регулювання зовнішньоекономічної діяльності з метою прискорення економічних реформ і утвердження України як держави з ринковою економікою та наближення до західноєвропейських стандартів [114, с. 3].

Зазначені об'єктивні тенденції обумовили необхідність порівняльного аналізу різних теоретичних моделей валютно-фінансової політики з метою вибору найбільш ефективної з них. Результати даного аналізу вказують на те, що на сучасному етапі розвитку економічної думки найважливішим питанням є дотримання відповідності валютного регулювання макроекономічній політиці держави, враховуючи той фактор, що оперативне регулювання може суперечити цілям та завданням економічного зростання. Засади валютно-фінансової політики держави мають сприяти як вдосконаленню митно-тарифного регулювання зовнішньоторгівельної діяльності, так і економічній динаміці країни [23].

У зв'язку з планами Національного банку України перейти в перспективі на ліберальні засади регулювання валютного курсу і пом'якшення умов доступу іноземного фінансового капіталу в країну для вітчизняної науки є актуальним питання про можливість та ефективність такого переходу в умовах інституціональної взаємодії з ЄС.

Також у площині поглиблення аналізу проблематики застосування валютно-фінансових важелів вдосконалення митно-тарифного регулювання України важливо дослідити їх вплив

на умови торгівлі. Загальновідомо, що основним чинником, що визначає обсяги експорту та імпорту, є умови торгівлі. Умови торгівлі визначаються відношенням рівня експортних цін до імпортних. Державне регулювання умов торгівлі здійснюється як за допомогою різноманітних інструментів адміністративного та економічного регулювання, так і валютно-фінансових заходів [142].

Умови торгівлі є величиною, оберненою до реального валютного курсу. Статистичні розрахунки свідчать, що величина чистого експорту мало залежить від реального валютного курсу як в довгостроковому, так і в короткостроковому періодах. Така тенденція спостерігається як в розвинених європейських країнах, так і в Україні. Політика сучасного курсоутворення не може не корелюватися з загальною економічною динамікою країни, валютно-курсова політика та регулювання валютного ринку на сучасному етапі розвитку світової економіки виступає дієвим чинником як конкурентоспроможності національної економіки, так і динаміки зовнішньої торгівлі, рівня цін, інфляції та зайнятості [126, с. 11].

Отже, саме зважений підхід до використання пов'язаних з торгівлею інвестиційних заходів спрямований не на просте обмеження доступу іноземних товаровиробників, а більше на технологізацію виробничої діяльності в Україні й повинен превалювати в зовнішньоекономічній політиці держави. Використання ж валютно-курсових заходів стимулювання зовнішньоторговельної діяльності не повинно ґрунтуватись на засадах короткостроковості та мінливості, а носити системний характер і спрямовуватись на досягнення довгострокового ефекту.

Розширення ЄС на Схід, посилення позицій євро у світових фінансах зумовило глибшу взаємодію пострадянських країн з ЄС. Ринкові трансформації знаходяться у прямій залежності від європейського ринку капіталів. Конвергенція ринку банківських та фінансових послуг, що відбувається в ЄС, стала необхідною передумовою як інтеграції в самій європейській спільності, так і значним чином обумовлює приєднання до Союзу нових країн [140, с. 43].

Сучасний фактор фінансової глобалізації створюють передумови як для конвергенції стандартів підприємницької діяльності, так в системі міжнародних валютних і розрахунково-кредитних операцій. Причому уніфікація, модифікація та конвергенція у механізмах фінансового ринку стає суто об'єктивним явищем. Стандарти конвергенції системи розрахунково-кредитних відносин в Європейському Союзі в значній мірі зближуються і без формального «керівництва» ЄС, завдяки фінансовій глобалізації.

Автор погоджується з науковою думкою В.В.Батрименка, що глобальна конкуренція в жорсткому фінансовому середовищі сьогодні майже повністю виключає свободу дій в плані індивідуального підходу до питань поведінки банківських інституцій на ринку [23].

Важливість даних чинників обумовлена як необхідністю збереження конкурентних позицій на фінансових ринках, як появою необхідного комп'ютерно-інформаційного устаткуванням, так і, в цілому, етапом переходу загально цивілізаційної парадигми від індустріальної до постіндустріальної. Формування новітньої моделі економіки сервісного типу вимагає адекватної системи міжбанківських розрахунків та валютних операцій.

Вищим проявом очевидної конвергенції фінансових стандартів стало введення в промислову експлуатацію загальноєвропейської розрахунково-платіжної системи TARGET як довгострокової стратегії Європейського центрального банку, що має на меті усунути можливі негативні ефекти приєднання до системи нових учасників у результаті розширення ЄС, зробити систему розрахунково-кредитних відносин максимально відповідною потребам користувачів, виявився абсолютно виправданим і надзвичайно успішним [23]. Одним з найважливіших результатів європейської інтеграції, уніфікації та конвергенції господарських механізмів в ЄС стало створення платіжно-розрахункової системи, яка не має аналогів у світі і вже за короткий час перетворилася на своєрідного упорядника стандартів щодо цілого ряду операцій [165].

Важливо підкреслити в даному контексті, що для запровадження дієвої фінансової системи в Україні може допомогти досвід країн Центральної та Східної Європи, котрі вже входять до ЄС, а також інтенсифікували законодавчі, інституційні та господарські заходи з метою активізації свого приєднання до Європейської системи центральних банків вступу до ЄВС.

Частка тіньового капіталу, кількість грошей поза банками виступають додатковим доказом про нагальну необхідність вдосконалення системи міжнародних розрахунково-кредитних відносин України. Дана проблема вимагає здійснення широкого кола заходів з метою трансформації банківської системи України як необхідної умови виходу з фінансово-економічної кризи.

По-перше, вдосконалення вимагає нормативна та законодавча база. Зокрема, необхідно максимально наблизити українські законодавчі та нормативні акти, що стосуються проведення міжнародних розрахунків, до умов міжнародного законодавства. Прийняття законів не повинно забороняти проведення окремих форм міжнарод-

них розрахунків, а доцільно зосередити увагу на відповідності законодавчих актів один одному, усуненню суперечності між ними.

По-друге, підвищення ролі євро в міждержавних розрахунках вимагає кардинальної зміни резервів в іноземних валютах як у Національного банку України, так і наявності відкритої валютної позиції у вітчизняних комерційних банків, а також зміни співвідношення залишків на кореспондентських рахунках у бік збільшення частки євро [23].

Сучасні реалії фінансової глобалізації, а також взаємодія України з системою фінансового регулювання в рамках СОТ створюють передумови для застосування новітніх інновацій у сфері міжбанківських розрахунків, вироблених європейською та світовою практикою, а саме: 1) розширення функціональності розрахункових мереж; 2) їх взаємодія з фондовим та валютним ринком (рис. 2.2.)

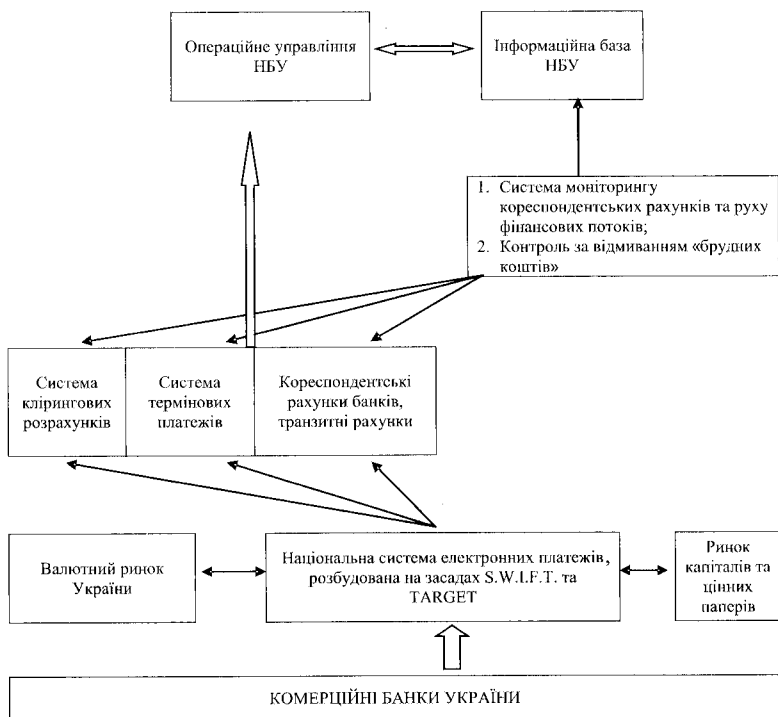


Рис. 2.2. Схема функціонування платіжної системи України згідно вимог та сучасних стандартів ЄВС*

* – складено автором.

Основними сферами удосконалення системи розрахунково-платіжних відносин України є такі галузі, як валютний ринок України та ринок капіталів і цінних паперів у взаємодії на основі стандартів сучасних платіжних систем S.W.I.F.T, TARGET з одного боку, а також формування регуляторних та пруденційних інструментів, застосування сучасних систем моніторингу, звітності, формування новітніх баз, а також застосування сучасних банківських інновацій у сфері дистанційного управління активами тощо. Пріоритетними напрямками функціонування системи міжнародних розрахунково-кредитних відносин України мають стати: 1) адаптивність до фінансового ринку ЄС; 2) цілодобова ліквідність та здатність акумулювати грошові ресурси; і головне – 3) ефективність контролю з рухом фінансових потоків, як необхідної запоруки детінізації економіки та попередження фінансових криз (див. рис. 2.2).

Узагальнюючи досвід багатьох країн для України щодо становлення валютно-фінансових систем та лібералізації руху капіталу у процесі взаємодії з ЄС, можна стверджувати:

- лише за умов дієвості ринкових механізмів лібералізації руху капіталу дана взаємодія є вигідною як розвинутим країнам, так і країнам, що розвиваються. Вона сприяє ефективному перерозподілу фінансових ресурсів, прискоренню темпів економічного зростання за рахунок більш прибуткового вкладення капіталу розвинутими країнами та його залучення країнами, що розвиваються [54, с. 33];

- лібералізація має бути ретельно спланована, а швидкість її проведення повинна коригуватися виходячи з макроекономічних індикаторів, рівня втручання держави в функціонування ринків (скорочення, починаючи ринку товарів та послуг, праці, і, в останню чергу, капіталів), ступеня міцності фінансового сектору (за обсягом та структурою), його здатності згладжувати небажані коливання на ринку;

- механізми контролю та регулювання потоків капіталу повинні базуватись на суто ринкових важелях та інструментах. Застосування валютного контролю у довгостроковій перспективі може викликати суттєві негативні наслідки, адже із часом його ефективність значно звужується [60].

Отже, інституціонально-господарські засади європейської інтеграції України повинні формуватись лише виходячи з пріоритету національних інтересів, з метою ефективної реалізації у процесах регіональної взаємодії з ЄС власних порівняльних та кон-

курентних переваг, залучення до України необхідних технологічних та фінансових ресурсів. Основними складовими інституціонального забезпечення повинні стати: нормативно-правова основа (нова базова угода Україна-ЄС), поглиблення співпраці з європейськими банками розвитку, формування дієвих важелів регулювання руху товарів та послуг, грошово-кредитних ресурсів та робочої сили. Хоча реалізація даних завдань вимагає від України величезних суспільно-економічних зусиль, але їх результатом стане вихід на траєкторію самопідтримуючого господарського зростання, а також гармонічне входження до європейських інститутів спільного економічного простору.

2.2. Валютно-фінансовий потенціал євроінтеграції України: глобальні виклики та господарська взаємодія

Розвиток сучасної теорії світового господарства, аналіз концептуальних проблем організації валютно-фінансових відносин і обґрунтування шляхів забезпечення зростаючого руху товарних, позичкових капіталів й інвестиційних ресурсів кредитно-фінансовими інститутами України визначаються зростанням ролі інтеграційної стратегії держави в умовах глобалізації міжнародних валютно-фінансових відносин [159].

Глобальна економічна криза спричинила значні зміни на міжнародних ринках капіталу, а також мала суттєві наслідки для структури як світової валютно-фінансової системи, так і регіональних фінансових ринків. Однією з провідних тенденцій сучасних міжнародних економічних відносин стає глибока трансформація системи фінансового регулювання на мегарівні світової економіки спричинена радикальним впливом процесів глобалізації фінансового капіталу.

Основними дестабілізуючими тенденціями розвитку фінансового сектору на мегарівні світогосподарських процесів є: 1) відсутність міжнародних засобів протидії ртутній природі, безпрецедентній мобільності капіталів та утворенню фінансових пірамід («мільних бульбашок»); 2) нехтування цілями міжнародної фінансової стабільності кредиторами або інвесторами у власних короткострокових політичних та економічних інтересах; 3) прагнення транснаціональних банківських груп досягти певного рівня економічної потужності та збільшити прибутки вищі за рівень, що досягається в умовах вільної конкуренції [145].

Як наслідок, фінансовий капітал відірвався від реального сектору економіки. Фінансова сфера стала самодостатньою. Можна згадати грізну для світового господарства статистику: на ще докризовий у загальносвітовому масштабі 2008 р. обсяги обмінних операцій складали більш ніж \$1500 млрд на добу, що у сто разів більше в порівнянні з початком 70-х років, коли обмін валют складав \$15 – 18 млрд. Тільки близько 4% обмінюваної валюти йшло на оплату міжнародної торгівлі і послуг. Можна навіть говорити про новий феномен у процесах суспільного відтворення на мегарівні світової економіки – про геофінанси. При чому їх роль стає не менш значущою, ніж роль стратегічних озброєнь [174].

Незважаючи на певні інституціональні відмінності регіональних фінансових ринків у центрах світової економічної сили ЄС, США та Південно-Східної Азії, за коефіцієнтом загальної інтегрованості у світове господарство вони досягли високих показників. Така система концентрує в собі системні ризики, пов'язані з особливостями мережевих структур фінансових і інформаційних систем, а також нестабільністю ринкової економіки в цілому. На думку А.Філіпенка, мережеві структури утворюють нову морфологію суспільств, а ризики організації такого типу стають ризиками фінансової системи [157].

Основною рисою сучасних ринкових систем є принцип нелінійності функціонування ринків, що означає можливість одночасного розгортання різнобічних (багатовекторних) економічних процесів. Навіть маломасштабні імпульси щодо корегування тих чи інших процесів, що надходять від елементів системи, або незначні коливання самої нелінійної динамічної системи призводять до непередбачених підсумкових результатів. Таким чином, існують потенційні загрози глобальної фінансової нестабільності через взаємозалежність національних економік на світовому рівні: у результаті локальних економічних коливань кризи можуть набувати регіонального чи навіть глобального характеру. Така можливість носить не тільки теоретичний характер, але й цілком практичний аспект, що підтверджується нинішньою фінансовою кризою.

Найголовнішим наслідком кризи фінансового регулювання на мегарівні у світовому господарстві, на нашу думку, є втрата націями та національно-господарськими системами елементарної економічної безпеки. Вони не можуть більше бути гарантами демократії і суспільного блага, адже держави нездатні забезпечити принципи свободи торгівлі та втрачають вплив на інвесторів. Під впливом глобалізаційних процесів фінансовий капітал перетворився на наднаціональне суспільно-економічне утворення невід-

контрольне парламентам, ООН або іншим демократичним інститутам. У нього є власні канали прямого й непрямого впливу, його діяльність тісно пов'язана з МВФ, Групою Світового банку, ОЕСР та СОТ, і які, як правило, займають спільну позицію.

Ідея об'єднаної європейської інтеграції для України є найефективнішою і найпривабливішою моделлю розвитку, в якій динамічна економіка і технологічний поступ вдало гармонізуються з підвищенням стандартів життя і захистом прав людини. Разом з тим, у формуванні засад зовнішньоекономічної політики важливо усвідомлювати те, що європейська інтеграція є складним і важким шляхом передусім внутрішніх трансформацій в економічній, соціально-політичній сферах [5].

Принциповою основою зовнішньої політики України має стати цілісність і системність, розуміння власних національних інтересів і шляхів, якими вони можуть бути реалізовані. Тривалий підготовчий період перетворив увесь комплекс європейської інтеграції на стрижень стратегії економічного та соціального розвитку нашої держави. Нині саме меті європейської інтеграції України підпорядковані інституційні перетворення та вся політика внутрішніх реформ [7, с.128].

Оскільки пріоритетом зовнішньої політики України є євроінтеграційний вектор, тому в Україні є конче необхідним запровадження ряду дієвих механізмів задля реалізації зовнішньої політики, в тому числі і щодо євроінтеграції. Проведення зваженої політики щодо зазначених напрямів надасть можливість підвищити конкурентоспроможність нашої держави на світовій арені та забезпечити ефективне входження України до європейського бізнес-середовища [158].

Відповідно, інтеграція України в загальноєвропейські структури і налагодження ефективної валютно-фінансової взаємодії з ЄС, ЄвроАзЕС, РФ, Казахстаном та Білоруссю постають її головними геостратегічними пріоритетами. А виявлення необхідного інструментарію, застосування сучасних інтеграційних механізмів є, так би мовити, тактичними завданнями для реалізації даної амбітної стратегічної мети.

Загалом, валютно-кредитна та фінансова сфера є важливою складовою міжнародних економічних відносин, а також фактором динамізації міжнародного співробітництва країн. Цей сектор господарського життя відзначається найбільшим динамізмом, що зумовлює зростання його відносної ваги в спектрі інших форм взаємодії країн та економічних структур, а також абсолютних показників його функціонування.

З розширенням Європейського Союзу до 27 держав (на 01.01.2010 р.) сусідами ЄС стали 17 країн Європи, Африки та Азії з населенням більш ніж 390 млн. З одного боку, саме Європейський Союз ставить перед собою амбітне, але в принципі реальне завдання, – створити навколо себе оточення дружніх та процвітаючих країн-сусідів. А з іншого боку, процеси ринкової трансформації та господарського зближення вищезгаданих країн з Європейським Союзом постають справжнім викликом, який має на меті щось більше, ніж макроекономічну стабілізацію. Розвиток підприємництва, розбудова законодавчої та системної інфраструктур, які є необхідними для ефективного функціонування ринків, приватизація підприємств державної власності та стимулювання конкурентоспроможності вітчизняних галузей – все це повинно стати всеохоплюючими цілями загальної внутрішньої та зовнішньоекономічної державної стратегії.

Кінцеву мету як для всіх цих країн, так і для України зокрема, можна було б визначити однією категорією: господарське зближення з Європейською спільнотою. Постійне економічне зростання, яке б підтримувалося протягом довготривалого періоду, було необхідною передумовою. Незважаючи на те, що мета зовнішньоекономічної стратегії країн-сусідів ЄС багато у чому є тотожною, шляхи досягнення цієї мети для різних національно-господарських систем мають свої відмінні характеристики.

Дотримуючись концепцій фінансової інтеграції, розроблених відомим українським дослідником-економістом Д.Г. Лук'яненком, слід наголосити, що саме ці відмінності чітко відображені у сфері грошово-кредитної і валютної політики, де кожна країна на стадії перехідного періоду застосовувала свою стратегію та використовувала свої власні засоби імплементації. І зважаючи на зростаючу роль валютно-фінансових чинників у сучасному міжнародному інтеграційному процесі саме визначення показників кредитно-фінансового потенціалу, саме критичний аналіз господарських засад так званого стартового поля євроінтеграції України, обумовлює ефективність механізмів реалізації зовнішньоекономічної стратегії нашої держави на довгострокову перспективу [50, с.381].

Національна грошово-кредитна система містить більшість протиріч перехідної економіки. Зокрема, на думку академіка НАН України А.А. Чухна, вона є одним з відображень загального переходу від колишньої неорганічної, об'єднаної ієрархією бюрократичної піраміди до ринкових відносин, і від досить

простих, елементарних засад функціонування фінансового ринку країни до сучасної пост-ринкової банківської, інвестиційної системи, що відповідає господарському поступу інформаційного суспільства [168].

Дотримуючись теоретичних аргументів, а також наукових поглядів видатного українського вченого А.С.Філіпенка про позитивний зв'язок між розвитком фінансової системи та рівнем економічного зростання, можна наголосити, що розвиток фінансових ринків та інституцій є вирішальним і невід'ємним компонентом економічного зростання. Рівень фінансового розвитку є надійним показником подальших темпів економічного зростання, накопичення капіталу та технологічного прогресу. Крім того, вивчення конкретних прикладів в різних країнах та аналіз на рівні галузей промисловості та фірм свідчить, що протягом досить тривалих періодів вплив фінансового розвитку (або відсутність такого розвитку) на швидкість та характер економічного розвитку був вирішальним [160; 162].

Фінансова система відіграє визначну роль у процесі економічного зростання, оскільки вона є основою для надання фінансових засобів при накопиченні капіталу і розповсюдження нових технологій. Розвинена фінансова система повинна:

a) мобілізувати заощадження шляхом направлення невеликих за обсягом приватних заощаджень у прибуткові крупні інвестиції, одночасно забезпечуючи заощаджувачам високий рівень ліквідності;

b) мінімізувати ризики приватних вкладників, дозволяючи диверсифікацію інвестицій;

c) зменшувати вартість отримання та оцінки інформації щодо перспективних проектів, наприклад, шляхом створення спеціалізованих інвестиційних служб;

d) допомагати проводити моніторинг інвестицій з метою мінімізації ризику невірного управління ресурсами.

Як наголошувалось у попередніх розділах, лише застосування новітніх банківських технологій, виявлення балансу між лібералізацією фінансового ринку та необхідністю втручання держави у перебіг господарських процесів, постає основним чинником стійкого господарського розвитку на сучасному етапі глобалізації та інтернаціоналізації міжнародних економічних відносин.

Також важливо, що запровадження моделі сталого економічного розвитку зумовлює необхідність наукового обґрунтування впливу інтернаціоналізації банківської та інвестиційної діяль-

ності на перебіг трансформаційних зрушень, вирішення нагальних проблем співпраці з міжнародними фінансово-кредитними інститутами й регіональними угрупованнями [23, с. 107].

Вихід держави на траєкторію самопідтримуючого господарського зростання суттєво збільшило критичну масу вимог як до суб'єктів підприємницької діяльності, так і до кредитно-фінансових установ, особливо з позицій надійності та швидкості реалізації банківських операцій і якості надаваних послуг [138, с.157].

Відповідно, особливо важливим є визначення основних показників валютно-фінансового потенціалу євроінтеграції. Адже дані показники дають змогу як проаналізувати дані щодо створення, руху та використання фінансових ресурсів на рівні держави і на рівні окремих кредитно-фінансових установ, так і визначити необхідні параметри й механізми реалізації євроінтеграційної стратегії України. Оптимізація фінансових показників євроінтеграції повинна враховувати такі елементи, як подвійну функцію держави у ринковій економіці, а також необхідність створення передумов для оптимізації показників мікрорівня господарської діяльності (фірми, господарського об'єднання). Варто підкреслити, що дослідники цього питання слушно зауважують, що звузити цей розподіл майже неможливо, тому що загальноекономічні категорії можуть бути одночасно фінансовими категоріями. Тому виникає проблема вибору критеріїв, за якими варто було б визначити межі між цими показниками.

Автор погоджується з науковою думкою вітчизняного дослідника Н.І.Версаль, що такими критеріями можуть бути: по-перше, показники, які відображають процеси створення і використання фінансових ресурсів та їх джерел; по-друге, це показники, що розраховуються на основі фінансових звітів, фінансових балансів тощо [39, с.47].

Виходячи з вище названих вимог побудови класифікації, запропоновано авторську класифікацію показників валютно-фінансового потенціалу країни (див. рис. 2.3).

Отже, користуючись класифікацією вітчизняного вченого Н.І.Версаль [39, с.47], можна узагальнити: кількісні фінансові показники – це загальні показники фінансової діяльності, які характеризують обсяги фінансових ресурсів, що знаходяться у розпорядженні держави, кредитно-фінансових установ (виручка від реалізації, прибуток тощо). Ці показники також можна назвати абсолютними показниками.



Рис 2.3. Класифікація показників валютно-фінансового потенціалу країни*

* – складено автором.

Якісні фінансові показники – це показники, що характеризують ефективність використання фондів фінансових ресурсів. Відповідно, синтетичні показники характеризують загальні результати роботи (рівень рентабельності). Аналітичні коефіцієнти використовуються для вияву та аналізу причин, які впливають на синтетичні показники.

Фінансові показники на макрорівні: показники обсягу, структури та динаміки фінансових ресурсів держави; показники ефективності розподілу фінансових ресурсів; показники фінансової місткості валового суспільного продукту та національного доходу тощо, і головне – основні показники грошово-кредитної політики.

Фінансові показники на рівні суб'єктів кредитно-фінансового ринку: величина прибутку (доходу), показники рентабельності; показники обсягу, структури та динаміки активних і пасивних операцій; масштаби заощаджень та джерела їх формування, структура, динаміка та ефективність використання власних, залучених та запозичених коштів; відповідність між потребою в грошових коштах та їх наявністю та ін.

Показники валютно-фінансового ринку – це фінансові показники, що відображають процеси створення та використання фінансових ресурсів на кредитному, валютному ринку та ринку цінних паперів [39, с.48].

На основі вищесказаного важливо відзначити, що головним завданням фінансових показників є характеристика фінансових ресурсів країни, установ та організацій їх використання, взаємозв'язки, пропорції, резерви підвищення ефективності у процесі реалізації євроінтеграційної стратегії. Фінансові показники застосовуються під час планування та прогнозування як на макро-, так і на мікрорівні, а тому повинні найбільш точно оцінювати поточний фінансовий стан валютно-кредитної системи.

Найважливішим на шляху до євроінтеграції, безумовно, є не просте копіювання й не еkleктичне поєднання зарубіжного досвіду, а осмислене використання, синтез, з урахуванням національних особливостей та того стану, в якому знаходиться економіка України.

А отже, саме розвиток валютно-кредитного сектора в Україні в умовах поглиблення фінансової глобалізації і повинен визначати складові валютно-фінансового потенціалу євроінтеграції України. Їх обґрунтування з погляду реальної можливості участі України у євроінтеграційних процесах повинно базуватись на двох генеральних напрямках:

1. проникнення і участь України у русі європейських капіталопотоків у формі прямих та портфельних інвестицій, а також похідних фінансових інструментів;

2. формування оптимальної моделі грошово-кредитної політики у контексті створення макроекономічної бази, яка відповідала б стандартам валютно-фінансової євроінтеграції [33].

Глобальний інвестиційний бум у період 2004-2008 рр. став чи не єдиним фактором, що визначив високу динаміку реального зростання ВВП України. Однак, позитивна динаміка надходження прямих іноземних інвестицій у період 2005-2010 рр. та навіть у кризові для світової економіки 2008-й та 2009-й роки не стала чинником переходу на інноваційно-інвестиційну модель розвитку та глибоких структурних трансформацій в економіці України, а лише свідчила про лібералізацію фінансового режиму (рис. 2.4). Крім того, слід відзначити, що 22,4% загальних обсягів іноземних інвестицій надійшли саме у фінансово-банківський сектор і майже зрівнялись з обсягами капіталовкладень в промисловість (22,5%) [257; 266].

Оптимізацію взаємодії з міжнародним фінансовим капіталом у такому разі слід розглядати з точки зору створення сприятливих умов для розвитку національного виробництва, які, зрештою,

можуть розцінюватися такими й з боку зовнішніх інвесторів, що, відповідним чином, також слід розглядати в контексті посилення міжнародних конкурентних переваг національної економіки.

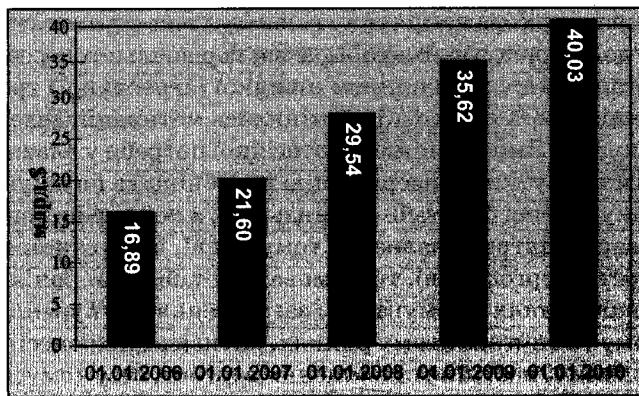


Рис. 2.4. Динаміка прямих іноземних інвестицій в Україну, 2006-2010 рр.

Джерело: [266].

У західній науковій школі також існують суперечливі погляди на вплив, який здійснює міжнародна фінансова взаємодія на господарське зростання, а саме, до якого ступеня економіка не обмежує здійснення транскордонних операцій. Зокрема, такі дослідники, як М.Обстфельд та Г.Едісон, обґрунтовують положення, що глибоке проникнення міжнародних банківських груп та фінансова лібералізація полегшує процес розподілу ризиків і таким чином сприяє спеціалізації виробництва, розміщенню капіталу та економічному зростанню. Також взаємодія з транснаціональним банківським капіталом може покращити функціонування внутрішніх фінансових систем шляхом посилення конкуренції та імпорту фінансових послуг, що в результаті позитивно впливає на зростання [200].

З іншого боку, за умов існування викривлень міжнародна фінансова лібералізація фактично може уповільнювати процес зростання. Особливо загрозовою, на думку Б.Ейхенґріна, експансія міжнародного капіталу є у країнах з фінансовими ринками, що формуються, зі слабкими інституціями, нестабільними грошово-кредитними системами та законодавчою базою, яка може фактично спричинити вплив капіталу з країн з дефіцитом до країн з надлишком капіталу, які мають кращі інституції. Б.Ейхенґрін обстоює твердження, що сприяти зростанню лише у країнах зі здоровою системою інституцій та

ефективною економічною політикою. До того ж, існує незчисленна кількість груп викривлень, в результаті яких лібералізація регулювання міжнародного руху капіталів буде перешкоджати розміщенню ресурсів та зростанню. Наприклад, за умов існування викривлень у сфері торгівлі лібералізація руху капіталу може спрямувати потоки капіталу до секторів, в яких країна не має порівняльних переваг [202].

За останні роки під впливом швидкої (агресивної) трансформації зовнішнього середовища змінилась мотивація ведення бізнесу в Україні. Якщо раніше стратегічної потреби у власників інвестувати прибутки у модернізацію виробництва не існувало (рівень конкурентної боротьби був низьким, а конкурентоспроможність товарів підтримувалась, в тому числі, за рахунок заниженої вартості енергоносіїв), то в умовах нестабільної кон'юнктури на світових ринках формування, загострення конкуренції на зовнішньому та внутрішньому ринках, активізації процесів злиття та поглинання, постійне підвищення вартості газу «змусили» вітчизняних виробників інвестувати кошти (як власні, так і залучені) в оновлення морально та фізично застарілого обладнання.

До того ж, протягом періоду 2000-2010 рр. економіка України продовжувала характеризуватися істотними структурними невідповідностями і деформаціями. Так, з індексу людського розвитку, що складається в рамках Програми розвитку ООН, Україна займала 78 місце у світі з показником 0,744, тоді як країна з найменшим його рівнем у ЄС – Португалія (з показником 0,864) – 28 місце, а 12 з 15 країн ЄС – так званих «найстаріших» членів спільноти, входять у перші 20 з показниками індексу 0,903-0,928. Обсяг експорту на душу населення в Україні складає всього лише 4,9% від середнього рівня в ЄС і 18,1% від рівнів країн Центральної Європи. Обсяг прямих іноземних інвестицій на душу населення не перевищує 2,3% від середнього показника в ЄС і 8% нових країн-членів ЄС. Нарешті, рівень валового внутрішнього продукту на душу населення складає (за паритетом купівельної спроможності валют) 15,4% від середнього рівня ЄС і 34,8% від нових країн-членів. Однак з урахуванням високої частки тіньової економіки в Україні (за різними оцінками від 40 до 60%) виробництво валового національного продукту на душу населення може бути умовно оцінене на рівні 7,5 тис. дол. США, що зіставимо з показниками низки центральноєвропейських нових країн-членів у ЄС [173, с. 178].

Сучасний стан конкурентного середовища України за оцінками Світового економічного форуму вимагає оптимізації показників саме фінансового ринку (табл. 2.1). Найбільш негативними чинниками індексу міжнародної конкурентоспроможності України серед держав з ринками, що формуються, крім всім відомої політичної нестабільності, ви-

діляють такі, як діяльність державних інститутів, підвищення ефективності ринків, а також покращення доступу до фінансових ресурсів [45].

Таблиця 2.1

**Фінансові показники міжнародної конкурентоспроможності
України у 2009 р.***

КРИТЕРІЙ	МІСЦЕ УКРАЇНИ У СВІТОВОМУ РЕЙТИНГУ КРАЇН З РИНКАМИ, ЩО ФОРМУЮТЬСЯ**	БАЛИ
Розвиток фінансових ринків	51	1,27
Інституційний рейтинг	51	2,75
Фінансова стабільність	51	2,88
Розмір і доступність фінансових ресурсів	50	3,23
Податки	46	3,4
Ринок IPO	45	1
Ринок злиттів і поглинань	45	2
Ринок страхування	43	2
Бізнес-клімат	42	3,88
Розвиток банківського сектору	39	3,13
Інфраструктура	33	3,3
Розвиток небанківського сектору	33	1,99
Людський капітал	32	4,3

* – складено автором за даними [267];

** – серед досліджених 60 країн з ринками, що формуються.

Позитивні зміни, що відбулись у макроекономічній ситуації в Україні протягом 2000-2005 рр., позначились на потенціалі євроінтеграції нашої держави і наприкінці 2005 р. Україна одержала статус країни з ринковою економікою у відносинах з ЄС. Важливо, що на 01.01.2010 р. в Україну надійшли інвестиції зі 125 країн світу, при цьому до десятки основних країн-інвесторів, на які припадає понад 81% загального обсягу прямих інвестицій, входять: Кіпр – 8593,2 млн дол., Німеччина – 6613,0 млн дол., Нідерланди – 4002,0 млн дол., Російська Федерація – 2674,6 млн дол., Австрія – 2604,1 млн дол., Сполучене Королівство – 2375,9 млн дол., Франція – 1640,1 млн дол., Сполучені Штати Америки – 1387,1 млн дол., Віргінські Острови, Британські – 1371,0 млн дол. та Швеція – 1272,3 млн дол. (рис. 2.5).

Загалом, період 2005-2008 рр. можна вважати періодом підвищення показників валютно-фінансового потенціалу євроінте-

грації України. Незважаючи на певне гальмування темпів економічного зростання, якісні характеристики, особливо у фінансовій сфері, мали лише позитивну динаміку. Тому важливо зберегти темпи зростання показників валютно-фінансового потенціалу євроінтеграції України, особливо у площині інвестиційного іміджу держави в умовах глобальної фінансової нестабільності.

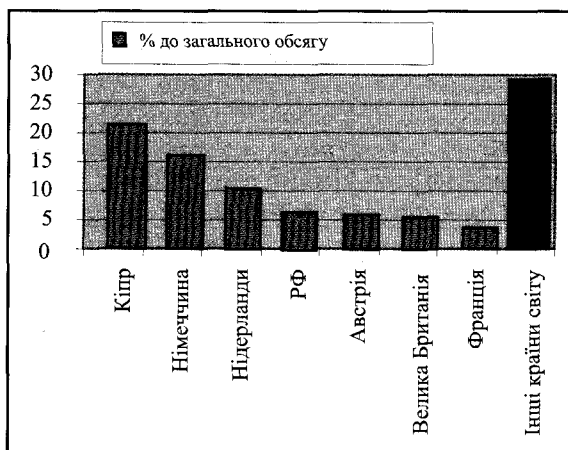


Рис. 2.5. Географічна структура іноземних інвестицій в Україну, 01.01.2010 р.*

* – складено автором за даними [257].

Важливо підкреслити, що значний приріст іноземного капіталу спостерігався в таких видах економічної діяльності, як будівництво, операції з нерухомістю, послуги з найму та послуги юридичним особам, на підприємствах промисловості (а саме, у харчовій промисловості та переробленні сільськогосподарських продуктів, металургії та обробленні металу, хімічній та нафтохімічній промисловості і машинобудуванні), на підприємствах оптової торгівлі і посередництва у торгівлі, транспорту та зв'язку (рис. 2.6).

Європейські інвестори, як правило, сподіваються на внутрішню ставку дохідності в межах від 10 до 30%, а залучаючи ресурси на європейському ринку позичкових капіталів під менші відсотки, задовольняються ставкою, нижчою за 20%. Проте процес іноземного інвестування в Україні гальмується численними чинниками. Основні серед них: (а) корупція; (б) нечітка правова система; (в) мінливість економічного середовища; (г) нестабільне й надмірне регулювання; (д) великий податковий тягар; (е) проблеми щодо встановлення чіт-

ких прав власності; (є) низький рівень доходів громадян; (ж) труднощі у спілкуванні з урядовими та приватизаційними органами; (з) мінливість політичного середовища; (і) відсутність матеріальної інфраструктури; (й) проблеми виходу на внутрішній і зовнішній ринки. Практика свідчить, що пріоритетами державної політики мають бути лібералізація руху капіталу, валютного ринку та репатріації прибутків; зняття обмежень на частку іноземної власності в українських компаніях, мінімізація бюрократичних обмежень і зниження податкових ставок та зменшення кількості податків [29].

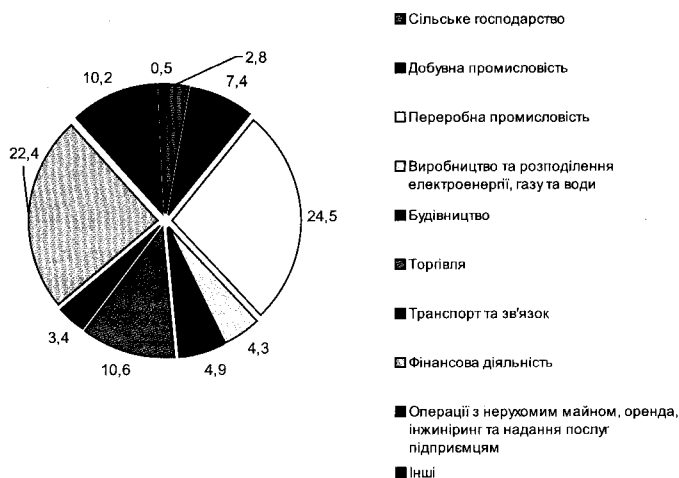


Рис. 2.6. Структура надходження прямих іноземних інвестицій в Україну за видами економічної діяльності на 01.01.2010 р, %
Джерело: [266].

Важливо зупинитись ще на такому елементі ринкової інфраструктури, як фіскальна система, що є теж провідною сферою формування валютно-фінансового потенціалу євроінтеграції. Відомо, що ставка податку на прибуток складає в Україні 25% і не є завищеною порівняно з оподаткуванням в європейських країнах (наприклад, у Німеччині ставка податку – 47 %, у Нідерландах і Польщі – 40 %, Росії і Франції – 35 %), а з іншого боку – податкова база дуже велика і випадки зменшення податків є рідкісними. У підсумку кінцеві податкові показники для компаній, що працюють в Україні, перевищують відповідні показники в згаданих країнах [75]. Податкова система України вважається однією з найскладніших і заплутаних у світі, що є стримуючим чинником при ухваленні рішення іноземним інвестором про інвесту-

вання в Україну. Ставка податку на репатріацію доходів з України 15%. При використанні угоди про запобігання подвійного оподаткування податкове навантаження зменшується (див. табл. 2.2).

Таблиця 2.2.

Ставки податку на репатріацію за діючими угодами про запобігання подвійного оподаткування з Україною*

КРАЇНА-ДОНОР ІНОЗЕМНИХ ІНВЕСТИЦІЙ	ставка оподаткування репатріації прибутків		
	дивіденди	проценти	рояліті
Нерезиденти країн, що не мають з Україною договори з питань оподаткування	15%	15%	15%
Нерезиденти країн, що мають з Україною договори з питань оподаткування	дивіденди	проценти	рояліті
Австрія	10 / 5% *	5 / 2%	5%
Бельгія	15 / 5%	5 / 2%	5%
Білорусь	15%	10%	15%
Великобританія	10 / 5%	0%	0%
Угорщина	15 / 5%	10 / 0%	5%
Німеччина	10 / 5%	5 / 2 / 0%	5 / 0%
Данія	15 / 5%	10 / 0%	10 / 0%
Ізраїль	10 / 5%	10 / 5%	10%
Іспанія	15%	0%	5 / 0%
Італія	15%	0%	5 / 0%
Канада	15 / 5%	10 / 0%	10 / 0%
Кіпр	0%	0%	0%
Латвія	15 / 5%	10 / 0%	10%
Молдова	15 / 5%	10 / 0%	10%
Нідерланди	10 / 5 / 0%	10 / 2%	10 / 0%
Норвегія	15 / 5%	10 / 0%	10 / 5%
Польща	15 / 5%	10 / 0%	10%
РФ	15 / 5%	10%	10%
Словаччина	10%	10%	10%
США	5%	15 / 0%	10%
Франція	5 / 15%	10%	10 / 5%
Чехія	15 / 5%	5%	10%
Швейцарія	5 / 15%	10%	10%
Швеція	10 / 5 / 0%	10 / 0%	10 / 0%
Естонія	5 / 15%	10 / 0%	10%

* – складено автором на основі даних www.dpau.gov.ua;

www.kommersant.ua .

** – ставка податку на репатріацію прибутків застосовується залежно від умов, вказаних у договорах про запобігання подвійного оподаткування.

Вітчизняний науковець О.І.Рогач, наприклад, позиціонує саме недосконалість законодавства і податкової системи України, яка стримує інвесторів з європейських країн.

Основними інвесторами в українську економіку є українські підприємці, що здійснюють інвестиції через контрольовані іноземні компанії, фактично реінвестуючи вже зароблений в Україні капітал. Таким підприємцям зрозумілий економічний клімат в Україні, знайомі переваги й недоліки законодавства і податкової системи, а також є досвід підприємництва в Україні. І тільки усе ще існуючі ризики через політичну й економічну неврегульованість змушують вивозити зароблений капітал з України й інвестувати його вже як іноземний. Незважаючи на невисоку в порівнянні з іншими країнами ставку податку на прибуток в Україні, західноєвропейські ТНК шукають (і знаходять) шляхи оптимізації фінансових потоків з метою зменшення податкового навантаження та захисту капіталів від претензій держави і третіх осіб шляхом вибудовування схем за участю компаній, зареєстрованих у країнах зі сприятливим податковим кліматом і більш розробленим законодавством [131, с. 667].

Основними перешкодами для вкладення грошей в Україну європейські компанії вважають високий рівень корупції, непряме субсидування, а також слабка законодавча захищеність прав власності. Адже об'єктами рейдерських атак стають і європейські гравці. У 2007 р. спільний демарш двох західноєвропейських транснаціональних корпорацій – «Бунге», що володіє 94% акцій Дніпропетровського маслоекстракційного заводу (ДМЕЗ, торгова марка «Олейна»), і СМЕ, що володіє 60% телеканала «Студія «1+1», одержав широкий міжнародний резонанс. Очевидно, у західних компаній, що мають дочірні або підприємства в Україні або афілійовані з ними структури, ще не виробився певний імунітет стосовно суворих правил гри на українському ринку [240].

Важливу роль у досягненні стратегічних цілей наближення України до стандартів ЄС в умовах формування валютно-фінансового потенціалу євроінтеграції має відіграти виявлення переваг та недоліків режиму сучасних режимів таргетування інфляції. В умовах розвинутої ринкової економіки, як і в умовах перехідної економіки, узагальнення та систематизація принципів грошово-кредитної політики європейських країн, що практикують таргетування інфляції і забезпеченні теоретичної й методологічної основи для оцінки можливості та доцільності використання такої моделі грошово-кредитної політики в Україні є дієвим чинником наближення до європейських стандартів фінансового регулювання [197].

Свого часу дана політика виступала одним з найважливіших чинників наближення країн Вишеградської групи до стандартів і принципів грошово-кредитної політики ЄС. Однак, автор погоджується з науковою думкою українського вченого-економіста М.В.Безнощенка у тому, що запровадження режиму таргетування інфляції вимагає відповідного нормативного забезпечення та реформування інституційної структури грошово-кредитного регулювання [27]. Зокрема, необхідно забезпечити більшу незалежність національного банку від виконавчої влади та від політичного впливу законодавчої влади. Це досягається прийняттям відповідного закону, де (1) повинні бути прописані основні принципи таргетування інфляції; (2) центральному банку повинні бути надані виключні повноваження для досягнення проголошеної мети; (3) керівництво центрального банку повинно нести персональну відповідальність за її досягнення [26].

Як наголошує М.В.Безнощенко, при таргетуванні інфляції слід використовувати середньостроковий підхід, тобто проголошувати таргет із горизонтом близько двох років і не намагатися вирішити всі проблеми за допомогою встановлення короткострокових таргетів, яких нереально досягнути. Слід використовувати симетричний таргет інфляції та з однаковою суворістю дотримуватися як його верхньої, так і нижньої межі. Важливо також, щоб центральний банк був активним і не вагався змінювати процентну ставку частіше, коли це дійсно необхідно, але в той же час слід уникати крайності, коли центральний банк занадто часто змінює процентну ставку, адже це розмиває значення його сигналів і ускладнює їх розуміння ринком [27].

Відповідно, в умовах системної кризи фінансового регулювання на мегарівні у світовому господарстві найважливішим є формування дієвих правових, інституціональних й економічних засад, що повинні передувати введенню режиму таргетування інфляції в Україні з метою уникнення негативних наслідків для соціально-економічної сфери держави. Сучасні цивілізаційні виклики вимагають зважених та комплексних підходів до ринкових трансформацій як у продуктивній, так і нематеріальній і особливо грошово-кредитній сфері суспільного відтворення. Саме окреслення оптимальної моделі фінансово-кредитної системи, її самодостатність і відповідність реальному сектору економіки на сучасному етапі визначають детермінанти господарського розвитку держави.

У цих умовах особливо важливого значення набуває підвищення регулюючої та контролюючої ролі держави як всередині кра-

ін, так і міждержавної співпраці на мегарівні світового господарства. Перед країнами постає термінове завдання мінімізації агресивної, експансіоністської функції міжнародного фінансового капіталу. Першочергового значення набуває вирішення проблем волатильності валют, а також більш жорсткого контролю коливаннями валютних курсів. Нестабільність обмінного курсу веде до високої процентної ставки, а вона, у свою чергу, гальмує виробничі капіталовкладення і зростання обсягів споживання. Як наслідок, виникають кризи надвиробництва, депресії, масові звільнення, безробіття, повальне скорочення податкових надходжень, дефіцит, неплатежі, борги, банкрутства, згорання соціального забезпечення і т. д.

2.3. Грошово-кредитні засади векторної зовнішньоекономічної стратегії України

Валютно-кредитні та фінансові аспекти взаємодії України з європейською спільнотою є важливим чинником прискорення її економічного розвитку. Фактично можна стверджувати про виникнення нової парадигми світового фінансового простору. Адже сучасні тенденції утворення регіональних валютних блоків, транскордонного характеру інвестиційно-банківських установ і запровадження новітніх міжнародних розрахунково-платіжних систем, які стали не лише передумовою обміну товарами та послугами, а й засобом поєднання виробничих зусиль у тих процесах господарського відтворення, яким вони передують.

Водночас, поглиблення сучасної світової економічної кризи актуалізувало наукову проблематику конкурентоспроможності національних економік, рівень якої в умовах глобальної фінансової нестабільності, як правило, знижується. Інтенсивність такого зниження залежить, з одного боку, від рівня розвитку економічного потенціалу, ступеню відкритості національно-господарської в системи, а з іншого боку, від ефективності державної валютно-фінансової політики, здатної адекватно реагувати на зовнішні загрози та небезпеки, тим самим мінімізуючи негативний вплив міжнародного руху капіталу на господарський сектор.

Величезний вплив на формування зовнішньоекономічної стратегії України чинить фактор розширення Європейського Союзу на Схід, посилення ролі Європейського валютного союзу у світовій економіці. Країни, які раніше з відомих причин були включені в інтеграційний процес командно-адміністративного розвитку,

тепер намагаються стати органічною частиною Європейського економічного простору, незважаючи на ряд серйозних труднощів і протиріч, які виникли при формуванні стартових передумов інтеграції країн Центральної та Східної Європи.

Розвиток відносин між ЄС і нинішніми новими країнами-членами європейської спільноти багато у чому був достатньою мірою важким і суперечливим, адже економічна інтеграція даних країн ускладнювалась двома гострими проблемами: високою мірою централізації постсоціалістичної політико-господарської системи та її впливом на формування сучасної економічної стратегії; недостатнім уявленням сторін одна про одну з причини нерозвинутих комунікацій, принципових відмінностей механізмів господарювання [245].

Незважаючи на відмінності між центральноєвропейськими країнами, можна стверджувати, що саме країни ЦСЄ у процесі свого господарського поступу сформулювали більшість вирішальних елементів перехідного процесу, які на початкових етапах всіляко продемонстрували здатність країн до вступу в ЄС, а згодом і заклали підвалини до повноправного членства у європейській спільноті [243].

Саме виявлення тих дієвих господарських механізмів і ефективних інструментів, з використанням передового досвіду країн Центральної та Східної Європи, котрі можуть стати як акселеруючими чинниками реалізації євроінтеграційної стратегії України, так і закладуть підвалини для довгострокового сталого розвитку нашої держави, можуть слугувати позитивним досвідом формування грошово-кредитних засад векторної зовнішньоекономічної стратегії України.

Зважаючи на зростаючу роль валютно-фінансових чинників у сучасному міжнародному інтеграційному процесі, саме визначення складових грошово-кредитної політики, саме критичний аналіз господарських засад векторного стартового поля економічної інтеграції України між Європейським Союзом та Євро-Азійським економічним співтовариством, необхідність активізації господарської взаємодії з РФ, Казахстаном та Білоруссю в межах Митного союзу обумовлює ефективність механізмів реалізації зовнішньоекономічної стратегії нашої держави на довгострокову перспективу.

Відповідно, взаємозв'язок фінансової, кредитної і фіскальної політики повинен забезпечувати як керованість перехідних процесів, мати важелі запобігання економічним кризам, так і закласти підвалини для майбутнього повноправного членства у

європейській спільноті. Те, що вищерозглянуті три сфери економічної життєдіяльності всякого суспільства (фінансова, кредитна і фіскальна) взаємозалежні, в тому числі і в розвинутій ринковій економіці, є доведеним у сучасній науковій думці. Однак перехідна економіка містить чимало протиріч і традиційні передатні механізми не повною мірою є дієздатними в умовах трансформаційних процесів.

Зокрема, відомі українські вчені-економісти А.С.Філіпенко і Ю.Д.Сивашов загострюють увагу на тому, що в умовах глибоких ринкових трансформацій особливо суттєвою постає дилема кейнсіанського і монетариського підходів до вирішення макроекономічних проблем. Інфляційні процеси, що розверталися практично у всіх колишніх «соціалістичних» країнах, викликали не стимулювання виробництва і підігрівши кон'юнктури (можливо навіть її перегрівши), а прямо протилежний процес. Вони виявилися сполучені зі спадом виробництва, що прискорювався, а інфляція замість того, щоб підігрівати виробничу активність, виявилася поєднана з економічним спадом. Спроба боротьби з інфляцією чисто монетариськими методами призвела до вкрай негативних явищ (стагфляція, дефолт та ін.) [161].

Безумовно, вже апробований польською економікою досвід є вкрай наближеним до сучасних реалій розвитку України у період незалежності. Він пов'язаний із політикою запровадження курсу на помірну «шокову терапію», і після декількох років глибокого спаду, що приводив країну до межі інвестиційної (та й у цілому відтворювальної) кризи, потім створив певні передумови для поступової стабілізації і повільного пожвавлення економічних процесів. Через тривалий період часу вони дозволили відновити рівень життя і виробництва, а так само як економічної ефективності, характерний для періоду, що передував реалізації «шокової терапії» [242].

Підкреслимо, що економічний стан більшості колишніх країн командно-адміністративної системи на початку ринкових трансформацій в цілому відповідав стартовому полю України. І в Польщі, Угорщині, Словаччині мали місце і тінізація фінансів, і недовіра до банківського сектору, і бюджетний дефіцит, і відсутність фіскальної дисципліни.

Однак гіперінфляція не була феноменом, присутнім в усіх перехідних економіках на початку періоду трансформації. У Польщі середня річна інфляція виходила за межі 500%, отже, усунення гіперінфляції було найважливішою метою не тільки для Національного банку Польщі, але й для уряду. Лібералізація цін, між-

народна конвертація вітчизняної валюти, політика позитивної реальної відсоткової ставки, контроль за рівнем заробітної плати, ставки податків та фіксований валютний курс – всі ці елементи склали стартовий стабілізаційний пакет [231].

А отже, для України конче необхідно є розробка власної моделі, що припускає не традиційну кейнсіанську модель макроекономічного регулювання, зокрема, «підігріву» економічної кон'юнктури за рахунок інфляційного фінансування і пільгового кредитування (сам по собі цей механізм крім додаткової інфляції нічого не дає), а зміна системи виробничих відносин і інститутів. Для цього необхідно створення такої системи, при якій у рамках господарських одиниць у відношенні поєднання працівника з засобами виробництва, а також у взаємозв'язку між виробником і споживачем почне працювати інша логіка економічних відносин, інші стимули для росту продуктивності праці і раціоналізації господарських зв'язків — стимули, пов'язані з економічною поведінкою більшості працівників, з гарантіями соціальної справедливості та стійкості підприємницької діяльності [11].

У колі проблем, що постають перед українською економікою на сучасному етапі розвитку міститься також одвічна дилема: руху на Захід чи на Схід, вибір євроатлантичної чи виключно європейської інтеграції, або концентрування зусиль на господарському зближенні з країнами СНД у рамках існуючих зони вільної торгівлі ЄвроАзЕс та Митного Союзу РФ, Казахстану і Білорусі.

Адже підрахунки показують, що навіть за умов достатньо високих темпів економічного розвитку України існує відставання у рівнях соціально-економічного розвитку можна подолати лише у довготерміновій перспективі (див. табл. 2.3) (базовими показниками валового внутрішнього продукту на душу населення у 2000 р. по ЄС та Україні були взяті відповідно 23500 та 3700 \$).

Таблиця 2.3.

Кількість років, необхідних для вирівнювання показників валового національного доходу на душу населення України з ЄС.

Україна \ ЄС	1%	2%	3%
3%	94	189	
5%	48	64	96
7%	32	39	49

Джерело: [173, с. 178]

Але дана проблема не є діалектичною – розширення Європейського Союзу створює як нові можливості, так й нові виклики соціально-економічному розвитку Україні, Росії та іншим незалежних країнам з новою ринковою економікою. У сфері руху товарів цей процес призведе до виникнення ефекту розширення торгівлі по тих товарах, по яких мито у країнах-кандидатах є більш високим ніж в ЄС. Для експорту робочої сили розширення ЄС буде мати негативні наслідки, оскільки призведе до обмежень руху робочої сили до центральноєвропейських країн. Включення нових країн до складу ЄС створює умови збільшення притоку прямих іноземних інвестицій в їх економіку, в тому числі за рахунок відносного скорочення їх приросту до країн-сусідів ЄС. Без якісних змін у механізмах економічного співробітництва між ЄС та країнами-сусідами це може призвести до зменшення темпів зростання добробуту в останніх.

Отже, в даний час зміст економічних відносин України з ЄС зводиться до преференційної зони, режим якої становить найнижчу, практично передінтеграційну фазу і передбачає надання партнерам певних пільг, таких як квоти на експорт продукції (текстиль, виробы металургійної промисловості), секторальне і транскордонне співробітництво (еврорегіони, європейські транспортні кордони), надання технічної допомоги та ін. [149].

Реалізація мети створення в короткостроковій перспективі Зони вільної торгівлі між Україною і ЄС може стати передумовою для входження України до Європейського економічного простору через механізм Європейської економічної зони за прикладом Швейцарії, Норвегії, Ісландії та Ліхтенштейну, вимагає використання однорідних функціональних методів і механізмів. Лише їх застосування надасть можливості для приєднання України до ЄАВТ [122].

Формування грошово-кредитних механізмів господарського поступу в умовах векторності зовнішньоекономічної стратегії України, спираючись на припущення, що на майже 30-річний розрив за здобутками у розвитку економік України та ЄС (у найкращому випадку – див табл. 2.4), формування зовнішньоекономічних стратегем та інтеграційних пріоритетів повинен базуватись саме на валютно-фінансових та грошово-кредитній складових субрегіональних інтеграційних процесів, які враховують невідповідність потребам модернізації економіки, розвитку експорту наукоємної продукції з високим вмістом доданої вартості, що призводить до таких загроз економічній безпеці держави, як закріплення сировинної спеціалізації української економіки на світовому ринку, занепаду галузей, які забезпечують виробництво кінцевої продукції у віносінах з ЄС (див. рис. 2.7).

Також слід наголосити на необхідності диверсифікації та багато-векторності зовнішньоекономічної стратегії України. У відносинах з одним з найпотужніших економічних партнерів – Російською Федерацією за останні 5-10 років наша держава нарощувала саме імпорту складову. І якщо дані негативні тенденції (такі, наприклад, як втрата конкурентних позицій вітчизняних товаровиробників на російських ринках сільськогосподарської продукції, продукції легкої промисловості, поступовий розрив кооперативних зв'язків у сфері машинобудування тощо) продовжаться, то ніші для постачання на російський ринок будуть захоплені іншими країнами [153].

Україна контролює наземні, морські і повітряні комунікації Росії в життєво важливому для неї південно-західному напрямку і встановлює тарифи та режим транспортування. Росія знаходиться в залежності від України по постачанню і авторському нагляді за рядом унікальних для її стратегічних сил комплектуючих військової техніки та озброєнь.

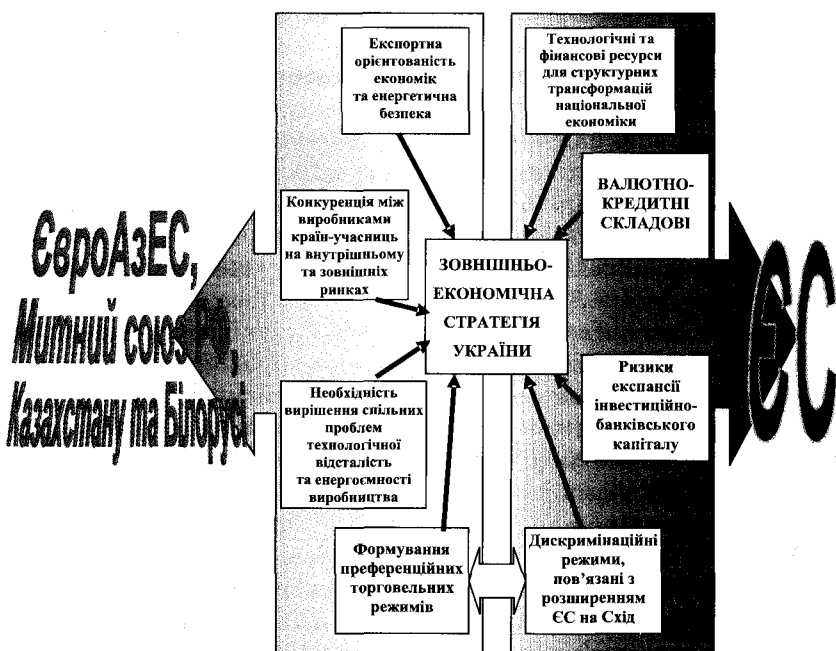


Рис. 2.7. Фактори формування грошово-кредитних засад векторної зовнішньоекономічної стратегії України*

* – складено автором.

Руйнівний період в командно-адміністративних системах ознаменувався для кожної з країн СНД введенням власних валют, а єдиний платіжний засіб було ліквідовано. Введені валюти одержали статус внутрішньо конвертованих, що забезпечило доларизацію національних грошових систем і вільне екстериторіальне переміщення капіталів. У результаті долар США зайняв позиції радянського (російського) рубля і став на політично й економічно розділеній території єдиним платіжним засобом, розгорнувши торгово-економічні інтереси всіх незалежних держав СНД на ринки інших країн світу. За час незалежного розвитку кожна держава СНД знайшла на світовому ринку ніші для своїх товарів, які продаються за конвертовану валюту – в основному це сировина і її первинна переробка. Необхідно визнати: відбулося фактичне розшарування всієї більшості товарів на потенційному загальному ринку СНД на дві практично не пересічні множини: першого сорту – ліквідних на світових ринках, що будуть поставлятися тільки при оплаті у вільно конвертованих валютах, і другого сорту, що могли б продаватися за єдиний платіжний засіб, якщо він буде введений, але залишилися не затребуваними через дефіцит доларів у протилежному випадку. Зона вільної торгівлі без платіжного союзу не забезпечить кардинальної активізації зовнішньої торгівлі в межах СНД, оскільки єдино прийнятним платіжним засобом залишиться сторонній і вкрай дефіцитний долар. Пересуватися через митні кордони буде приблизно той же обсяг ліквідних товарів, обумовлений наявною на території СНД вільною доларовою масою.

Найбільш прийнятний шлях створення платіжного союзу – багатосторонній кліринг з єдиним розрахунковим центром і виділенням кожному учаснику союзу початкової квоти в одиницях платіжного засобу. Механізм функціонування таких платіжних союзів відпрацьований і показав свою ефективність у багатьох регіонах світу, в тому числі й на початковій стадії створення Європейського Союзу. Але необхідно мати на увазі, що платіжний союз можливий тільки за умови створення наднаціонального регулюючого органу з делегуванням йому узгоджених повноважень, тобто потребує поступки суверенітету від кожної держави-члена.

Також не можна обійти увагою такий екзогенний чинник залежності валютно-фінансової системи України від зовнішніх шоків, як феномен валютного заміщення. Тема валютного заміщення набула актуальності в економічній літературі з тих пір, як у країнах, що розвиваються, почався процес дерегулювання валютної сфери і лібералізації фінансових ринків.

Поняття «валютне заміщення» було уперше введене П. Коурі, Г. Кальво і К. Родрігез, що розглядали динаміку реального валютного курсу в умовах валютного заміщення. Основний висновок, до якого прийшли перші дослідники, полягав у тому, що при наявності заміщення валют ріст грошової пропозиції провокує знецінення національної валюти. Хоча практично кожен дослідник прагне дати власне визначення валютному заміщенню та його впливу на економічний розвиток країн. У цілому розрізняються дві протилежні концепції валютного заміщення. Одну з них розробили Г. Кальво, директор Центра міжнародної економіки університету штату Меріленд (США), і К. Вег, професор Каліфорнійського університету (Лос-Анджелес). Для них валютне заміщення являє собою використання на внутрішньому ринку іноземної валюти як засіб обігу. Якщо ж економічні агенти починають розглядати іноземну валюту не тільки як засіб обігу, але і як міру вартості і засіб заощадження, то мова вже йде про неофіційну (фактичну, часткову, тіньову) доларизацію [46].

У перехідних економіках валютне заміщення має ряд характерних відмінностей. На ранніх етапах економічних реформ заміщення валют у країнах, що почали перехід від планового до ринкового господарства, стосувалося тільки однієї грошової категорії – міри вартості. Нерозвиненість ринку цінних паперів і банківського сектора не дозволяли розглядати закордонні фінансові активи як засіб заощадження. Успіх програм макро економічної стабілізації і твердих мір валютного контролю запобігли в багатьох країнах (наприклад, Польщі, Естонії, Литві) широкому поширенню, долара США і німецької марки як засобу обігу (див. табл. 2.4).

Для вивчення тієї ролі, що виконує іноземна валюта в національній економіці, використовуються дві стандартні оцінки. Виконання функції засобу платежу (обігу) визначається по масштабах наявного звертання іноземної валюти. Латиноамериканські економісти М. Мелвін і К. Фенек, наприклад, вивчали валютне заміщення Болівії на основі даних про неформальний кредитний ринок [100]. На цьому активно діючому ринку заможні фізичні особи прямо кредитують один одного в доларах США і фактично виступають фінансовими посередниками.

Дослідники також використовують непрямі методи вивчення валютного заміщення. Обіг іноземної валюти на внутрішньому ринку можна знайти, оцінивши стабільність попиту на гроші і динаміку інфляції [219].

Таблиця 2.4

Емпіричні дослідження валютного заміщення на межі тисячоліть

АВТОРИ	КРАЇНИ	РЕЗУЛЬТАТИ ДОСЛІДЖЕННЯ
McNelis P. and Asilis C.(1992)	Аргентина, Болівія, Мексика, Перу	Низькі трансакційні витрати і ріст валютного заміщення підвищують волатильність інфляції і реальних грошових залишків.
Ramirez-Rojas C. (1992)	Перу	Валютне заміщення є важливим трансмісійним каналом передачі ефектів бюджетно-податкової і грошово-кредитної політики. Якщо уряд використовує інфляційний податок для фінансування бюджетного дефіциту, економічні агенти, прагнучи уникнути податку, збільшують швидкість грошового обігу і переключаються на використання іноземної валюти.
Korhonen I. (1996)	Литва	Важливим фактором валютного заміщення Литви є серед між процентними ставками по короткострокових депозитах, деномінованими у різних валютах. Між валютним заміщенням і очікуваними темпами девальвації існує статистично незначущий зв'язок.
Saraevs V. (2000)	Латвія	На динаміку валютного заміщення впливають середі між процентними ставками по короткострокових і довгострокових депозитах у різних валютах, темпи знецінення реального валютного курсу й обсяг чистих іноземних активів банківської системи.

Джерело: [108, с. 18].

Для оцінки фінансового валютного заміщення використовуються інші методи. У багатьох ринково розвинутих країнах перерозподіл фінансових ресурсів здійснюється через ринок цінних паперів. Пайові й боргові цінні папери – найбільш популярні інструменти в країнах з англосаксонською фінансовою системою. Для вивчення валютного заміщення в англосаксонській системі необхідно досліджувати валютну структуру фінансових активів домогосподарств і зобов'язань корпорацій. У країнах, що розвиваються, що знаходяться на ранній стадії економічного розвитку, перерозподіл фінансових ресурсів відбувається, головним чином, через банківську систему. З цієї причини фінан-

сова доларизація в країнах, що розвиваються, вивчається крізь призму активів і пасивів банківського сектора. Показниками валютного заміщення виступають частка валютних депозитів у сукупному обсязі банківських депозитів і відношення валютних кредитів до сукупного обсягу кредитів приватного сектора економіки [183].

Отже, відповідно до концепції валютного заміщення в Україні стає зрозумілим, що векторна спрямованість зовнішньоекономічної стратегії держави лежить на шляху до Європи. Хоча Україна і не перейшла на використання євро у названих сферах і економіка є достатньо саме доларизованою, але вихід українських банків та корпорацій на ринок єврооблігацій, ведення перманентних торговельних війн з РФ (нафтова, газова, м'ясо-молочна) не просто викликають обернений до політичного економічний ефект переорієнтації економіки України на ЄС – це призводить до синхронізації монетарного та і, загалом, економічного циклу з Європейським Союзом [13, с.244].

Таким чином, можна виділити такі спільні для України та РФ спільні проблеми та шляхи їх вирішення, як: 1) подолання слабкої диверсифікації бізнесу банків; 2) винайдення механізмів та передумов для переорієнтації приватних вкладень на довгостроковий термін; 3) виявлення засад поєднання курсу на зменшення високих валютних ставок жорстким контролем за активними операціями комерційних банків.

Відповідно, вищенаведений аналіз дозволяє стверджувати, що Євроазійський вектор інтеграції України за умов побудови зваженої стратегії може стати передатним механізмом вирішення спільних проблем, а також надати імпульси для економічного зростання. Водночас чотирьохстороння угода про формування єдиного економічного простору та концепція формування єдиного економічного простору, яка є невід'ємною складовою частиною Угоди, передбачають поетапну реалізацію цілого ряду заходів, які є предметом вищих етапів інтеграції: Положення угоди і концепції про створення умов для вільного руху товарів, послуг, капіталу і робочої сили, здійснення узгодженої політики щодо третіх країн, створення спільного митного тарифу та уніфікація торгових регіонів по відношенню до третіх країн, формування спільного ринку праці та інші – накладають обмеження на реалізацію євроінтеграційного курсу України [60].

У цьому ж зв'язку автор погоджується з науковою думкою А.С.Філіпенка про формування нового вектору економічної

співпраці в рамках країн СНД, наприклад, створення регіональної організації Євразійського об'єднання вільної торгівлі – такі уточнення дозволили б усунути суперечливі аспекти в інтеграційній стратегії України шляхом чіткої артикуляції західноєвропейського вектора та акцентування на доінтеграційному торговельно-економічному характері співробітництва в рамках ЄвроАзЕС.

Важливо підкреслити, що існують і альтернативні концепції господарської взаємодії України з ЄС. Так, наприклад, на думку Ю.В.Макогона ефективною і оптимальною стратегією входження України до європейського спільного простору є її узгодження з стратегіями РФ. Застосування конкурентних переваг спільних проектів кооперативного типу в науково-технічній, промисловій та збутовій сферах може дати більший економічний ефект, ніж одновекторна політика української євроінтеграції [95]. Якщо цей процес буде здійснюватись на основі вказаної вище ідеї – «проникнення на Захід», то це дасть можливість уникнути негативних наслідків експансії російського капіталу, а саме його можливого політичного підтексту.

Більше того, експорторієнтованість економіки України може викликати ще один негативний макрофінансовий ефект, який іноді називають «найжорстокішим податком», що штучно створює дохід для великих експортних ФПГ (переважно сировинних), який часом називають «сеньйораж». Сеньйораж розраховується на основі місячних змін в монетарній базі з використанням індексу споживчих цін як дефлятора:

$$S = \frac{h_t}{1 + h_t} M_{t-1} + (M_t - M_{t-1}),$$

де h_t - інфляція за період t , M_t - монетарна (грошова) база.

Перша складова справа від знака рівняння – інфляційний компонент сеньйоражу. Друга складова ($M_t - M_{t-1}$) – зміна в реальному попиті на грошову базу. Проблема дефіциту бюджету характерна для всіх країн з перехідною економікою. Але для країн ЦСЄ, що вступили до ЄС, характерним є вирішення проблеми бюджетного дефіциту переважно шляхом чіткого узгодження державних видатків та доходів. Вільні грошові ресурси не вилучаються для покриття дефіциту, а використовуються як приватні інвестиції. В таких країнах спостерігається низький темп інфляції і поступово стабілізується виробництво [53].

У даній площині є достатньо обґрунтованим твердження українського науковця О.Шарова, що «кількість не замінює якість», тобто штучне підвищення цін на імпортні товари не призводить автоматично до, як багато хто сподівається, збільшення попиту на продукцію національного товаровиробника, якщо вона неконкурентоздатна за якістю [170, с.274].

Конкуренція якості вже щонайменше 15 років домінує на світовому ринку над конкуренцією цін [170, с.274]. Саме тому не слід очікувати, що девальвація гривні призведе до збільшення експорту. Можна розраховувати на те, що девальвація буде стимулювати експорт, принаймні, за двох умов:

- внутрішні ціни не збільшуються в міру зниження курсу гривні;
- нашу конкурентоспроможність на світовому ринку стримують не низька якість, адміністративні квоти, слабкий маркетинг, а саме висока ціна і викликана високою їх енергоємністю.

Зокрема, Т.Вахненко наголошує, що створення в Україні передумов для стабільності фінансової системи у довгостроковому періоді, забезпечення стійкої зовнішньоекономічної позиції держави в умовах поглиблення валютно-фінансової взаємодії з Європейським Союзом, недопущення надмірного зростання боргового навантаження на економіку країни, розширення інвестиційного потенціалу реального сектора економіки у світогосподарській комплекс актуалізує проблему розробки довгострокової концептуальної основи управління зовнішнім боргом України [37, с. 20].

Обсяг залучення зовнішніх позик визначається, по-перше, тим, скільки іноземного капіталу країна може ефективно поглинути, так щоб прибуток від інвестицій перевищував вартість залучення капіталу; по-друге, тим, який обсяг боргу вона може обслуговувати без ризику виникнення проблем із зовнішніми платежами [37, с. 21].

Темпи зростання боргу залежать від: 1) частки зовнішніх заборгованостей у загальному обсязі наявного боргу (це можна виразити співвідношенням між дефіцитом балансу по товарах та послугах і накопиченим боргом); 2) процентної ставки (підвищення ставки процента потребує збільшення зовнішніх позик) [22, с. 160].

Високий розмір зовнішнього боргу України як в абсолютному, так і в відносному виразі, велика кількість ресурсів, які відвертаються на його обслуговування, надають особливу гостроту вирішенню проблеми управління зовнішньої заборгованості. За відсутності дієвого грошово-кредитного наповнення банківської системи, яке має сприяти економічній динаміці країни, глибока взаємодія з транснаціональним інвестиційно-банківським капіталом носить лихварський характер і не може бути чинником виходу кра-

їн на траєкторію самопідтримуючого зростання. З іншого боку, економічна спільнота буде брати під сумнів переваги, які фактично виникають завдяки фінансовій лібералізації. Більш того, вони будуть стверджувати, що країни стають більш вразливими до коливань на фінансових ринках, що формуються, коли їх уряди послаблюють контроль над припливом та відпливом капіталу (див. рис. 2.8).

Однак, ні прибуток, ні амортизаційні відрахування як джерела фінансових коштів не можуть вирішити всієї проблеми, що вимагає значної мобілізації фінансових ресурсів за рахунок залучених джерел у нові ринкові економіки. Створення конкурентних переваг на світовому ринку вимагає вироблення певних стратегій і принципів. На думку М. Портера, визнаного фахівця в цій сфері, чим сильніше розвинена конкуренція на внутрішньому ринку країни і вище за вимогу покупців, тим більша вірогідність успіху компаній з цієї країни на міжнародних ринках. І навпаки, ослаблення конкуренції на національному ринку призводить, як правило, до втрати конкурентних переваг. Економічного домінування добиваються країни, які конкурують на основі інновацій [128].

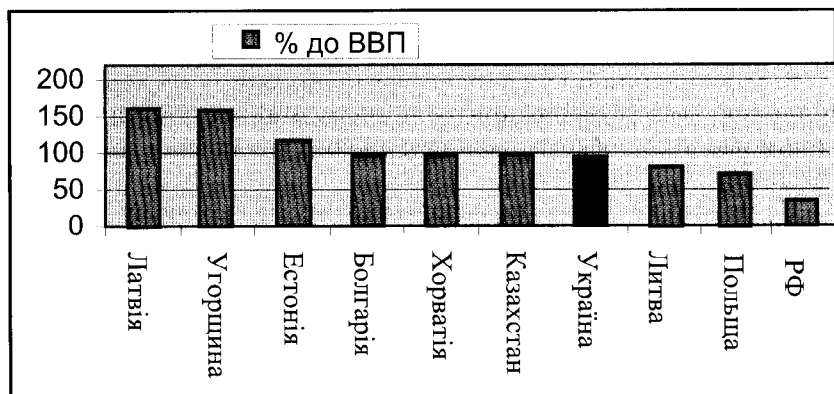


Рис. 2.8. Показники сукупного зовнішнього боргу у нових ринкових економіках на 01.01.2010 р.

Джерело: [145, с.7].

Ефективне управління зовнішнім боргом неможливе без постановки чітких цілей і створення механізму для їх реалізації. Це можна вважати одним з пріоритетних завдань економічної політики, вирішення якої дозволило б зменшити навантаження на бюджет по обслуговуванню зовнішньої заборгованості і оптимізувати політику залучення нових запозичень.

Управління зовнішнім боргом є одним із елементів грошово-кредитної політики. Ефективне використання зовнішнього боргу може стати потужним фактором економічного росту, який дасть додаткові фінансові ресурси. Стабільна позиція країни на міжнародному ринку капіталу, своєчасне виконання боргових зобов'язань – усе це сприяє зміцненню міжнародного авторитету і забезпечує додатковий приплив інвестицій на більш вигідних умовах. Крім того, зростає довіра до її валюти, зміцнюються зовнішньоторговельні зв'язки. З іншого боку, зовнішній борг може стати серйозним негативним фактором не лише економічного, але і політичного значення. Непомірно високі виплати із державного бюджету по боргах відвертають кошти від фінансування соціальних, економічних, оборонних і інших програм уряду [94].

У системі заходів щодо оптимізації зовнішньоборгового навантаження України та забезпечення зваженого управління фінансовими ризиками чільне місце повинні займати:

1. Поповнення міжнародних валютних резервів до рівня, достатнього для задоволення потреб резидентів України в іноземній валюті, що витрачатиметься на обслуговування зовнішніх боргів у випадку порушення позитивної динаміки надходження іноземних позик.

2. Підвищення рівня фінансового управління на державних підприємствах і суворий контроль з боку міністерств за цільовою спрямованістю і обґрунтованістю джерел погашення зовнішніх кредитів;

Негативні тенденції на європейському та світовому ринках капіталу, що проявились унаслідок обвалу системи облігаційних іпотечних позик в США та загальною нестабільністю світових валют, зростання темпів так званої агфляції (інфляційних процесів, пов'язаних із здороженням цін на продовольство) на мегарівні світового господарства, суттєво вплинули на ситуацію у банківському секторі України [197].

Необхідність боротьби з високими темпами інфляції за допомогою жорстких монетарних методів хоча й у певній мірі загальмувало кризові явища, але викликало ряд негативних явищ, пов'язаних з дефіцитом фінансових ресурсів як у банківській системі, так і в реальному секторі національної економіки. Більшість вітчизняних банків у першому кварталі 2008 р. призупинили кредитування в національній валюті, а також різко скоротили терміни надання позик. Ставки по кредитах у національній валюті зросли в середньому до 20% річних, валютні позики подорожчали до 13-15%. Водночас темпи зростання обсягів кре-

дитування синхронно не знизилися, і банківська система продовжувала насичувати економіку грошима практично з тією ж швидкістю, що й у 2007 р. Якщо дивитися на абсолютні цифри, то і темпи приросту депозитів в наступному році у системі залишилися практично на рівні 2007 р.

Антиінфляційні заходи НБУ та світова фінансова криза (західні банки перестали кредитувати наші фінансові установи) призвели до дефіциту ресурсів в українській банківській системі. Переважна кількість комерційних банків, зокрема великих, підвищили ставки за кредитами (на 1,5 – 2%), скоротили обсяги кредитування, а деякі навіть неофіційно прикрили кредитні програми на невизначений термін. Основна причина жорсткої політики НБУ – стримування інфляції, а також недопущення кризи позик, яка виникла у 2007 р. в США та Великій Британії. Хоча офіційний рівень проблемних кредитів в Україні невеликий – лише 1,5%, але західні аналітики стверджують, що близько 75% кредитів, виданих вітчизняними банками, мають високий ризик неповернення [43].

Додаткові ризики для української грошово-кредитної системи створює високий рівень заборгованості перед західними інвесторами — майже \$31 млрд (35% зовнішнього боргу нашої країни). У 2008 р. комерційні банки мали вже повернути приблизно \$11 млрд боргу, що продовжив зростання. Проблеми кредитно-фінансових установ з ліквідністю позначилися й на вітчизняному ринку облігацій: ще за три місяці 2008 р. банки пред'явили вимоги емітентам паперів за офертою на 1,7 млрд грн. [43, с. 50].

Ситуація на ринку банківських послуг продовжує погіршуватися завдяки різкому скороченню депозитів юридичних осіб, викликане діями уряду по наповненню бюджету. Попередній Кабінет Міністрів скасував податкові векселі для імпортерів товарів і послуг. Це рішення стимулювало вимивання оборотних коштів у багатьох компаній, заміщати які на першому етапі можливо тільки за допомогою банківських кредитів. При цьому з падінням курсу долара на міжбанківському ринку України кредитна заборгованість підприємств почала стрімко зростати. Крім зростаючого попиту на кредити з боку імпортерів, банківська система відчуває серйозний тиск з боку приватних позичальників. Висока інфляція підштовхувала і підштовхує останніх активно кредитуватися.

Безумовно, рентабельність більшої частини українського бізнесу дозволяє витримати підвищення процентних ставок. Однак ситуація погіршується тим, що з підвищенням ціни на гроші об-

межуються терміни кредитування. У ситуації наростання напруженості на грошово-кредитному ринку банківські установи були змушені максимально скоротити термін наданих кредитів, а в деяких випадках і зовсім зупинити кредитування. У цій ситуації в більшості компаній з малою і середньою капіталізацією виникають складності з плануванням свого подальшого бізнес-циклу. Не маючи можливості бути впевненими в термінах кредитування, оцінити рівень процентних ставок на середньострокову перспективу, компанії були змушені згорнути довгострокові інвестиційні плани [48, с. 7; 49].

Негативні тенденції панували і на ринку внутрішніх облігаційних позик. Значна волатильність на міжбанківському кредитному ринку перетворила купівлю облігацій для формування ліквідного резерву на невигідну для кредитно-фінансових установ. У цій ситуації реальною допомогою для бізнесу могла б виявитися саме висока інфляція, яка б дозволила підприємствам одержувати додатковий приплив ресурсів від реалізації продукції. Однак дефіцит грошових ресурсів не дає бізнесу скористатися перевагою зростаючих цін для конкуренції з потоком імпорту, що збільшується [25, с. 125].

Придушуючи інфляцію монетарними методами при фактичній ревальвації курсу гривні, стимулювався стрімкий приплив імпорту в Україну. Зростаючі ціни на товари могли б дозволити українським виробникам протистояти дешевим імпортним товарам, однак відсутність банківських кредитів призводила до скорочення внутрішнього виробництва [47].

Негативними можуть бути і наслідки вступу України до СОТ – при зростанні потоку дешевих товарів із-за кордону багато вітчизняних експортерів стають неконкурентними. Відповідно, вже у короткостроковому періоді на міжбанківському ринку можуть початися процеси, зворотні поточними. На дефіцит валюти і ринок відреагує самостійним девальвуванням курсу гривні, що істотно підсилить тягар обслуговування зовнішніх боргів для компаній, які не мають надходжень в іноземній валюті. Для банківської системи у випадку послаблення національної валюти не тільки збільшується навантаження зовнішніх боргових виплат, але і різко погіршується якість активів: неплатежі позичальників, що одержали кредити в іноземній валюті, можуть стати масовим явищем [52].

Протягом 2006 – 2007 рр. обсяг кредитів, наданих українськими банками вітчизняній економіці, зріс утричі. На 1 січня 2008 р. було видано \$85 млрд позик, на 1 січня 2006-го — втричі мен-

ше (\$28 млрд). При цьому корпоративний сектор розвивався меншими темпами, ніж ринок кредитування фізичних осіб. На початку 2006 р. частка позик фізичним особам у загальному кредитному портфелі становила 23%, через два роки — 36%. У 2007 р. ринок кредитування населення зріс на 72% — до \$15 млрд. Причиною цього стало те, що вітчизняні кредитно-фінансові установи мали доступ до відносно дешевих закордонних позик. За два роки банківська система отримала \$24,9 млрд іноземних кредитів (зростання зовнішньої заборгованості фінансового сектору за цей період — 410%). Ставки за ними були дещо вищими за позики українському уряду — на рівні 7,5-8,5% (урядові єврооблігації коштували 6,5-6,7% річних). Водночас на вітчизняному ринку з'явилося близько двох десятків великих закордонних банків з дуже привабливими кредитними програмами. Більшість із них за дуже короткий термін стали лідерами на ринку споживчого, авто- і житлового кредитування [172, с. 24].

Приплив капіталу з європейського кредитного ринку збільшив гривневу грошову масу в країні: кредитно-фінансові установи конвертували західні кредити у національну валюту. В 2007 році міжнародні резерви НБУ поповнилися на \$14,9 млрд (або 72 млрд грн.). Унаслідок високої ліквідності української фінансової системи ставки за кредитами у гривні на міжбанківському ринку знизилися до 1,5-2% річних — банки позичали гроші один у одного практично задарма. При цьому обсяг готівки на руках у населення збільшився на 48,2% — до \$21,9 млрд (у 2006-му грошова маса поза банками зросла на 24,5% — до \$15 млрд).

Значні вливання закордонного капіталу у фінансову систему, збільшення обсягів готівки і кредитування пришвидшили інфляцію: у 2007 р. ціни зросли на 16,6% проти 11,6% у 2006-му, а з початку 2008 р. подорожчання становило 13,1%. У даних обставинах було вжито низку антиінфляційних заходів:

- стерилізація грошової маси (НБУ підвищив ставки за депозитними сертифікатами для кредитно-фінансових установ, таким чином збільшивши обсяги залучених у них грошей, акумулював на своїх рахунках 19,4 млрд грн.);

- обмеження кредитування фізичних осіб;

- висунення додаткових вимог до кредитно-фінансових установ, які залучають кредити за кордоном (банки мають резервувати отримані від нерезидентів кредити на рівні 4% одержаної суми);

- підвищення ставки рефінансування банків до рівня інфляції (якщо у січні-листопаді 2007-го ставка була на рівні 9,2%, то до квітня 2008-го ставки регулятора зросли до 15-16%);

• посилення резервних вимог за споживчими кредитами і підвищення розмірів регулятивного капіталу до EUR 10 млн для всіх без винятку кредитно-фінансових установ (досі мінімальний розмір капіталу був на рівні EUR 1,5 млн) [63].

Для підвищення ефективності зовнішніх запозичень і усунення загроз фінансової дестабілізації в Україні система погодження отримання позик за кордоном повинна відповідати таким критеріям [37, с. 20]:

- позики, які державні підприємства прагнуть залучати, мають довгостроковий характер і чітку інвестиційну спрямованість (тільки за умов використання запозичених коштів на фінансування продуктивних капіталовкладень ці підприємства одержуватимуть доходи, що забезпечуватимуть повернення нагромаджених боргів);

- підприємства-претенденти на залучення зовнішніх позик мають достатній обсяг надходжень в іноземній валюті (від основного виду діяльності) для щорічного погашення і обслуговування зовнішніх боргів (лише в такому випадку нівелюватиметься проблема невідповідності валюти активів і зобов'язань, яка у багатьох випадках підводить міжнародних позичальників до банкрутства);

- підприємства-позичальники характеризуються високою платоспроможністю і не створюють загроз дестабілізації фінансової системи країни (дефолт по зовнішніх зобов'язаннях одного з державних підприємств може відрізати доступ до зовнішнього фінансування усім українським позичальникам і викликати ланцюгову реакцію корпоративних дефолтів) [46];

- посилення пруденційного регулювання та встановлення більш жорстких вимог до формування резервів банків під кредитні ризики по операціях в іноземній валюті [37, с. 20].

Міжнародний досвід свідчить, що масовий приплив іноземних капіталів є досить небезпечним для економіки із слабким банківським сектором і неадекватним банківським наглядом. Для уникнення цих загроз необхідно застосовувати наступні заходи:

• встановлення більш жорстких вимог до формування резервів банків під кредитні ризики по операціях в іноземній валюті;

• поширення нормативів обов'язкового резервування на кошти, залучені українськими банками від іноземних [46];

- поширення нормативів обов'язкового резервування на ресурси, залучені українськими банками від нерезидентів [134, с. 27].

В умовах зростаючої заборгованості України, особливо перед західноєвропейськими кредиторами, над важливими завдання-

ми наукового пошуку є вимірювання та механізми виявлення дієвих механізмів попередження кредитних ризиків для національної валютно-фінансової системи. Кредитний ризик може бути визначений як імовірність втрати, що пов'язані з непередбачуваними змінами якості активів. Існують два методи щодо визначення кредитного ризику.

Перший метод ґрунтується на аналізі показників стану кредитного портфеля банківських інститутів як за його структурою, так і динамікою. Цей аналіз може проводитися через: 1) визначення впливу шоків на якість кредитного портфеля банківської системи; 2) застосування методів регресійного аналізу для визначення взаємозв'язку між станом кредитного портфеля і макроекономічними показниками [246, с. 12].

Визначення впливу шоків на стан кредитного портфеля складається з оцінки сум непередбачених втрат, що можуть виникнути внаслідок погіршення його якості. Втрати, що можуть виникнути, покриваються шляхом формування резервів і включення цих втрат до ціни кредиту. Для їх підрахунку використовують стандартне відхилення і покривають формуванням додаткових резервів на покриття кредитного ризику. Розмір резерву на покриття кредитного ризику визначається як сума максимальних втрат за кредитним портфелем (див. рис. 2.9).

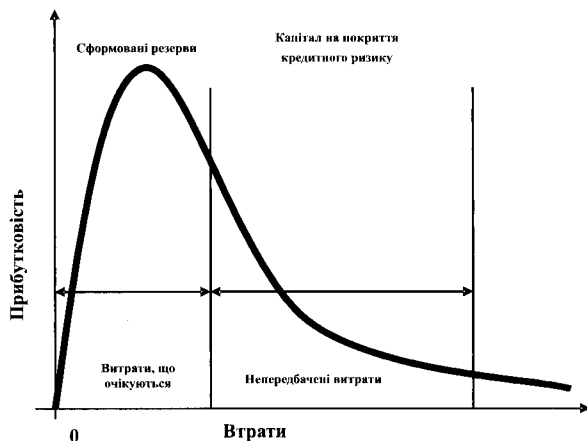


Рис. 2.9. Необхідний рівень капіталізації на покриття втрат унаслідок впливу кредитного ризику.

Джерело: [115, с. 105].

Застосування сучасних моделей регресійного аналізу для визначення впливу макроекономічних факторів на стан кредитного портфеля ставить на меті середньострокове прогнозування впливу змін основних макроекономічних показників на приріст сумнівних до повернення кредитів. Використання регресійного аналізу при цьому може проводитись як відносно до всієї фінансової системи, так і до окремих груп кредитно-фінансових установ. Головною проблемою, що може вплинути на якість результату при застосуванні регресійного аналізу, є вірогідність структурних змін у економічній та фінансовій системах. Такі трансформації змінюють рівень зв'язку між позичальниками і кредиторами, що негативно впливає на якість прогнозу. Тому значення параметрів моделі слід контролювати і перевіряти як експертними оцінками розвитку секторів, так і результатами аналізу фінансової стійкості інших секторів економіки [70, с. 39].

Другий метод визначення кредитного ризику – через аналіз даних фінансового стану позичальників. Має значні переваги порівняно з першим методом, оскільки, по-перше, кредитний ризик великою мірою формується у реальному секторі, по-друге, цей метод дає змогу передбачити погіршення якості кредитного портфеля до того, як погіршиться класифікація кредитів банківського сектору. Однак, досить суттєвим недоліком цього методу є налагодження механізму збирання необхідної інформації, яка надходить із значним запізненням у часі, що не дає змогу оперативно визначати і реагувати на можливі зміни фінансового стану позичальника [115, с. 105].

Як показує практика, динаміка зміни показника відношення власного капіталу до залученого (ліверідж) є досить якісним показником, який можна застосовувати для прогнозування зростання обсягів кредитів, сумнівних до повернення.

Цей зв'язок можна записати у вигляді такої системи регресійних рівнянь:

$$nls\text{p} = \alpha_0 + \alpha_1 lev + \alpha_2 reer + \alpha_3 \gamma\epsilon + \alpha_4 p\epsilon + \alpha_5 m\epsilon + \alpha_6 rcc$$

$$lev = \beta_0 + \beta_1 npl + \beta_2 rcc + \beta_3 \gamma\epsilon + \beta_4 p\epsilon + \beta_5 d\epsilon + \beta_6 roe + \beta_7 reer$$

$$rcc = \gamma_0 + \gamma_1 lev + \gamma_2 \gamma\epsilon + \gamma_3 m\epsilon$$

де *nls*p - частка кредитів, сумнівних щодо повернення, у загальній сумі кредитів; *lev* – рівень леверіджу; *rcc* – реальна вартість капіталу; *reer* – реальний ефективний курс; $\gamma\epsilon$ – темпи зростання реального ВВП; *p* ϵ – рівень інфляції; *m* ϵ – темпи зростання грошової маси; *d* ϵ – темпи зростання внутрішнього кредиту; *reer* – рівень ROE корпоративного сектору.

Результати, отримані внаслідок практичного застосування цієї моделі в різних країнах світу, можна узагальнити і зробити такі висновки:

- зростання леверіджу корпоративного сектору на 10% призводить до зростання сумнівної заборгованості у загальному обсязі кредитів на 1,8 відсотка;
- зростання реального ВВП на 1% знижує рівень сумнівної заборгованості на 2,6 відсотка [115, с. 106].

Пріоритетними напрямками оптимізації грошово-кредитної політики в умовах євроінтеграції Україні виступають підвищення норми внутрішніх заощаджень і створення умов для їх трансформації у продуктивні інвестиції; припинення відпливу вітчизняного капіталу за межі країни [37]. Дієвим може бути і застосування механізмів ефективного перерозподілу експортної виручки, застосування інструментарію перехресного кредитування суспільно необхідних галузей національної економіки.

Відповідно, формування дієвих грошово-кредитних засад зовнішньоекономічної стратегії України в умовах господарського зближення з Європейським Союзом вимагає розробки національної моделі передатних механізмів між монетарною політикою, взаємодією з глобальною та регіональними кредитними системами та стійким економічним зростанням, так званого трансмісійного регулювання, через який монетарна політика центрального банку впливає на макроекономічні змінні, такі як економічна активність та ціноутворення [228].

На даному етапі економічного розвитку кредитні відносини в Україні не забезпечують необхідних передумов сталого економічного зростання. З точки зору формування дієвого механізму монетарної трансмісії в Україні проблема кредиту подвоюється: по-перше, необхідне подальше нагромадження кредитних ресурсів у банківській сфері, а по-друге, необхідне створення таких фінансово-економічних умов, які б зробили вигідним для комерційних банків проведення довгострокових кредитних операцій із суб'єктами сфери реальної економіки [83, с. 44].

Для підвищення ефективності дії механізму монетарної трансмісії в Україні існує ряд перепон. Важливою є проблема зміни структури грошових потоків, їх переспрямування у сферу виробництва з метою активізації інвестиційного процесу і відновлення основного капіталу. Йдеться про створення дієвих інструментів переливання грошових коштів, які акумулюються фінансово-кредитними інститутами, в реальний сектор економіки для інвестиційної підтримки підприємств. Тим самим буде

забезпечуватися більш інтенсивний вплив трансмісійних чинників на стан загальногосподарської кон'юнктури. У цьому контексті слід зазначити, що останні роки в Україні забезпечуються досить високі темпи ремонетизації економіки України (див. Додаток 2).

Динаміка обмінного курсу дуже впливає на економіку України, робить її залежною, чому сприяє також значний ступінь відкритості економіки України у поєднанні з інституційними перешкодами, з якими все ще стикається Україна у зовнішній сфері. Відкритість української економіки поєднується із значною вразливістю до зовнішніх шоків, необхідністю здійснення істотних зовнішніх виплат, що зумовлює накопичення значних валютних резервів. Це перетворює інтервенції Національного банку на валютному ринку у ключовий інструмент монетарної політики. Таким чином, зростання грошової маси ставиться у залежність від динаміки експортних надходжень, що можуть знизитись у результаті рецесії світової економіки та появи перешкод у розширенні ринків збуту української продукції [67, с. 45].

Автор погоджується з науковою думкою А.Гриценка про домінування курсового каналу, що відображає і відтворює структурну незбалансованість економіки України. Разом з тим дану ситуацію, коли домінуючим каналом надходження грошей в обіг і трансмісійним каналом є валютно-курсний, можна розглядати як тимчасову перевагу, яку отримала Україна завдяки певній передевальвованості національної валюти. Ця перевага є тимчасовою не лише тому, що ситуація на зовнішніх ринках може змінитися, тому що безінфляційне поглинання грошової маси, що надходить через валютний канал можливе лише до межі 50-60% рівня монетизації економіки, після якого відновлюється зв'язок між інфляцією і грошовими агрегатами [57, с. 55].

Хоча в теорії не існує суттєвих доказів існування стійкого зв'язку між фінансовою інтеграцією та економічним зростанням, можна стверджувати, що країни, з ринками, що формуються, мають чи не єдиний вибір посилювати свої фінансові зв'язки, щоб у кінцевому рахунку покращувати потенціал зростання у довгостроковій перспективі. Проблема полягає у тому, яким чином управляти короткостроковими ризиками, що пов'язані з фінансовою глобалізацією, яка без створення належних передумов може призвести до виникнення лише декількох переваг зростання та більшої мінливості виробництва і споживання у короткостроковій перспективі.

Метою стратегії нейтралізації екзогенних ризиків, пов'язаних з поглибленням валютно-фінансової взаємодії з міжнародними ринками капіталу як чинника конкурентоспроможності національної економіки, повинні розглядатися запобіжні заходи, що потенціальної дестабілізації фінансової системи та негативного шоку, пов'язаного з відкриттям фінансового ринків зокрема.

Отже, стратегічною метою має стати досягнення якісних змін у залученні іноземних інвестицій на основі формування дієвих трансмісійних механізмів фінансово-кредитного забезпечення міжнародної конкурентоспроможності. А ефективність грошово-кредитної політики України в умовах взаємодії з Європейським Союзом визначається здатністю комплексно використовувати усі можливі канали і методи впливу на розвиток вітчизняної економіки. Звуження каналів механізму монетарної трансмісії обмежує вплив центрального банку на економіку. В Україні це завдання ускладнюється наявністю ряду ще не виявлених, не структурованих інституціональних каналів монетарної трансмісії, а також їх динамічністю та тимчасовістю. Все це вимагає врахування по суті всеохоплюючого характеру застосування методів грошово-кредитної політики й орієнтації на одночасне їх використання в умовах євроінтеграції.

* * *

Формування валютно-фінансової системи України в умовах трансформації економіки створює передумови для становлення та подальшого розвитку ринкових інститутів фінансового сектору – структурних елементів господарської системи країни, без яких неможливе її успішне функціонування. Для досягнення поставленої мети реформування валютно-фінансової системи країни та її ефективної взаємодії з глобальним економічним середовищем необхідні невідкладні кроки щодо вдосконалення умов функціонування, в яких сьогодні діють банки та небанківські фінансові установи.

Основним завданням у розробці зовнішньоекономічної стратегії України є визначення оптимального балансу між теоретичними розробками у сфері валютно-фінансової взаємодії з національно-господарськими системами різного ступеня економічної зрілості, їх ефективність та придатність для того чи іншого етапу інтеграції. Водночас слід враховувати реальний стан включеності економіки у світогосподарські процеси та стартове поле для європейської інтеграції України. Зважаючи на неперд-

бачувани наслідки фінансової лібералізації, для досягнення позитивного ефекту слід застосувати ряд запобіжних заходів, а саме: а) підготувати фінансову інституційну структуру та врегулювати законодавство; б) створити інструментарій антициклічного регулювання у роки стрімкого зростання до неминучого настання спаду; в) фінансова лібералізація повинна розпочинатись з внутрішнього сектору до зовнішньої лібералізації. Це справа не місяців і не років, а десятиріч, проте фінансовий сектор матиме змогу адаптуватися до нових умов.

Стійкість та ефективність банківської, бюджетно-фінансової та платіжної систем є необхідною вимогою для належного проведення грошово-кредитної політики, а отже, для поглиблення взаємодії з системою СОТ та успішної валютно-фінансової взаємодії з країнами Європейського Союзу. Посилення відтоку капіталу в результаті поновлення політичної невизначеності або погіршення світового фінансового середовища може досить істотно відбитися на показниках зовнішньої ліквідності України й викликати зниження рейтингів країни. І, навпаки, ефективні заходи влади щодо поліпшення ризик-менеджменту в національному банківському секторі, а також щодо вдосконалювання контролю за зовнішніми й прив'язаними до іноземних валют запозиченнями, були б оцінені позитивно.

Основними чинниками посилення валютно-фінансового потенціалу євроінтеграції України є: по-перше, створення глибоких та ліквідних ринків капіталу регульованих переважно ринковими інструментами грошово-кредитної політики; по-друге, державним регуляторам важливо дотримуватись відповідності діяльності валютно-фінансової системи макроекономічній грошово-кредитній політиці держави, враховуючи той фактор, що оперативне регулювання може суперечити цілям та завданням економічного зростання.

У свою чергу, грошово-кредитне наповнення валютно-фінансової системи в умовах нестабільності на міжнародних ринках капіталу має сприяти економічній динаміці країни. Валютно-фінансова стратегія повинна бути спрямована на одночасне досягнення двох важливих цілей: постійного і надійного зниження темпів інфляції та досягнення макроекономічної стабільності. Необхідність стабілізації курсу національної валюти щодо євро нівелюється доларизацією економіки України, що зберігається не зважаючи на слабкість долара США на міжнародних фінансових ринках. Долар є основною валютою заощаджень фірм та домогосподарств України, у той

час, як гривня обслуговує офіційну економіку та розрахунки з бюджетом, тому збереження стабільності гривні до долара є важливим соціальним фактором.

Реалізація цілей ефективної взаємодії України з транснаціональним фінансовим капіталом в умовах нестабільності світової валютно-кредитної системи багато у чому залежить від модернізації сучасних банківських технологій, що базуються на вимогах та стандартах індустріально-розвинутих країн, і дана стратегія повинна спиратись на новітній інструментарій ринків фінансового-банківських послуг Європейського Союзу. Кінцевим результатом заходів, що розгортаються у даній сфері, повинні бути як підвищення ефективності реального економічного сектора, виграш, як інвесторів, так промисловців і споживачів банківських послуг.

Ключовими засадами валютно-фінансової взаємодії України з ЄС повинні стати конкурентні переваги використання інвестиційно-банківських ресурсів, стимулювання взаємопроникнення фінансових капіталів та формування дієвих механізмів запобігання зовнішнім кризовим явищам. Однак, лише за умов створення необхідної інфраструктури у сфері сильних внутрішніх фінансових інституцій, здорової макроекономічної структури та інформаційної бази, необхідної для ефективного функціонування ринків, високого рівня прозорості та корпоративного управління можна зберігати міжнародні конкурентні переваги.

Важливі науково-практичні завдання, що проаналізовані в даній роботі з позначенням шляхів їх розв'язання, відносяться й до проблематики геоекономічного вектору відносин з РФ та іншими країнами СНД, що історично утворювали єдиний виробничо-фінансовий простір.

Проблема формування національної стратегії інноваційно-інвестиційного розвитку з метою входження в світовий економічний простір є неоднозначною та суперечливою. Проте, беззаперечним є те, що різні країни світу, незважаючи на ідеологічні розбіжності дедалі сильніше втягуються в об'єктивний процес глобалізації. Позитивними моментами залучення української економіки до глобалізаційних процесів є посилення інтенсифікації торговельних відносин, поширення новітніх технологій, нарощування темпів економічного зростання. Проте існують і негативні економічні наслідки глобалізаційних процесів – країна може займати низьке місце у світовій економічній ієрархії, через неконкурентоспроможність української продукції будуть втрачатися традиційні ринки, посилення конкурен-

ції призведе до зниження рівня життя українського народу. З іншого боку, економічна ізоляція України від глобалізаційних процесів також призведе до падіння темпів економічного розвитку, відставання в технологічній галузі, поширення бідності серед населення.

РОЗДІЛ 3. ЕКОНОМІКО-ОРГАНІЗАЦІЙНІ МЕХАНІЗМИ ЄВРОІНТЕГРАЦІЙНОЇ ПОЛІТИКИ УКРАЇНИ У ВАЛЮТНО-ФІНАНСОВІЙ СФЕРІ

§3.1. Сучасний інструментарій інтеграції фінансового ринку України у субрегіональний економічний простір

При інтеграції України до глобального та регіонального фінансового простору в сучасних умовах набуває вкрай вагомого значення використання інструментарію ринку цінних паперів. Більше того, ринок цінних паперів має пріоритетне значення в умовах інтеграції до європейського регіонального простору.

Ступінь участі ринку цінних паперів країни у міжнародній фінансовій інтеграції впливає на співвідношення внутрішніх та зовнішніх джерел фінансування, взаємодії міжнародного та національного фондового ринків та відповідно формування конкурентних цін на фінансові активи у вигляді цінних паперів. Теоретична та практична актуальність гео економічних вимірів інтеграції ринку цінних паперів України у європейський фінансовий простір полягає в тому, що глобалізація економічного розвитку диктує відповідні вимоги, кількісні та якісні параметри для української економіки.

Створення сприятливого інвестиційного клімату як для внутрішніх, так і для зовнішніх капіталовкладників передбачає політичну і законодавчу стабільність, формування економічно обґрунтованої податкової політики, входження економіки у світогосподарські зв'язки, розвиток в Україні повного комплексу інфраструктури ринку цінних паперів. Формування відповідних умов для інвестиційної діяльності є важливим напрямком державної політики. Для України актуальність даної проблеми полягає також в необхідності вибору оптимальних підходів до включення в процеси європейської економічної інтеграції та загальносвітової фінансовий простір.

Незадовільний стан українського ринку цінних паперів має негативні наслідки для України не тільки через зниження обсягу інвестицій, але й безпосередньо впливає на діяльність держави як емітента власних зобов'язань та найбільшого власника корпоративних цінних паперів. Складність визначення справедливої ціни на цінні папери поза функціонуючим фондовим ринком мо-

же призвести до збитків держави у випадку продажу пакетів цінних паперів. Відзначається загрозлива тенденція зростання кількості правопорушень щодо обліку прав власності. В умовах покладання усіх функцій регулювання на ДКЦПФР відсутні окремі служби нагляду та контролю за певними сегментами ринку. Існує також проблема недостатньої прозорості й доступності звітності та бухгалтерських документів учасників ринку [155, с. 31].

Саме відсутність, на думку Н.Амалян, в Україні практики формування депозитарного обліку обумовлює необхідність концентрації інтелектуальних і фінансових зусиль навколо Національного депозитарію, до компетенції якого відноситься стандартизація депозитарного обліку і стандартизація документообігу. У цьому контексті доцільним було б вивчення досвіду депозитарного обліку європейських країн. Найбільшою проблемою цього напрямку є обмежений доступ українських фахівців до найкращого практичного досвіду іноземних депозитарних систем [11, с. 23]. Практичне вивчення роботи конкретних депозитарних систем може стати запорукою недопущення помилок та підґрунтям для адаптації українського ринку цінних паперів до європейських ринків [86].

Враховуючи географічне положення України, сьогодні існує два основних інтеграційних вектори: по-перше, інтегрування з ринками корпоративних цінних паперів країн СНД, по-друге, інтегрування до ринків ЄС. Інтеграція до європейської фінансової системи є складнішим процесом, якщо враховувати, що європейська система обігу та обліку теж знаходиться в динамічному русі, пов'язаному з внутрішніми інтеграційними процесами в Європі та може бути досягнута лише за умови докорінної зміни принципів обігу та обліку цінних паперів в Україні. Основними питаннями є розвиток інфраструктури ринку, забезпечення вільного доступу капіталу ззовні та вільного виходу капіталу з країни, зміцнення фінансової стабільності організаторів торгівлі [78].

У даній площині слід розглянути досвід щодо використання сучасного інструментарію інтеграції фінансового ринку України у субрегіональний економічний простір.

Також слід враховувати той факт, що формування ринку цінних паперів в Україні відбувалося під значним впливом донорських коштів США, що знайшло своє відображення в широкому застосуванні американської моделі ринку. Тому ефективним шляхом розвитку біржової системи в Україні, що дозволив би в майбутньому інтегруватися до ЄС, є державна підтримка моноцентризму біржової системи України. Це до-

звонило б сконцентрувати попит та пропозицію цінних паперів на одному торговельному майданчику і створити, таким чином, фінансові умови для розвитку біржової системи [11]. Цього можна досягнути за моноцентризму біржової системи і активної підтримки розвитку організованого позабіржового фондового ринку, також досить важливим напрямом є створення віртуальних інтернет-бірж у кооперації з ведучими світовими організаціями в цій галузі [120, с.13].

Реалізація взаємної зацікавленості України та ЄС у співпраці знайшла свій прояв у значному зростанні депозитарних програм та/або залученні ресурсів шляхом IPO та розміщенні євробондів. Кількісний та якісний аналіз процесів залучення капіталу з різних сегментів європейського фінансового ринку на прикладі банківської системи дає основу для виявлення позитивних і негативних аспектів прискороного розвитку валютно-фінансових відносин України з Європейським Союзом.

Реалізації євроінтеграційної політики України на ринку пайових цінних паперів перешкоджає цілий ряд чинників, лише незначна частка яких пов'язана з суто українськими реаліями. Головною ж перешкодою до об'єднання зусиль європейських та українських інвесторів у справі розбудови спільного фондового ринку є традиційно національний характер ринків титулів власності всіх країн. Так, за даними Security Data Corporation, із загального обсягу випущених у 1990-2001 рр. нових акцій в усьому світі на \$3,4 трлн, лише 6% були продані іноземним інвесторам [59]. Усього обсяг міжнародного розміщення титулів власності навіть у найкращі роки не перевищував \$44 млрд [71, с.177]. Це пов'язано як із національним законодавством багатьох країн, що забороняє реєстрацію акцій іноземних компаній на біржі та купівлю нерезидентами акцій місцевих фірм, так і з консерватизмом /прагматизмом інвесторів, що віддають перевагу вкладанню коштів у добре знані та надійні національні компанії. Найсерйознішою ж перешкодою до інтернаціоналізації ринку пайових цінних паперів є заборона пенсійним фондам і страховим компаніям країн із надлишком капіталу (що мають найбільші обсяги вільних коштів і прагнуть диверсифікувати ризики) тримати у своїх портфелях ті акції іноземних емітентів, що не ввійшли до листингу провідних національних бірж [76].

Найуживанішим на сучасному етапі способом обходу цих бар'єрів є операції з депозитарними розписками (ДР). Ними передбачається емісія національним депозитарним банком інвесто-

ра документованих еквівалентів цінних паперів іноземних емітентів для обігу на міжнародних фондових ринках.

Депозитарні розписки вперше з'явилися на фондовому ринку США ще в 1927 р., коли «Morgan Guaranty» випустив перші депозитарні розписки на акції англійської компанії, які в той час було заборонено вивозити за кордон. Такі розписки, що вже майже 80 років обертаються на ринку США і мають доларовий номінал, називаються американськими (American Depository Receipts, ADRs). Значно пізніше – у 1990 р. – з'явилися глобальні ДР (Global Depository Receipts, GDRs) та у 1999 р. – європейські (EDRs). ADRs та GDRs, крім американського ринку, можуть продаватися на ринках країн Західної Європи. Останні за часом появи – це ДР азійського ринку, що тільки-но почали торгувати на Бермудах та російські ДР. Головна різниця між ADR, EDR і GDR полягає в тому, що на американському ринку операції можна здійснювати тільки з ADR, в той час як на європейському – з усіма трьома видами депозитарних розписок. Наразі більшість ADR торгуються на біржах країн ЄС [95].

Про динаміку розвитку операцій з ДР свідчать такі дані: наприкінці 1970-х років ADR емітувалися тільки на акції корпорацій Великої Британії, Японії, Австрії та Південної Африки. На початок 1996 року кількість країн, які були охоплені програмами ADR, уже досягла 63, а кількість програм ADR перевищувала 1600. Наразі тільки у США у обігу знаходяться вже більше 2100 випусків ADR [248].

Загальна капіталізація ринку депозитарних розписок значно перевищила \$300 млрд. Перше місце на ринку ДР займає Велика Британія – на акції англійських корпорацій в рамках реалізації 163 програм емітовано більше 18% всіх розписок; на другому місці – Австралія (майже 15%), на третьому – Японія (більше 13%). Частка проектів країн з ринками, що розвиваються, поки що становить лише 20%, але за прогнозами експертів в найближчі роки вона буде зростати прискореними темпами. На підтвердження цих прогнозів можна навести приклад Росії: за одне десятиріччя на акції російських компаній було організовано 124 програми ДР, що поступово виводить цю країну у число лідерів ринку. Не менш вражаючими є і темпи України: вперше вийшовши на цей ринок у 1998 р., країна вже випередила Фінляндію, Бельгію, Люксембург і ще близько 20 держав. Наразі на закордонному ринку цінних паперів обертається 50 випусків ДР на акції українських корпорацій [256].

Стрімкий розвиток ринку ДР обумовлюється, перш за все, простотою виходу на іноземні ринки. Інвестування в ДР на вторинному ринку полягає у розбудові ланцюжка (український емітент → український брокер → український зберігач → банк-депозитарій → американський/європейський брокер → інвестор) у такому порядку:

1. Іноземний інвестор робить замовлення своєму брокеру (наприклад, німецькому) на придбання цінних паперів закордонного емітенту.

2. Німецький брокер вступає в контакт з українським брокером і робить заявку на купівлю на національному ринку певної кількості акцій.

3. Український брокер купує акції на місцевій фондовій біржі.

4. Куплені акції депонуються кастодіаном депозитарного банку в Україні – тобто кордон вони не перетинають (в Україні таким банком зазвичай виступає «ING Банк Україна», а у Росії – «Внешторг Банк России» та «ING Банк Евразія»).

5. Кастодіан кредитує рахунок депозитарного банку, повідомляє останній про депозит і можливість випуску депозитарних розписок на міжнародний ринок (ця процедура може бути зроблена також після отримання виписки з реєстру реєстратора компанії).

6. Депозитарний банк випускає ДР (відповідно до кількості акцій, представлених для конвертації) і передає їх або німецькому брокеру через центральний депозитарій (депозитарну трастову компанію – DTC, Euroclear або CEDEL), або андеррайтеру, який перераховує гроші ініціатору випуску, а сам опікується розміщенням розписок. Про важливість домовленості з андеррайтером свідчить сумний досвід перших депозитарних розписок, випущених власним коштом «The Bank of New York» у 1998 р. – вони так і не знайшли свого покупця.

7. DTC переводить депозитарні розписки на рахунок американського брокера чи андеррайтера, що завершує процедуру операції в США [36].

Такий спосіб інвестування у цінні папери іноземних емітентів є не тільки єдино можливим для деяких інвесторів (більшості інституційних інвесторів США, в т.ч. пенсійним і взаємним фондам, зокрема, Комісія з цінних паперів (SEC) просто забороняє купувати акції іноземних емітентів), але й найбільш вигідним з точки зору економії грошей та часу [133].

Поповнення іноземних портфелів депозитарними розписками на акції українських корпорацій дозволяє інвесторам вирішувати найбільш надійним і дешевим способом наступні проблеми:

• нерозвиненості в іноземній країні інфраструктури фондового ринку і системи розрахунків;

• валютних ризиків та втрат, пов'язаних з конвертацією валюти в процесі репатріації дивідендів;

• обмежень на купівлю та володіння цінними паперами;

• ризиків, пов'язаних із можливістю проведення іноземними емітентами юридично неправомірних дій відповідно до національних стандартів;

• складних податкових інструкцій у законодавстві іноземної країни;

• розбіжностей у американських та світових процедурах оплати за проведеними операціями;

• відмінності у часових поясах;

• мовних бар'єрів [36].

Виходячи з низки організаційно-економічних перепон, що стоять на шляху інвестора до ринку цінних паперів України, слід погодитись з експертними оцінками, де стверджується, що лише 5% інвесторів США купують іноземні акції напряму, 15% були готові придбати як акції, так і розписки, але 80% працюють виключно з депозитарними розписками [154, с. 101].

Прямі вигоди інвесторів від операцій з ДР полягали не тільки у диверсифікації активів, а й у підвищенні доходності інвестицій. Так, за розрахунками експертів Morgan Stanley, середня ставка дивідендів по акціях американських компаній складає 1,7%, тоді як на ринках, що розвиваються, вона сягає 2,4%, а в азійських країнах (за виключенням Японії) – 3,6%. При цьому, за підрахунками експертів The Bank of New York, витрати американського інвестора, що купує ДР, у перший рік приблизно були в 2 рази нижче, ніж видатки на придбання відповідних акцій на іноземній біржі. Меншими є витрати покупця ДР і в подальшому, оскільки він не має платити комісійні кастодіальному банку за зберігання акцій.

Якщо ж аналізувати вигоди, що мали емітенти, то необхідно спочатку вказати на наявність різних рівнів ДР, кожен з яких визначає ринок їх обертання та можливість залучення капіталу. Залежно від задач, які вирішуються випуском ДР інвестором або емітентом акцій, програми ДР поділяються на неспонсоровані, спонсоровані, приватно та публічно розміщені [21].

Неспонсоровані програми зазвичай ініціюються одним чи декількома банками-депозитаріями або іншими фінансовими посередниками у відповідь на інтерес інвесторів до певної іноземної компанії (за відсутності заперечень з боку цієї компанії, але

без угоди з нею). Відповідно емітенти акцій не отримували грошей від купівлі їх іноземними інвесторами на вторинному ринку. Спонсоровані ж ДР користувалися значно більшим попитом. Залежно від відповідності вимогам, що висуваються національними органами регулювання фондового ринку щодо розкриття фінансової та бухгалтерської звітності компанією-емітентом акцій, спонсоровані ДР поділяються на 3 рівні (деякі автори класифікують третій рівень як «публічні» ADR). Кожний рівень визначає можливість (чи неможливість) залучення іноземного капіталу та біржі, на яких відповідні ДР можуть обертатись.

До програм ADR першого рівня Комісія з цінних паперів (SEC) застосовала спрощену процедура реєстрації – від українських акціонерних товариств не вимагається надання бухгалтерської звітності у відповідності до GAAP, але такі ДР можуть торгуватись тільки на позабіржовому ринку. При дебютному виході будь-якої компанії на ринок ДР оминуть цей рівень практично неможливо, оскільки саме на ньому відпрацьовується схема взаємодії інвестора, емітента та андеррайтера. Наразі ринок ДР першого рівня має найвищі темпи зростання, забезпечуючи виробникам (в т.ч. і українським) розширення кола акціонерів. Котирування ДР першого рівня можна знайти в електронній системі котирувань позабіржового ринку OTC Bulletin Board або у «Рожевих листах» (Pink Sheets) Національного бюро котирувань (National Quotation Bureau, NQB) [76].

Для випуску ДР другого і третього рівнів, які допускалися до торгів на найбільших біржах США (в т.ч. NYSE та AMEX) та на NASDAQ, українські акціонерні товариства мають пройти реєстрацію та розкрити інформацію за тими ж формами, що й американські. До того ж вони беруть на себе зобов'язання надавати регулярну звітність за формою 20-F (середній обсяг звіту – 100-300 сторінок), у якій викладаються не тільки плани розвитку самої компанії, але й аналіз загальноринкової ситуації на відповідному секторі ринку та всіх змін у законодавстві та регулюванні, що можуть вплинути на діяльність компанії. Вся фінансова звітність компанії надається в US GAAP.

Різниця між ДР другого і третього рівня полягає у тому, що ADR третього рівня (синонім – «публічні» ADR) випускаються на акції при їх первинному розміщенні.

Випуск ДР на акції при їх первинному розміщенні передбачається також і процедурами приватного (закритого) розміщення (синонім – ДР четвертого рівня) за т.з. правилами «144 А» або «Registration S». Але при такому розміщенні до емітентів вису-

ваються лише обмежені вимоги щодо розкриття інформації у відповідності до GAAP.

Правило «144 А» у США діє тільки на торговельному майданчику для кваліфікованих інвесторів (QIB), що унебезпечує непрофесійних учасників ринку від операцій з цінними паперами емітентів-нерезидентів США. За станом на 2007 р. за цим правилом ДР були емітовані у вересні 2006 р. на акції лише одного «українського емітента» – зареєстрованій у Великобританії компанії Anthousa.

Випуск ДР за правилом «Registration S» (REG S) часто прирівнюється до офшорних схем роботи, оскільки такими ДР SEC дозволяє торгувати у Лондоні, Люксембурзі, Берліні, Франкфурті – будь-де, але поза межами США. Саме таку форму випуску ДР обрала переважна більшість українських акціонерних товариств (39 із 50), визначивши основним торговим майданчиком для своїх цінних паперів Лондонську біржу. Але залучити гроші від їх розміщення вдалось лише девелоперській компанії «XXI століття» (грудень 2005), банку Надра (серпень 2006) та тій самій компанії Anthousa, на акції якої одночасно були емітовані 2 види ДР [76].

Очевидно, що найбільшу зацікавленість у національних підприємців викликає приватне та публічне розміщення ДР, яке дає можливість компанії залучати капітал незалежно від кон'юнктури внутрішнього ринку.

Вибір форми розміщення ДР визначає не тільки можливості залучення капіталу українськими підприємцями, але й величину витрат, необхідних для його реалізації. В цілому вартість програми випуску депозитарних розписок залежить не тільки від рівня ДР, але і від величини підприємства, стану його фінансової звітності, виплат юристам (які можуть обійтись у 300-350 дол. за годину) та багатьох інших чинників. Приблизні розрахунки показують, що в середньому програма випуску ДР першого рівня обходиться підприємству не менше ніж у 20-50 тис. дол., другого - у 200-500 і більше, «приватне розміщення» – у 100 – 400 тис. дол., а «публічне розміщення» (третьій рівень) може обійтись у 400-900 тис. дол. і більше. Для того ж, щоб не тільки зареєструвати свої ADR на американській біржі, а й організувати торгівлю ними, компанія має витратити до \$1,5 млн [166].

Не менша різниця і у часі, необхідному для повної реалізації програми випуску різних рівнів ДР, але навіть найдовша з них – «публічне розміщення», яка вимагає, окрім іншого, ще й надання реєстраційних форм у SEC, розрахунку індексу (cusip number)

для компанії Standard & Poor та повідомлення NASDAQ і DTC про визнання програми ADR компанії діючої – завершується в середньому за 10-12 тижнів.

Емітовані за сприяння цих банків ДР можуть котируватись як на біржах, так і поза ними – умови їх обертання в принципі не відрізняються від умов обертання цінних паперів національних емітентів. У більшості випадків одна ДР відповідає 1 акції іноземної корпорації, хоча у тих випадках, коли вартість іноземних акцій суттєво відрізняється від цін американських акцій, може встановлюватись і інше кількісне співвідношення між ДР і акцією. Так, наприклад, на кожну акцію ВАТ «Нафтохімік Прикарпаття» випускається 1 ДР, на одну акцію «Житомиргазу» – 2 ДР, а на одну акцію ВАТ «Дніпроенерго» – 4 ДР. В той же час по одній депозитарній розписці випускається на 5 акцій ВАТ «Стирол», 6 акцій «Укрнафта», 10 акцій «Азовсталі» та «Хмельницької кондитерської фабрики», 50 акцій «Укртелекому», 100 акцій «Запоріжтрансформатору» та 400 акцій «Жидачівського ЦБК». Співвідношення між кількістю акцій та випущених під них депозитних розписок може розрізнитись і в залежності від ринку обігу ДР. Так, наприклад, на позабіржовому ринку 1 ADR представляє 50 акцій ВАТ «Центренерго», в той час як на BSE одна GDR заміщує 10 акцій тієї ж компанії.

Вартість будь-якої ДР теоретично визначається за формулою:

$$RDr = AP_{vd} + k_{da} + PY_t,$$

де RDr – ціна депозитарної розписки; AP_{vd} – ціна базового активу (акції) переведена у національну валюту по поточному курсу; k_{da} – коефіцієнт корекції кількісного співвідношення між ДР і акцією; PY_t – трансакційні витрати.

Однак реальна ціна ДР може значно відрізнитись від теоретичної як у просторі (на різних ринках), так і у часі, що забезпечує можливість проведення арбітражних операцій. Так, зокрема, різниця в цінах на ДР і відповідні акції українських емітентів у Берліні і Києві сягала +/- 50%. Але більш впливовим зазвичай є часовий фактор. Так, наприклад за 2004 рік ціни на ДР англійської компанії Atlantic Caspian Resource зросли на 2900%, нідерландської Kpnqwest NV – на 1233%, а російської Sun Interbrew – на 173% [187].

Перші ДР на українські акції були випущені влітку 1998 р., на 4 роки пізніше російських: піонерами на ринку стали ДР на акції «SUN INTERBREW», а рівно через рік – на акції ВАТ «Лукойл».

За часом появи наші підприємства, на акції яких вже емітовані ДР, згруповані у таблиці.

Станом на початок 2007 р. найбільша частка ДР представляла корпорації енергетичної галузі та машинобудування, а також металургійні заводи. Із представників фінансової сфери лише наприкінці жовтня 2005 р. на ринку ДР з'явився банк «Форум» (який з успіхом розмістив серед 12 іноземних інвесторів глобальні ДР на суму \$20 млн) та банк Надра (який зумів завдяки первинному розміщенню ДР за правилом «Registration S» залучити капітал). Така галузева структура є абсолютно нетиповою для глобального ринку ДР, де найпомітніше місце займають банки, страхові та інвестиційні компанії: із 2100 ДР, що обертаються на ринку США, 193 представляють банки. Але вона повністю відображає стан фондового ринку України: якщо ми порівняємо дані таблиці з переліком «блакитних фішок» ПФТС, то помітимо практично повне співпадання [76].

Наразі на західних біржах ДР на акції українських емітентів користуються великим попитом. Так, зокрема, на Берлінській/ Франкфуртській фондовій біржі найбільше операцій у вересні 2007 р. здійснювалось з ДР на акції металургійних, хімічних та енергетичних компаній, до числа яких увійшли Азовсталь, Запоріжсталь, Донецький металургійний завод, Харцизький трубний та Нижньодніпровський трубопрокатний завод, Запорізький ферросплавний завод, Маріупольський меткомбінат, Дніпроазот, Кримський содовий завод, АКБ «Форум» та ін.

На сучасному етапі ДР на акції українських емітентів котируються як у США, так і на європейських фондових біржах. Останнім часом найбільш прийнятними для українських цінних паперів стали ринки Європейського Союзу: традиційне бажання залучити кошти з найбільшого в світі американського фінансового ринку значно послабло після нещодавнього прийняття у США акту «Сарбейнса-Окслі», яким (після гучних скандалів з Enron і WorldCom) були встановлені не тільки більш жорсткі вимоги до компаній, акції яких обертаються на американських біржах, а й персональна відповідальність генерального та фінансового директорів за достовірність бухгалтерської звітності компанії. За даними Financial Times, витрати компаній США на виконання нових вимог щодо звітності у відповідності до закону Сарбейнса—Окслі зросли в середньому до \$5,1 млн за рік. Деяким найбільшим компаніям на адаптацію до нових вимог довелось витратити до \$30 млн.

Наслідком змін у законодавстві США стала масова переорієнтація емітентів із республік колишнього СРСР на європейські бір-

жі. У боротьбі за клієнта керівництво бірж США започаткувало ряд заходів, які, хоч і опосередковано, мали б привабити українських емітентів цінних паперів. Одним із них стали правила торгівлі на найбільшій у світі біржі NYSE Euronext, згідно з якими на ті цінні папери, що торгуються на європейських торгових майданчиках, не будуть поширюватись жорсткі вимоги американського законодавства [132].

Втім, останнім часом привабливість європейських торговельних майданчиків зростає випереджаючими темпами. Європейських торговельних майданчиків, готових прийняти емітентів із СНД недостатньо. Це Лондонська фондова біржа (LSE), Люксембурзька фондова біржа, Дойче Борз (Франкфурт), Берлінська фондова біржа (БФБ) і Варшавська (ВФБ). Вимоги, що висувають перші три біржі до емітентів цінних паперів, практично унеможливають котирування на них акцій українських компаній по багатьох параметрах, в тому числі і по розміру власного капіталу (мінімальний рівень якого повинний досягати 1 млрд євро) [77, с. 26]. Тому спеціально для емітентів, що не відповідають вимогам біржі для проходження нормального лістингу, на додачу до Main Market, де котируються акції найбільших корпорацій Європи, були створені спеціальні торговельні майданчики – так звані паралельні ринки (офіційна назва на Лондонській фондовій біржі – Альтернативний інвестиційний ринок – Alternative Investment Market – AIM). Паралельні ринки – це майданчики з обмеженими можливостями, де працюють тільки кваліфіковані інвестори, і де попит формується часто за домовленістю між андеррайтером і учасниками торгів.

За встановленими правилами та процедурами Лондонський та Люксембурзький паралельні ринки досить схожі: різниця полягає лише у видах цінних паперів, якими на них торгують: якщо на Лондонському переважають пайові цінні папери, то на Люксембурзькому – боргові зобов'язання (в т.ч. і єврооблігації «УкрСибБанку» та НАК «Нафтогаз України»). Саме на цих біржах відбувається найбільш активна торгівля ДР, зареєстрованих у США за правилом «Reg S». Саме з ними державна комісія з цінних паперів та фондового ринку уклала угоди з метою відстеження операцій з українськими цінними паперами. І саме на ці біржі виходять вітчизняні емітенти з Initial Public Offering – IPO, яке забезпечує емітентам акцій залучення додаткового капіталу.

Про бажання розмістити тільки-но емітовані акції на західних торговельних майданчиках заявили декілька українських компаній, а сім з них вже реалізували своє бажання. Аналіз результатів поповнення статутних фондів функціонуючих в Укра-

їні компаній шляхом продажу акцій на біржах ЄС свідчить, що сучасні норми українського законодавства створюють численні перепони на шляху українських емітентів цінних паперів до світового фінансового ринку. Не в останню чергу ці перепони пов'язані з проблемами корпоративного управління та обмежень на рух капіталу. Тому при виході на міжнародні ринки українські компанії мають або вдаватись до випуску ДР, або реєструватись в офшорах. Зазвичай українці обирають Кіпр, Люксембург або Великобританію, що на додачу до вирішення проблем із вітчизняним законодавством, ще й дозволяє оптимально суміщати вітчизняні та іноземні стандарти корпоративного управління, набувати навиків публічності та прозорості бізнесу. Зміна юрисдикції також забезпечує їм звільнення від адміністративного тиску та надмірного оподаткування: у відповідності до чинного українського законодавства емісійний дохід зараховується у валовий дохід підприємства і, відповідно, підлягає оподаткуванню по повній ставці [178].

Не заперечують проти зміни юрисдикції емітентів і потенційні інвестори, оскільки при купівлі цінних паперів українських дочірніх компаній, зареєстрованих в офшорах, вони опиняються у звичному для себе правовому полі по захисту своїх прав.

Першою «українською» компанією, що розмістила свої акції на Лондонській фондовій біржі, стала Ukrproduct Group (її представляли як дочірню компанію Ukrproduct Group, зареєстровану у Великій Британії на о. Джерсі). В середині лютого 2005 ця компанія, що спеціалізується на випуску, дистрибуції та торгівлі молочною продукцією), оголосила про продаж іноземним інвесторам на секції Alternative Investment Market Лондонської фондової біржі 27,2% своїх акцій, за які вона отримала 6 млн фунтів стерлінгів для модернізації 2 молокозаводів. Другою стала «Cardinal Resources plc» (колишній канадський резидент із назвою «Карпатська нафтова корпорація», який займався розвідкою та видобутком нафти і газу в Україні з 1995 р.). Компанія змінила назву і юрисдикцію у квітні 2004 р. (вона стала називатись англійською компанією Cardinal Resources), а рівно через рік – 15 квітня – провела IPO на Альтернативному ринку LSE, що поповнило капітал цієї компанії на \$20 млн. Третьою – створена напередодні (спеціально для здійснення операцій на міжнародному ринку капіталу) – кіпрська компанія XXI Century Investments Public Limited, що є власником інвестиційно-девелоперської компанії «XXI Сторіччя» [31]. Такий вибір юрисдикції номінального позичальника був обумовлений тим, що Кіпр, що вже є членом

ЄС, розробляв національне законодавство на основі британського, і тому проблем при запланованому виході на Лондонську біржу не передбачалось.

Сумарний попит на виставлені 35% статутного фонду досяг \$624 млн, причому майже 99% заявок були неціновими – інвестори лише вказували суми, які вони згодні були витратити. Відповідно всі акції були відразу розпродані по максимальній ціні – 10,4 долари (верхня межа попередньої оцінки, що була встановлена у розмірі 8,4 дол.), згодом було проведено і вдале дорозміщення опціонних акцій (green shoe). Усього компанія залучила шляхом IPO зовнішній акціонерний капітал на \$139 млн дол. (при тому, що у планах значилось \$99 млн). Про успіх IPO свідчать як обсяги торгів акціями, так і подальше зростання цін на акції: за перший тиждень торгів котировки акцій компанії зросли на 23%, а її капіталізація перевищила \$450 млн. дол. Ціна IPO відповідала 20 відсоткам премії до чистої вартості активів «XXI Сторіччя» (NAV) – одному з головних показників оцінки девелоперських компаній та компаній із сфери нерухомості. На сучасному етапі такий розмір премії є найбільшим в порівнянні з аналогічними компаніями з колишніх соціалістичних країн в процесі їхнього виходу на ринок. За даними компанії, її новими співвласниками стали такі найавторитетніші інвестиційні компанії, як Merrill Lynch Investment Management, East Capital Asset Management та JP Morgan Fleming. Загалом акції компанії купили 95 інвесторів з 12 країн. За рік, що минув з моменту розміщення, капіталізація компанії зросла з 370 млн дол. до 540 млн. У даний момент акції компанії стабільно ростуть і торгуються за більш ніж 9,7 фунта (при стартовій ціні 5,4 фунти).

Наразі про підготовку до IPO вже заявили 26 українських компаній, в т.ч. 5 банків (Укргазбанк, Finance&Credit Bank, Міжнародний іпотечний банк, «Надра», і «Родовід-банк») та цілий ряд компаній виробничого та фінансового секторів: «Холдинг Атлант-М», Краз, ДТЕК, «Метінвест», «Галнафтогаз», «Стірол», «Миронівський хлібопродукт», Одеський коньячний завод, «Група Олімп», «Союз-Віктан», «Датагруп», «Укртелеком», «Норд», «Дакор», Промислова група «Креатив», «Інтерпайп», «Росава», СК «Універсальна», «Індустріальний Союз Донбасу», «Фуршет» та Milkiland.

Незалежно від юрисдикції компанії, що планує здійснити IPO на будь-якій біржі ЄС, претендент має перш за все підготувати проспект емісії у комплекті з фінансовою звітністю, наданою у відповідності до прийнятих у країні розміщення стандартів. Усі

компанії, що проводять IPO у США, мають дотримуватись загальноприйнятих принципів бухгалтерського обліку США – т.зв. US GAAP. У компаній, що виходили на AIM Лондонської біржі, була можливість вибору між стандартами US GAAP, Міжнародними стандартами фінансової звітності та бухгалтерськими стандартами Об'єднаного Королівства Великобританії та Північної Ірландії. Надання фінансової звітності у відповідності до будь-якого із вказаних стандартів є одним з критеріїв оцінки якості корпоративного управління, що є невід'ємною складовою статусу публічної компанії [21].

Подальші етапи підготовки до IPO потребують оприлюднення списків акціонерів і включення незалежного директора до ради директорів, а також презентації IPO – організації конференцій та телеконференцій, проведення маркетингових презентацій для інституційних інвесторів та організація road-show (презентація компанії зацікавленим інвесторам). Про ефективність останньої свідчить досвід компанії «XXI сторіччя»: 80% інвесторів, з якими зустрічались представники компанії в рамках road-show, проведеному у Москві, Відні, Франкфурті, Копенгагені, Стокгольмі, Амстердамі та Лондоні, подали заявки на придбання акцій (51% заявок надійшло із Лондона) [31].

Фінансові ресурси, що витрачаються на підготовку IPO, можна розділити на 2 основні частини:

1) прямі витрати на IPO, включно із винагородою аудиторам та юристам компанії, витрати на проведення PR-акцій та road-show, видатки на поліграфію та інші накладні видатки. Прямі видатки не залежать від успішності проведення IPO. Але вони прямо залежать від розміру компанії, стилю попередньої роботи емітента: чим прозорішою є система власності та чим більше фінансова звітність відповідає міжнародним стандартам, тим менші видатки на IPO;

2) винагорода андеррайтера – виплачується із коштів, зібраних компанією в ході реалізації акцій. Її величина визначається у відсотках від вартості однієї акції і встановлюється (в залежності від зобов'язань, що бере на себе андеррайтер) за домовленістю сторін.

Підготовка IPO компанії «XXI сторіччя» обійшлась приблизно у 700 тисяч фунтів стерлінгів. Половину цієї суми склали комісійні брокера та nominated adviser (співробітника ING Bank) – спеціального радника при секції AIM Лондонської біржі, до функцій якого входить перевірка претендентів на включення до лістингу на відповідність стандартам біржі. Друга половина суми – витрати на оплату інших консультантів, що провели звичайний та юри-

дичний аудит, а також аудит фінансових процедур. Загалом тільки організація IPO обійшлося компанії у 6,35% від суми залученого капіталу, а в подальшому очікується суттєве зростання витрат на щопіврічне публічне надання фінансової звітності і щорічний міжнародний аудит.

Проведений аналіз витрат на проведення IPO на біржах ЄС дозволяє зробити висновок про те, що ця операція є надзвичайно капіталоемною. До того ж вона потребує зміни стилю менеджменту, переходу до принципів стандартів корпоративного управління, прийнятих за кордоном. Але всі ці витрати невдовзі окупаються в результаті набуття компанією статусу міжнародної «публічної».

Перехід компанії від приватної форми до публічної та передача частини власності інвесторам із Євросоюзу відкривають вітчизняним компаніям нові можливості, в тому числі:

- залучення серйозних партнерів та/або розширення власного бізнесу (чи поглинання стороннього) – завдяки суттєвому покращанню іміджу компанії, акції якої котируються на провідних біржах світу; така компанія вважається більш надійною і привабливою для нових інвесторів;

- диверсифікації ризику країни, що є значно вищим у компанії, акцій якої обертаються виключно на одному національному ринку з його обмеженими фінансовими ресурсами та потенційною загрозою націоналізації чи реприватизації;

- більш вигідного продажу компанії – завдяки цілій низці чинників: розширення бази інвесторів супроводжується зростанням обігу акцій, що обумовлює підвищення попиту на акції і відповідне зростання їх котирувань і ринкової капіталізації компанії в цілому; поліпшення стандартів керування і прозорості, що проводяться перед IPO, дозволяють створити максимальну вартість для власників при можливому виході з бізнесу в майбутньому — наприклад, шляхом продажу стратегічному інвестору;

- оптимізації співвідношення власного і позиченого капіталу;
- можливості залучення більш довгих і дешевих ресурсів з міжнародного позичкового ринку (як у вигляді позик, так і шляхом емісії еврооблігацій) завдяки поліпшенню іміджу росту компанії та росту її рейтингу. У більш віддаленій перспективі не виключено перетворення такої компанії із позичальника у кредитора [21].

Міжнародний ринок боргових зобов'язань за своїми розмірами набагато перевищує міжнародний ринок акцій. Відповідно, обсяги фінансових ресурсів залучених Україною з ринку боргових зобов'язань, набагато перевищують обсяги торгівлі титулами власності українських емітентів на зарубіжному фондовому рин-

ку. На початку XXI ст. домінування боргового сектору світового фінансового ринку стало ще суттєвішим – на всіх біржах прискореними темпами зростає попит інвесторів на інструменти з фіксованою доходністю. Не скорочують попит на кредити і позичальники, а для деяких з них це є взагалі єдиним джерелом поповнення власних коштів.

Аналіз динаміки запозичень української держави свідчить про те, що еврооблігації вже давно стали головним джерелом фінансування дефіциту державного бюджету. Історію запозичень української держави у формі емісії евробондів можна розбити на два етапи, які мали абсолютно різну динаміку розвитку і які справили прямо протилежний вплив на стан валютного ринку України [52].

Вперше за рахунок емісії еврооблігацій Україна отримала гроші ще у 1997 році – але тоді емітентом стала не суверенна держава, а банк Bankers Trust Luxembourg SA, який надав нам фідучіарну позику, випустивши у серпні 1997 р. під власну гарантію (яка обійшлась Україні в \$14 млн) річні евробонди на суму \$450 млн. За цією позикою Україна отримала у свою скарбницю \$396 млн; в цілому ставка обслуговування склала 13,64% річних.

У жовтні 1997 р. Україна отримала другу річну фідучіарну позику у розмірі \$109 млн, організовану банком Chase Manhattan Luxembourg SA. Реальна вартість обслуговування позики – 10,2% річних [166]. Меншої вартості обслуговування власних позичок, номінованих в доларах, на першому етапі взаємовідносин із євродоларовим ринком Україні досягти вже не вдавалось. У грудні того ж року за посередництва Merrill Lynch Мінфін України розмістив на ринку капіталів 2 серії середньострокових облігацій державної позики на 750 млн гривень (еквівалент \$285 млн), щодо яких ще й досі точаться дискусії з проблеми їх класифікації [11]. З одного боку, облігації були номіновані в національній валюті і тому мали відноситись до внутрішньої позики. Але, з іншого боку, оскільки Мінфін брав на себе зобов'язання по погашенню позики в іноземній валюті, цю позику можна було класифікувати і як еврооблігації [166]. Вартість обслуговування на момент емісії облігацій встановлена не була – сума доходу мала індексуватись на курс долара до гривні протягом усього терміну обертання облігацій. Усього за 1997 рік Україна залучила з міжнародного ринку капіталів майже \$850 млн. Доларова доходність облігацій коливалась від 10,2% до 21% [41].

У 1998 р. наша держава випустила суверені еврооблігації, які мали всі класичні ознаки даного виду цінних паперів. Лютнева емісія номінованих у німецьких марках евробондів забезпечила

надходження до України більше ніж 1 млрд марок (разом із розміщенням у квітні-травні II траншу), за що впродовж трьох років наш уряд мав виплачувати по 15,94% в ЕКЮ або 17,5% в доларах. Дешевшою стала березнева емісія (500 млн євро) – купонний дохід становив 14,75%. Але подальші позики ставали все коротшими і все дорожчими – необхідність погашення євробондів емісії 1997 року примушувала наш уряд погоджуватись на будь-яку вартість обслуговування, при тому що котирування українських боргових цінних паперів на той час було практично відсутнім у системі біржового ринку, а при укладанні угод поза системою вартість наших боргових зобов'язань ледве перевищувала 30% їх номіналу [41].

На цьому завершився перший етап реалізації євроінтеграційної політики України. Його результатом стала повна втрата довіри кредиторів, різка девальвація національної валюти та вичерпання валютних резервів: на 1 січня 2000 р. обсяг золотовалютних резервів країни ледве перевищував \$1 млрд дол., при тому що заплановані на цей рік виплати досягали 3 млрд доларів.

Другий етап входження України до світового ринку капіталів почався із вдалої реструктуризації державних запозичень. Власникам єврооблігацій було запропоновано обміняти старі облігації на нові семирічні купонні бонди двох видів: номіновані у євро з прибутковістю 10% річних або у доларах США – з прибутковістю 11%. Середній строк погашення нових євробондів – 4,5 роки. Розрахунки по облігаціях, які планувалось включити до лістингу Люксембурзької фондової біржі, мали здійснюватись через системи Euroclear/Clearstream.

Вчасне виконання урядом України своїх зобов'язань по обслуговуванню структурованих євробондів 2000 року (остаточний термін погашення яких закінчився влітку 2007 року) сприяло поступовому відновленню довіри до нашої країни – за підсумками 2001 року українські бонди були визнані найбільш дохідним борговим інструментом з країн Emerging Markets. Цей фактор у поєднанні з постійним покращанням макроекономічних показників та позитивній динаміці зміни суверенного рейтингу дозволив розпочати новий етап євроінтеграційної політики України на ринку капіталу.

За своїми характеристиками другий етап є прямим антиподом першого – в перші роки кожний новий випуск єврооблігацій розміщувався на більш вигідних умовах:

- у 2003 р. було розміщені євробонди з 10-річним терміном погашення річних на суму \$1 млрд. Розміщення облігацій за пра-

вилом A144 (на відміну від усіх попередніх емісій, що здійснювались за правилом Reg S) дало можливість залучити гроші не тільки європейських, але й американських інвесторів. Завдяки тому, що попит на українські цінні папери в 6 разів перевищив їх пропозицію, розміщення наших облігацій було здійснене під нечувано низькі для України відсотки – 7,65% річних. Лід-менеджерами та букранерами цього випуску виступили Dresdner Bank AG London Branch, JP Morgan Europe Limited і UBS Limited;

- у 2004 р. було здійснено два випуски облігацій зовнішньої державної позики за ще нижчими ставками: один з них мав дохідність 6,875 та термін погашення 7 років (обсяг – \$600 млн), а другий випуск було здійснено за ставкою LIBOR для 6-місячних депозитів із маржею 3,375, що на момент випуску становило 4,9%; термін погашення облігацій цього випуску – 5 років; обсяг залучених коштів – \$500 млн. Лід-менеджерами випуску стали Credit Suisse та Citigroup, а облігації котирувались на Люксембурзькій фондовій біржі;

- наприкінці 2005 р. Україна розмістила на європейських ринках 10-річні облігації, номіновані у євро, на загальну суму 600 млн євро із доходністю 4,95% річних, попит на які ще в ході проведення road show у Великобританії, Німеччині та Швейцарії перевищив 2 млрд євро. Лід-менеджерами цього останнього випуску виступили Citigroup, Deutsche Bank та UBS;

- у 2006 році уряд почав із розміщення у листопаді 10-річних євробондів на суму \$1,0 млрд (ставка обслуговування – 6,58%, організатори розміщення – Credit Suisse, Deutsche Bank та UBS Investment Bank), а потім вдався до емісії облігацій, номінованих у менш звичних для нас валютах: у швейцарських франках та японських йенах. Обсяг 12-річних євробондів, номінованих у швейцарських франках, сягнув 768 000 000 CHF. Вони були розміщені через Ірландську біржу із дисконтом – по ціні 97,4% від номінала; ставка обслуговування – 7%; менеджером по розміщенню виступив Morgan Stanley. З дисконтом були розміщені і 4-річні облігації, номіновані у йенах (98,8); їх обсяг становив 35 100 000 000 JPY, а ставка обслуговування – 6,4%;

- у червні 2007 цим же урядом був здійснений останній випуск єврооблігацій на суму \$500 млн. Лід-менеджерами цієї емісії, що розміщувалась через Ірландську фондову біржу, стали старі партнери України Citigroup, Credit Suisse, Deutsche та BankUBS. Купонна ставка на ці облігації встановлена на рівні 6,385%, а виплата купонів має здійснюватись двічі на рік впродовж п'яти років (див. табл. 3.1).

Наразі облігації, емітовані Україною у докризовий період протягом 2004-2008 рр., активно торгувалися на 5 провідних європейських біржах за вище від номіналу. За основним показником – дохід до погашення – українські євробонди класифікуються приблизно на тому ж рівні, що й російські та турецькі: якщо у українських цей показник коливається від 5,94 до 6,55 % (в залежності від виду облігації), то у російських – від 4,99 до 6,00%, а у турецьких – від 5,84 до 7,16%. Аргентинські євробонди, що ще недавно були лідерами продаж, наразі торгуються із доходом до погашення на рівні 53%.

Покращення іміджу держави на європейському ринку капіталів зумовило виникнення у європейських інвесторів інтересу до цінних паперів українських підприємств та місцевих органів влади.

Таблиця 3.1.

Випуски державних євроблігацій України*

Рік випуску	Обсяг емісії	Дата погашення	Ставка купона, %	Дисконт	Агенти з розміщення	Комісія, %
2004	\$0,5 млрд	05.06.09 р.	6м LIBOR+ 3,375%	немає	Citigroup, Credit Suisse First Boston, Dresdener Kleiwort Wasserstein	0,195
2004	\$0,6 млрд	04.03.11 р.	6,88%	немає	Dresdener Bank AG, Merill Lynch	0,325
2004	\$1 млрд	11.06.13 р.	7,65%	немає	“Dresdener Bank AG London Branch», «J.P.Morgan Europe Limited», «UBS Limited»	0,00125
2005	EUR 0,6 млрд	13.10.15 р.	4,95%	немає	Citigroup, Deutsche Bank, UBS	0,025
2006	JPY 35,1 млрд	19.12.10 р.	3,2%	1,2%		0
2006	\$1 млрд	21.11.16 р.	6,58%	немає	Credit Suisse, Deutsche Bank, UBS	0,025
2006	CHF 0,768 млрд	15.09.18 р.	3,5%	2,6%	Morgan Stanley	0
2007	\$ 0,5 млрд	26.06.12 р.	6,385%	немає	Credit Suisse, Deutsche Bank, UBS, Citigroup	0,05

* – складено автором за даними [263].

Однак, на заваді притоку дешевого капіталу з розвинених ринків стало українське законодавство, яке забезпечує можливість прямого випуску євроблігацій лише для суверенного емітента – тобто держави в особі її уповноважених органів.

Всім іншим емітентам чинним до 2006 р. законодавством було дозволено емітувати облігації виключно у національній валюті: так, зокрема, муніципалітетам, згідно з ч. 1 ст. 70 Закону України «Про місцеве самоврядування в Україні» від 21 травня 1997 р. № 280/97-ВР, було дозволено отримувати кредити лише в банківських установах та здійснювати зовнішні запозичення до місцевих бюджетів лише у формі кредитів. Облігації корпоративних емітентів не могли випускатися в іноземній валюті відповідно до ст. 12 Закону України «Про цінні папери та фондову біржу» від 8 червня 1991 р. № 1201-ХІІ. Гальмувала емісію євробондів і необхідність отримання дозволу Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку України, так само як і необхідність отримання індивідуальної ліцензії НБУ на вивіз валютних цінностей [79].

Втім, взаємне прагнення європейських кредиторів та вітчизняних позичальників до співпраці дозволило знайти опосередковані схеми випуску єврооблігацій, що забезпечили надходження європейського капіталу до України, але за вищою ціною. Основний шлях полягав у використанні схем за участю іноземних банків, які випускають та розміщують єврооблігації в інтересах цього муніципального органу, а потім вже передають отримані кошти у вигляді кредиту. Акціонерні товариства можуть ще й користуватись іншими схемами, вдаючись до заснування дочірніх підприємств в Україні (у формі товариств з обмеженою відповідальністю) або в тих офшорах, закони яких передбачає сприятливе ставлення до проблем емісії євробондів та оподаткування доходів їх власників (див. Додаток 3).

Необхідність пошуку більш-менш легальних шляхів обходу українського законодавства суттєво гальмувала вихід муніципальних органів влади на європейські ринки капіталу. Наразі емісію євробондів зуміла здійснити лише столична влада, та й то опосередкованим шляхом: наприкінці липня 2003 р. завдяки посередництву Dresdner bank, JP Morgan та UBS через схему «випуску сертифікатів участі в позиці» (loan participation notes) місто Київ випустив п'ятирічні бонди на суму \$150 млн під 8,75% річних [220].

Усього наразі в обігу на європейських біржах знаходиться три випуски муніципальних євробондів столиці (з погашенням у 2008, 2011 та 2015 рр.), які мають довгостроковий рейтинг «В», присвоєний міжнародною рейтинговою агенцією Standard&Poor's. Купонна ставка на них коливається від 8 до

8,75% , а попит на них набагато перевищує пропозицію – вони торгуються значно вище від номіналу. Так, зокрема, київські євробонди з погашенням в 2011 р. купуються в середньому на рівні 107% від номіналу.

В процесі підготовки емісії муніципальних євробондів, зокрема, вже отримали рейтинги провідних рейтингових агенцій міста Дніпропетровськ (від Standard&Poor's - B+/Стабільний), Івано-Франківськ (Standard & Poor's - B+/Стабільний) та Харків (Moody's Investors Service - B+/Стабільний) [259].

Не меншу зацікавленість в довгих і дешевих кредитах з ринку єврооблігацій проявляють і вітчизняні корпорації. Українське законодавство, яке до 2006 р. дозволяло випуск номінованих у гривні корпоративних єврооблігацій виключно на внутрішньому ринку, не стало нездоланною перешкодою для тих із них, хто потребував грошей для свого функціонування і мав змогу залучити їх з європейського ринку капіталу. Опосередкованими схемами емісії єврооблігацій до набуття чинності нового закону (2006 р.) скористались 8 українських акціонерних товариств. Першим у листопаді 2002 р. на ринок єврооблігацій вийшов оператор мобільного зв'язку «KyivStar GSM», облігації якого на суму \$100 млн (під 12,75% річних) були включені до листингу Люксембурзької фондової біржі (пізніше ця компанія вдалась ще до однієї емісії євробондів – на суму \$60 млн під 10,96%). Другим емітентом у вересні 2004 р. стала компанія «Нафтогаз України» (номінальна вартість п'ятирічних облігацій \$500 млн, вартість обслуговування – 8,125%), після чого свої облігації один за одним почали банки – Приватбанк, Укресксимбанк, УкрСиббанк та Укрсоцбанк [52].

Експансія міжнародного капіталу на фінансовий ринок України, а також непослідовна державна політика у сфері контролю за зовнішніми запозиченнями приватного сектору (особливо банківського) призвели до безпрецедентного зростання обсягів споживчих позик (в основному на купівлю імпортованих товарів) і майже повної зневаги до кредитування реального сектору економіки. Як наслідок, вітчизняна економіка не скористалась сприятливою кон'юктурою на світових фінансових ринках 2002-2007 рр., а період глобальної фінансової нестабільності 2008-2009 рр. відзначився для України зростанням зовнішніх боргів (в першу чергу, перед транснаціональними банківськими групами) та відсутністю внутрішніх резервів для виходу з економічної кризи (див. рис. 3.1).



Рис. 3.1. Динаміка зростання сукупного зовнішнього боргу комерційних банків та приватних компаній України, 2003-2009 рр.
Джерело: [62].

Як наслідок, 2009 р. став піковим за останню п'ятирічку за обсягом виплат зовнішніх боргів України. Їхнє погашення у свою чергу стало каталізатором девальвації гривні (іншим каталізатором став масовий відхід з нашої країни іноземних портфельних інвесторів). У 2010 році Україна має виплатити за іноземними кредитами \$20,3 млрд. Левова частка цієї суми (\$18 млрд) – борги приватних компаній, решта \$2,3 млрд – борг уряду і державних підприємств. 520,3 млрд – це на \$10 млрд менше, ніж у 2009 році, але все одно значна сума. Зрозуміло, що у 2010 році, так само, як і в 2009-му, вітчизняні емітенти знову спробують реструктурувати свої борги. За I півріччя 2009-го зовнішній борг банківського сектору зменшився на \$3,1 млрд – тобто фінустанови погашали іноземні кредити, зокрема за рахунок коштів материнських структур. А зовнішній борг корпоративного сектору (великих компаній) практично не змінився – зменшився лише на \$30 млн за півроку, тобто значну частку погашень було реструктуровано або рефінансовано іншими кредиторами.

Найвищими темпами зростала емісія єврооблігацій саме у банківському секторі – не дивлячись на те, що кількість банків, що вже розмістили єврооблігації, майже дорівнює кількості позичальників із реального сектору економіки, за обсягом залучених коштів банки вже впритул наблизились до уряду і майже втричі перевищили аналогічні показники решти вітчизняних емітентів. Безперечним лідером є Укрексімбанк, який в результаті 4 емісій розмістив єврооблігації на суму \$1,125 млн; за ним іде Приватбанк, який в результаті 4 емісій залучив \$929,9 млн, а третє місце посідає Альфа-банк (\$545 млн). Впритул до останнього наблизилася корпорація «KyivStar GSM», що

виходила на ринок 4 рази (і два випуски вже встигла погасити), залучивши у сумі \$534 млн. За думкою експертів, банкам розміщати євробонди допомагає набутий ними досвід міжнародного аудиту, в той час як іншим підприємствам вигідніше декларувати збиткову діяльність (з тим, щоб уникнути оподаткування), і, забезпечуючи конфіденційність даних, залучати кошти у вигляді кредитів. Наразі обсяг кредитів, залучених із зовнішнього ринку підприємствами реального сектору (\$12, 55 млрд) майже втричі перевищує обсяг кредитів, отриманих з-за кордону банками (\$4,279 млрд).

Зацікавленість корпоративного сектору у залученні коштів через емісію євробондів пояснюється не в останню чергу їх дешевизною: якщо відсотковий дохід на перші розміщені євробонди Укрексімбанку був визначений у 7,04%, при тому що облігації розміщувались по ціні 102,75% від номіналу, то у разі розміщення облігацій на внутрішньому ринку вартість їх обслуговування (що не могла бути нижчою за облікову ставку НБУ) була майже вдвічі більшою. Наразі, за рідким виключенням, купонна ставка на облігації вітчизняних емітентів на внутрішньому ринку, становить 14-16% [264]. Якщо ж за базу порівняння брати вартість залучення кредитів на внутрішньому ринку, то доцільність емісії євробондів стає безсумнівною.

У реальному секторі емітентами євробондів, крім вже названих «KyivStar GSM» та «Нафтогазу України», стали компанії, вже відомі з міжнародного ринку пайових цінних паперів – XXI сторіччя, Азовсталь та Стірол, а також Фуршет, Інтерпайп, Індустріальний Союз Донбасу, Міроновський хлібопродукт та Союз-Віктан.

Таблиця 3.2.

Котирування єврооблігацій українських корпорацій на європейських фондових ринках (за станом на 14 вересня 2007 р.) *

Облігація	Купон	Погашення	Сер. ціна у % від номіналу	Доходність по сер. ціні у % річних
Азовсталь	9,13	28.02.2011	99,85	9,18
Київстар	10,38	17.08.2009	106,57	6,65
Київстар	7,75	27.04.2012	99,74	7,82
МХП	10,25	30.11.2011	99,75	10,32
Нафтогаз України	8,13	30.09.2009	96,75	9,93
Стірол	7,88	19.08.2008	96,91	11,51
Южмаш	8,00	21.01.2009	101,35	6,95

* – розраховано автором за даними [101]

На жаль, за винятком «KyivStar GSM» та Южмашу, євробонди інших вітчизняних емітентів котируються на європейських біржах нижче номіналу (див.табл. 3.2).

Таблиця 3.3.

Динаміка котирування єврооблігацій українських банків (станом на 14.09.2007 та станом на 14.09.2009)

Облігація	Купон	Погашення	Сер. ціна у % від номіналу, 2007 р	Сер. ціна у % від номіналу, 2009 р.	Відхилення	Доходність по сер. ціні у % річних, 2007 р.	Доходність по сер. ціні у % річних, 2009 р.	Відхилення
Альфа-Банк	9,75	22.12.2009	99,03	немає даних	-	10,23	-	-
Приватбанк	8,00	06.02.2012	92,11	76,49	-15,62	10,28	21,79	11,51
Приватбанк	8,75	09.02.2016	93,73	немає даних	-	0,00	-	-
ПУМБ	9,75	16.02.2010	98,38	74,65	-23,73	10,52	23,41	12,89
Укресімбанк	7,65	07.09.2011	100,50	немає даних	-	7,50	-	-
Укресімбанк	6,80	04.10.2012	96,12	немає даних	-	7,74	-	-
УкрСиббанк	7,38	23.07.2010	97,64	93,80	-3,84	8,32	12,81	4,49
УкрСиббанк	7,75	21.12.2011	98,14	94,50	-3,64	8,27	13,18	4,91
Укросббанк	8,00	22.02.2010	98,94	94,00	-4,94	8,49	11,48	2,99
Фінанси і Кредит	10,38	25.01.2010	99,89	58,00	-41,89	10,42	1700,67	1690,25
Форум	10,00	30.10.2009	98,38	43,51	-54,87	10,86	12,51	1,65

Джерело: [259].

У порівнянні з цінними паперами реального сектору, єврооблігації вітчизняних банків користуються більшим попитом з боку європейських інвесторів. Перше місце в цій групі займає УкрСиббанк (контрольним пакетом якого володіє французька BNP Paribas) – його боргові цінні папери з погашенням у 2008 року (купонна ставка – 8,95%) котируються на рівні 101,23% від номіналу, що відповідає доходності 6,95%; останнє місце – у Приватбанку, облігації якого з такою самою доходністю котируються на рівні 92-93% (див.табл. 3.3).

Так само, як і українські корпорації, вітчизняні банки не відмовляються від залучення синдиційованих кредитів, але тільки у 2007 році сума отриманих від європейських банків кредитів (\$3,5 млрд) перевищила величину коштів, залучених в результаті емісії євробондів (\$3,3 млрд). До того часу перше місце незмінно посідали єврооблігації (див. табл. 3.4).

Таблиця 3.4.

Структура зовнішніх запозичень українськими банками (млн дол.)

Кошти/роки	2003	2004	2005
Єврооблігації	100	250	675
Синдиційовані кредити	82,5	163	647
Усього	182,5	413	1322

* – складено автором за даними [150; 151].

Докорінні зміни відбулись у даному сегменті у 2008 р. Найнесприятливішою тенденцією, що погіршує ситуацію у банківському секторі України є світова фінансова криза. Адже саме дешеві позики європейських фінансових груп 2007-му році були постійним джерелом великого капіталу для вітчизняних кредитно-фінансових установ. З початку ж 2008-го року українські банки практично перестали залучати кошти за кордоном: іноземні кредити стали надто дорогими.

Ціна синдікованих позик на європейському ринку позичкових капіталів збільшилась більш ніж на 0,75%. Для українських банків без іноземних акціонерів ціна може бути і вищою. У 2008 р. тільки два українських банки, що є дочірніми установами європейських транснаціональних фінансових груп, уклали масштабні угоди по залученню синдікованих позик — Райффайзен Банк Аваль і Укрсоцбанк, які одержать по \$200 млн. Це доводить, що найближчим часом інвестори будуть прихильні тільки до банків з іноземним капіталом.

Саме тому багато українських банків заявляють про плани продажу, пошуку стратегічного транснаціонального інвестора і початку виходу на найбільші фондові біржі. Але на початок 2008 р. спостерігається перенасичення пропозицій українських банків, що бажають продаватися іноземцям. Привабливих об'єктів майже не залишилося, нерезиденти шукають лише цілком самодостатні банківські установи, які мають розвинену філіальну мережу, паритетне співвідношення активів і пасивів, численну клієнтську базу, розвинені банківські продукти, технічну забезпеченість установ (банкомати, колл-центри, термінали й філії у всіх регіонах країни), що стимулює вітчизняні впорядкувати свою систему корпоративного управління, в тому числі в межах проєктів ЄБРР та Міжнародної фінансової корпорації [65, с. 170].

Зацікавленість українських позичальників у залученні більш довгих та більш дешевих ресурсів з європейського ринку капіталу в силу ряду причин викликає взаємність з боку потенційних кредиторів. По-перше, цьому сприяє бездоганна кредитна історія корпоративних позичальників та достатньо високий (в порівнянні з дохідністю) рейтинг їх боргових інструментів. Так, зокрема, на фоні суверенного рейтингу України «В1/Стабільний» (оцінка Moody's Investors Service), у 2005 р. рейтинг таких банків, як Приват, Правекс, Надра, Аваль, Укрексімбанк, Укрсиббанк, Фінанси і Кредит, Форум, Банк-НРБ, ВАБанк, Індекс-банк та Кредитпромбанк було встановлено цією ж агенцією на рівні В2/Стабільний [41].

Приблизно таким же є і рівень рейтингів, встановлений іншими рейтинговими агенціями (Standard & Poor's та Fitch Ratings), причому останнім часом ми стаємо свідками підвищення рейтингів: 24 січня 2005 року, наприклад, міжнародна рейтингова агенція Fitch Ratings підвищила довгостроковий рейтинг ВАТ «Укрексімбанк» з рівня «В+» до «ВВ-», а рейтинг підтримки підвищено з «4» до «3» (див. табл. 3.5).

Іншим, не менш важливим фактором, виступає порядок оподаткування доходів від єврооблігацій, згідно з яким вони виплачуються в повному обсязі без нарахування податків в країні емітента. Ці та інші фактори обумовлюють взаємну зацікавленість європейських інвесторів та українських емітентів у випуску і обігу євробондів. Саме завдяки їм українські юридичні особи шукають тіньові схеми випуску єврооблігацій, витрачаючи на це додаткові кошти, а провідні інвестиційні банки Західної Європи активно працюють з українськими корпораціями, допомагаючи їм організувати емісію євробондів (механізми розміщення, а також переваги та недоліки застосування тих чи інших механізмів емісії корпоративних облігацій на зовнішніх ринках розглядаються докладніше у Додатках 4-7).

Таблиця 3.5.

Рейтинги боргових зобов'язань банків

Банк-емітент	Сума і термін обігу єврооблігацій	Standard & Poor's	Moody's Investors Service	Fitch Ratings
ПриватБанк	\$ 100 млн, 2 роки		В-/ Стабільний	В/ Стабільний
УкрСиббанк	\$ 100 млн, 3 роки		Ва3/ Позитивний	В-/ Стабільний
Укрсоцбанк	\$ 100 млн, 3 роки	В-/ Стабільний	Ва3/ Стабільний	В-/ Позитивний
Укрексімбанк	\$ 150 млн і дорозміщення на \$100 млн, 5 років		Ва2/ Стабільний	ВВ-/ Стабільний

* – складено автором за даними [261].

На відміну від більшості облігацій, розміщених на внутрішньому ринку України, євробонди розміщуються публічно, а не приватно, а їх метою є не оптимізація фінансових потоків і мінімізація податкових виплат, а залучення довгих і дешевих грошових ресурсів, які на сучасному етапі вітчизняна банківська система не може забезпечити ні за обсягом, ні за вартістю. Але орга-

нізація таких випусків потребує значних попередніх витрат (на оплату послуг аудиторів, юристів, лід-менеджера, менеджерів тощо) і, як показують нескладні розрахунки, є економічно виправданою лише у разі, коли емітент випускає бонди на суму не менше \$80-100 млн.

Зважаючи на те, що величина єврооблігаційного кредиту лімітується розмірами його статутного капіталу, одним із шляхів оптимізації витрат на розміщення євробондів є попереднє збільшення статутного капіталу за допомогою додаткової емісії акцій. Саме цей шлях обрала компанія «XXI сторіччя», яка спочатку здійснила IPO на Лондонській біржі, збільшивши капіталізацію своєї компанії майже на чверть, з метою того, щоб виступати серйозним інвестором на внутрішньому ринку. Але навіть у тих випадках, коли емітент єврооблігацій не збирається перетворюватись на кредитора внутрішнього ринку, попереднє проведення IPO на зарубіжних фондових біржах забезпечує йому здешевлення залучених коштів: оптимізація співвідношення власного і позиченого капіталу є важливим чинником, що впливає на рейтинг компанії-емітента бондів, який, в свою чергу, визначає вартість запозичень [41].

Втім, можлива і обернена послідовність, у разі якої випуск євробондів є одним із етапів передпродажної підготовки банку. Прикладом такого розвитку подій може служити намір Укрсоцбанку залучити на зовнішньому ринку два синдиційованих кредити по \$ 100-150 млн і емітувати євробонди на \$150-200 млн за сприяння Merrill Lynch усього за декілька днів до оголошення про купівлю Укрсоцбанку італійським банком Banca Intesa. У такому разі метою запозичень з міжнародного ринку капіталів є підвищення капіталізації банку та подовження валютних пасивів, що в результаті має супроводжуватись збільшенням ціни банку.

Зближення законодавства України з європейськими стандартами є важливими передумовами досягнення привабливості ринків цінних паперів України для інвесторів. Ґрунтовного осмислення стратегії європейської інтеграції України можливо досягти на основі вивчення конкретних європейських і міжнародних норм. Цей шлях має забезпечити реальну можливість інтеграції українського ринку цінних паперів у міжнародні ринки.

Розробка законів та підзаконних нормативно-правових актів повинна здійснюватися з урахуванням міжнародного досвіду. Ця вимога, зокрема, встановлена в Законі України «Про Національну депозитарну систему і особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» стосовно діяльності Національного депозита-

рію, який повинен здійснювати стандартизацію депозитарного обліку і стандартизацію документообігу щодо операцій з цінними паперами відповідно до міжнародних норм [11, с. 16].

Шлях України щодо гармонізації українського законодавства до законодавства ЄС передбачає, зокрема, врахування норм актів ЄС, які регулюють обіг цінних паперів, таких як:

1) Директива Ради 77/91/ЄЕС від 13 грудня 1976 р. про узгодження з метою розробки рівноцінних захисних засобів, які застосовуються для охорони своїх та чужих інтересів;

2) ЄЕС: Рекомендація Комісії 1977 р. щодо Європейського кодексу здійснення трансакцій з переказними цінними паперами;

3) Директива Ради 9322/ЄЕС 1993 р. щодо інвестиційних послуг у сфері цінних паперів;

4) Директива 9419/ЄС Європейського Парламенту та Ради 1994 р. щодо схем депозитного гарантування;

5) Директива 200012/ЄС Європейського Парламенту та Ради 2000 р. щодо започаткування здійснення та поміркованого нагляду над діяльністю інститутів електронних грошей [220].

Встановлені в цих та інших законодавчих актах ЄС вимоги використовуються для розробки внутрішніх актів законодавства країнами, до яких ці вимоги звернені (відповідно до ст. 189 Договору про заснування ЄС існує 5 типів актів ЄС; регламенти, директиви, рішення, рекомендації, висновки, кожен з яких має свою сферу застосування). Норми законодавства створюють умови для вільного руху капіталу, забезпечуючи підґрунтя для реальної інтеграції економік цих країн. На основі загальних норм фінансова індустрія формує конкретні заходи і процедури, які сприяють міжнародним інвестиційним потокам та зменшують ризики інвестиційної діяльності [243].

Іноземні дослідники підкреслюють необхідність підвищення ліквідності українського фондового ринку. Так, якщо до лістингу ПФТС входять кілька сотень компаній, то аналогічний показник на фондових біржах ЄС дорівнює кільком тисячам. Іноземні портфельні інвестори, які цікавляться вітчизняним ринком, бажають бачити більше компаній в лістингах українських організаторів торгівлі. В Україні є багато компаній, які потребують інвестицій, і фондовий ринок повинен бути готовим задовольнити ці потреби [264].

Зрозуміло, що парадигма економіки розвитку, або так званої «гонитви за лідерами», вимагає активного інвестиційного накачування економіки, що, як правило, може бути досягнуто тільки за допомогою взаємодії з міжнародними ринками капіталу. Стимулюючи індустріальне зростання, країни з ринками, що формується, вимушені знаходити можливості для капіталовкладень,

що значно перевищують ті ресурси, які можуть бути реінвестовані при нормі накопичення, що склалася в розвиненому світі.

Глобалізація фінансових ресурсів світу призвела до того, що вплив національних урядів у нових ринкових економіках на національні фінанси зменшується. Одночасно підсилюється вплив на національні фінансові ринки транснаціональних банків, міжнародних інституційних інвесторів і міжнародних спекулянтів. В умовах глобалізації стан національних фінансів все більше залежить від поведження нерезидентів, що активніше виявляють свою присутність на національних фінансових ринках, а також від стану ринків фінансів в інших країнах і регіонах світу й особливо від мінливості кон'юнктури у міжнародних фінансових центрах.

Однак, у сучасних умовах найвагомішим стає той факт, що ризики та потенційні негативні моменти від проникнення міжнародного фінансового капіталу стосуються не стільки ефективності, скільки стабільності банківської системи та рівня економічного розвитку приймаючої країни. У результаті ж загострення глобальної фінансової нестабільності країни з ринками, що формуються, за відсутністю отримання попередніх обсягів зовнішніх запозичень і безпрецедентною кредитною експансією транснаціонального банківського капіталу перейшли у ранг економік з неприховано неефективною і вельми уразливою господарською системою (рис. 3.2).

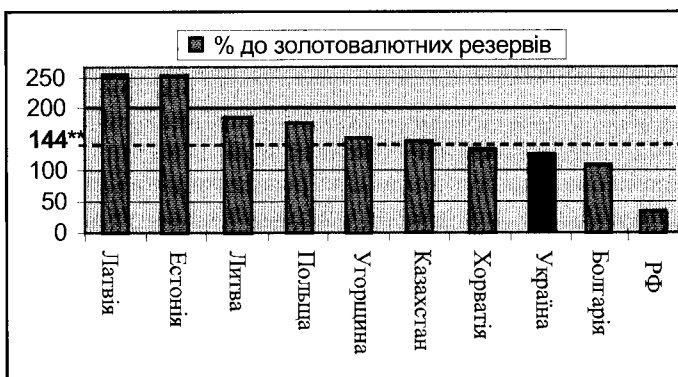


Рис. 3.2. Необхідні сукупні обсяги зовнішніх запозичень у нових ринкових економіках, 2010 р.*

* – складено автором за даними [249].

** – співвідношення у 144% аналітики Світового банку зафіксували як вкрай небезпечний бар'єр, котрий перетнули більшість країн з ринками, що формуються.

Ряд західних аналітиків, зокрема, Т.Еш, Д.Фреко, наголошують, що світова фінансова криза виявила суперечливі моменти економічної глобалізації, а також стала каталізатором негативних явищ і процесів, пов'язаних з фінансовою лібералізацією та масштабним проникненням транснаціональних банків саме у нові ринкові економіки, серед яких: 1) транснаціональні банки схильні до здійснення кредитної діяльності щодо великих компаній, особливо компаніям з іноземним капіталом, лишаючи компанії з низьким кредитним рейтингом і роздрібний кредитний ринок місцевим банкам; 2) присутність іноземних банків може послабити позиції ще недостатньо розвинутої банківської системи країни (місцеві банки, які неспроможні на рівних конкурувати з іноземними, банкрутують, що викликало додаткові імпульси фінансової нестабільності); 3) діяльність багатонаціональних банківських груп, особливо у кризовий період, носить суто спекулятивний характер – іноземні банки займають нішу обслуговування найбільш прибуткових клієнтів, залишаючи місцевим банкам обслуговування більш ризикових, збільшуючи загальний рівень ризиків їх портфельів (*cherry picking*), а у більшості випадків проводять лише спекулятивну діяльність (на міжбанківських валютних або кредитних ринках), не надаючи спектр якісних банківських послуг щодо взаємодії з реальним сектором економіки приймаючих країн [177].

Таким чином, можна стверджувати, що для ефективної роботи ринку цінних паперів в Україні та прискорення його інтеграції у європейський фінансовий простір необхідне здійснення наступних заходів: проведення широкомасштабних реформ для створення прозорого, справедливого і надійного фондового ринку; створення механізмів надійного захисту прав інвесторів та споживачів фінансових послуг на ринку; розширення спектру можливостей інвесторів і споживачів фінансових послуг щодо вибору фінансових послуг; підвищення якості роботи фінансових установ та стимулювання конкуренції між ними; створення законодавчої бази для формування справедливого та прозорого середовища укладення та виконання договорів на ринку боргових цінних паперів: створення ефективної інфраструктури ринку боргових цінних паперів: адаптація національного фондового ринку до міжнародних фінансових ринків; забезпечення стабільності фінансової системи держави; введення системи електронного обліку цінних паперів; створення умов для адекватного функціонування та взаємодії інформаційної, облікової системи та системи виконання угод шляхом приведення загальних принципів до стандартизації та уніфікації.

3.2. Пріоритетні напрями формування інтеграційної стратегії України у валютно-фінансовій сфері при виході з кризи

На межі тисячоліть практично в усіх країнах з перехідною економікою, і зокрема в Україні, реформування і розвиток фінансового та банківського сектору економіки розглядається як одне з найважливіших пріоритетних державних завдань. У зв'язку з цим на пострадянському просторі активізувалися дослідження з вдосконалення та посилення стабільності фінансових інститутів і підвищення довіри населення до фінансового сектору. Однак, внаслідок різних економічних і політичних факторів реформування фінансового та банківського сектору країн перебувають на різних рівнях і етапах.

Цікавим і корисним для розуміння і врахування як позитивів, так і негативів вже набутого досвіду є провадження валютно-фінансової політики. На основі узагальнення існуючих підходів до формування дієвої євроінтеграційної політики України, проблематики інноваційного та технологічного розвитку окреслюються пріоритетні напрями оптимізації системи макрофінансового регулювання України в період ринкових трансформацій. Спираючись на наукові погляди Р.Левіна та А.Філіпенка, автором наводиться спроба позиціонування фінансової системи та вдосконалення механізму її функціонування як передумов сталого розвитку та структурних трансформацій у перехідних економіках [159; 213; 214].

Так, вплив сукупності чинників економічного розвитку на зростання ВВП країни можна виразити формулою:

$$Y = f(P, R, T, X, N),$$

де Y – ВВП; f – функція; P – кількість населення; R – капітальні ресурси; T – техніка, технологія; X – суспільні інституції; N – довкілля. Поточний рівень фінансового розвитку (в році t) є базисом майбутніх темпів економічного зростання, рівня накопичення капіталу та технологічних змін (в році $t + n$, $n = 1, 2, \dots$). Відповідно, у роботі стверджується, що для темпів економічного зростання Y на основі фінансових чинників в певному періоді ринкових трансформацій буде вірною тотожність

$$Y^{t+n} = f(RFs_t, XFs_t),$$

де RFs_t – капіталовіддача наявних власних і залучених фінансових ресурсів; XFs_t – інфраструктурне забезпечення ефективного функціонування всіх секторів фінансового ринку та формування сучасної регуляторної системи.

Інтеграція валютно-кредитної системи України до європейського фінансового простору залежить від формування дієвої стратегії господарського зближення на стійких грошово-кредитних засадах, а саме: а) урахування позитивного та негативного впливу глобального середовища на фінансову систему України в умовах лібералізації зовнішньоекономічного регулювання; б) детального опрацювання міжнародного досвіду щодо створення в Україні розгалуженої системи фінансових інститутів; в) створення відповідного інфраструктурного забезпечення для ефективного функціонування всіх секторів фінансового ринку та формування сучасної регуляторної системи. Спрямованість розгляду цих питань безпосередньо пов'язана з визначенням ролі фінансового сектору в умовах інтернаціоналізації економіки, а також вирішенням проблеми вдосконалення сучасної фінансової системи та механізму її функціонування [109].

Безпосередньою ж передумовою для створення дієвих євроінтеграційних механізмів є збільшення капіталосмності національної економіки, в першу чергу у площині формування підвалин для широкомасштабного стрибка інвестицій, що потребуватиме підвищення норми інвестицій до 30-45% від ВВП і переходу до нової моделі інвестицій, заснованої на залучених ресурсах. Для його забезпечення потрібно розширення можливостей капіталізації українських банків, активізації розширення їх доступу до світових ресурсів розвитку (технологічних, фінансових, кадрових); збільшення інвестиційного потенціалу української економіки за рахунок залучення прямих іноземних інвестицій та мобілізації внутрішніх ресурсів [129, с. 19].

Слід зазначити, що у структурі фінансової системи країн Центральної та Східної Європи, зокрема України, провідна роль належить саме банківському сектору. Це обумовлено низкою чинників, зокрема: 1) інформація стосовно банківського сектора є більш доступною для використання навіть у країнах, що розвиваються, та в країнах з перехідною економікою; 2) основним об'єктом для здійснення поточного обстеження та спостереження за ходом реалізації відповідних заходів фінансової політики є банківська система; 3) у країнах з не досить розвиненими фінансовими ринками на банківську систему припадає переважна частка сукупних фінансових активів; 4) вирішальна роль у здійсненні фінансового посередництва в країнах з нерозвиненими фінансовими ринками належить неорганізованому фінансовому ринку [123].

Саме банківська система видається пріоритетним об'єктом для аналізу всіх аспектів реалізації валютної та фінансової євроінтеграційної політики України – як з огляду масштабів взаємодії нерезидентів із резидентами в цій сфері, так і з точки зору наявності достовірної інформації. Якщо останнє забезпечується необхідністю отримання ліцензії НБУ, то активність іноземців у банківській сфері можна пояснити багатьма факторами, найважливішими з яких є такі:

- банківська система є однією з наймолодших і динамічно зростаючих галузей народного господарства України – тільки за період 2005 - 2007 рр. балансовий капітал наших банків зростає у середньому на 35%, а чисті активи – на 50%, що у вартісному еквіваленті складають на 01.01.2008 р складають відповідно \$18 млрд та \$140 млрд [119].

- банківська система, що почала розбудовуватись в нашій країні на ринкових засадах півтора десятків років тому практично з нуля, за ступенем «ринковості» займає одне з перших місць; фінансовий менеджмент провідних українських банків на порядок вище рівня управління провідних українських корпорацій, що включає до себе і більшу фінансову прозорість;

- банківська система в будь-якій країні є ключовим чинником розвитку всієї економіки [144, с. 8];

- без участі банків неможливе здійснення більшості операцій на фондовому ринку, де банки виступають у ролі емітентів цінних паперів, андеррайтерів торговців, реєстраторів, депозитаріїв, покупців тощо. Близько половини членів Першої фондової торговельної системи (через яку здійснюється три чверті операцій з цінними паперами) – це банки. В Україні найбільший внесок у розвиток як сегменту держоблігацій, так і сектору корпоративних та муніципальних облігацій зробили Укрсиббанк, Банк «НРБ-Україна», Альфа-Банк, Укрсоцбанк, УкрекСімбанк, «Аваль», Приватбанк, Ощадбанк, «Хрещатик» і «ING Банк Україна». Решта банків робила свій вагомий внесок у розвиток фондового ринку України вимушено – в зв'язку з тим, що останнім часом вітчизняним кредитним установам стало бракувати інструментів для активних операцій, вони значно збагатили власні портфелі цінних паперів;

- на відміну від переважної більшості українських підприємств українські банки вже ведуть бухгалтерію та аудит по міжнародних стандартах, а системоутворюючі банки в обов'язковому

порядку проходять аудит «великої четвірки». Звичною для багатьох банків стала і процедура due diligence. Наразі НБУ вже забезпечує додержання 23 із 30 Базельських принципів нагляду за банками та завершує перехід до нагляду на основі оцінки і врахування ризиків [143].

Завдяки вказаним та іншим факторам банківська система в Україні займає перше місце за обсягом коштів, залучених із європейського ринку капіталів – як у вигляді прямих іноземних інвестицій (шляхом купівлі банків), так і у вигляді запозичених коштів – чи шляхом отримання синдиційованих позик, чи шляхом емісії євробондів. Так, зокрема, за виключенням «Криворіжсталі», вітчизняні банки лідирують за сумами, які згодні платити за них іноземці. Наочними підтвердженнями цієї тези можуть слугувати \$1,028 млрд, виплачені австрійською банківською групою Raiffeisen за банк «Аваль» у 2006 році і готовність UniCredit Group виплатити 2,07 млрд дол. за Укрсоцбанк (до того цей же банк намагався купити «Banca Intesa» (Італія) за \$1,16 млрд) [52].

Не відмовляються європейці і від поступового придбання наших банків по частинах. Так, після купівлі у жовтні 2005 р. нідерландською компанією TBI Financial Services (контрольованою ізраїльською інвестиційною групою Kardan Financial Services) 9,55% акцій ВАБанку за \$8,75 млн компанія декларує наміри довести свою частку у капіталі ВАБанку до 40-45%.

Наприкінці листопаду того ж року американський The Bank of New York заявив про те, що у його власності є міноритарний пакет (7,81% акцій) банку «Форум», який здійснив приватне розміщення 10% акцій серед іноземних інвесторів і випустив ДР, що торгуються на площадці Франкфуртської фондової біржі Freiverkehr. У вересні 2007 р. Commerzbank уклав угоду про придбання за \$600 млн 60% акцій цього ж банку і опціону на право викупити ще 25% акцій через 36 місяців.

Інтереси європейського капіталу до безпосередньої купівлі вітчизняних комерційних банків перетинаються з зустрічним прагненням теперішніх власників банків позбутись свого майна. Наразі капітал 24 із 176 працюючих в Україні банків є на 100% іноземним (в 2006 р. їх було всього 9), а банків із різною часткою іноземного капіталу в нашій країні вже 44 (в 2006 р. – 23). Тільки за період 2006-2007 рр. близько 10 провідних українських банків змінили свого власника, причому у більшості випадків новими власниками стали представники Європейського Союзу (табл. 3.6).

Таблиця 3.6.

**Основні угоди з продажу пакетів українських банків іноземним
фінансовим угрупованням протягом 2004-2009 рр. ***

№	Назва банку	Покупець	Країна покупця	Вартість угоди, \$ млн	Частка в уставному фонді	Дата
1	Ажіо	Vilnius Bank (SEB Group)	Литва/ Швеція	27,50	98%	Грудень 2004
2	Аваль	Raiffeisen International	Австрія	1028,00	93,5%	Жовтень 2005
3	Форум	The Bank of New York (ринковий продаж)	США	20,00	7,81%	Жовтень 2005
4	ВАБанк	TBIF Financial Service (Kardan Group)	Нідерланди/ Ізраїль	8,75	9,55%	Листопад 2005
5	УкрСиббанк	BNP Paribas Group	Франція	325,00	51%	Грудень 2005
6	НРБ-Україна	Сбербанк	Росія	100,00	100%	Січень 2006
7	Мрія	Внешторгбанк	Росія	70,00	98%	Січень 2006
8	Укрсоцбанк	Uni Credit Italiano	Італія	2067,00	85,42%	Лютий 2006
9	Індекс-Банк	Credit Agricole S.A. (CALYON)	Франція	260,00	98%	Березень 2006
10	Львів	Vostock Holdings ehf, Hraunbjarg ehf	Ісландія	6,77	52,07%	Травень 2006
11	Райффайзенбанк Україна	OTP Group	Угорщина	827,00	100%	Червень 2006
12	Універсальний	EFG Eurobank	Греція/ Швейцарія	49,50	99,34%	Липень 2006
13	Надра	East Capital Group (ринковий продаж)	Швеція	45,00	6,74%	Серпень 2006
14	Престиж	Erste Bank der oesterreichischen Sparkassan AG	Австрія	35,30 (+104,00)	50,50% (100%)	Жовт., грудень 2006
15	Електрон-банк	Volkbank Internationak	Австрія	69,00	98%	Січень 2007
16	ТАС-Комерцбанк	Swedbank	Швеція	735,00	100%	Лютий 2007
17	Морський транспортний банк	Marfin Popular Bank	Кіпр	137,40	99,20%	Березень 2007
18	Промінвестбанк	Внешэкономбанк	Росія	2 000,0	73%	Грудень 2008

* – складено автором за даними [258].

Крім західноєвропейських, у нас також з'явилися американський Сіті банк Україна (власник – Citigroup), турецький Фінансбанк (Finansbank) та ізраїльський ВАБанк (Kardan Group/TBIF). Один банк (Український кредитно-торговий банк) став надбанням казахстанських банкірів з «ТуранАлемБанку», а ще 7 перейшли у власність Росії [119].

Усього за станом на 1 квітня 2007 р. частка іноземного капіталу в статутному капіталі українських банків досягла 29,8%, збільшившись у порівнянні з 2006 роком в 2,03 рази – як за абсолютними показниками, так і за глибиною проникнення іноземного капіталу. За даними НБУ, вже на 01.01.2008 р. частка іноземного капіталу збільшилась до 40% [55, с. 51].

Прихід іноземних операторів у банківський сегмент не став несподіванкою – він прогнозувався давно. Але такого масового характеру він набув саме зараз у зв'язку з завершенням періоду злиття і поглинань фінансових установ у країнах-нових членах ЄС.

Наразі тактикою гігантів європейського банкінгу стало не створення нових банків чи купівля невеликих банківських установ – об'єктами полювання в українському банківському секторі стали провідні банки, що вже заробили собі ім'я, створили велику філіальну мережу та мають великий навчений штат. Про це свідчить купівля вітчизняних лідерів: австрійським Raiffeisenbank – банку України «Аваль» та французьким BNP Paribas – УкрСиббанку. Викладаючи відразу великі суми, іноземці сподіваються окупили їх не пізніше ніж за 10 років.

Аналіз «національності» претендентів на українські банки свідчить про те, що найбільшою популярністю вони користуються у фінансистів із Німеччини, Франції, Італії, Іспанії, Австрії, Польщі, Туреччини, Нідерландів, Казахстану та Росії. Конкурентами при купівлі «Укрсоцбанку», наприклад, виступали Societe Generale (Франція), Standard Bank Group (Великобританія), Merrill Lynch (США), Banca Intesa (Італія) і Внешэкономбанк (Росія) [52].

В той же час російський капітал віддає перевагу або самостійному створенню власних банків на території України, або придбанню більш дешевих українських банків та їх поступовому розвитку, транснаціональні банківські групи не бачать сенсу купувати переоцінені українські банки. Мінімальні суми на придбання українських фінансових установ виділили Альфа «Русский стандарт» (що за безцінь придбав тільки-но створений АІС-Банк) та «КИТФинанс», що став власником Радабанку, який у рейтингу Асоціації українських банків посідає третє з кінця місце. Виключенням з цього правила є державні банки РФ – Сбербанк и ВТБ. Сбербанк придбав за 150 млн дол. НРБ, а ВТБ спочатку заснував в Україні дочірню структуру (Внешторгбанк (Україна)), а потім все ж заплатив 70 млн дол. за «Мрію» [96, с. 15].

Взагалі інтерес Росії до наших банків заслуговує на особливу увагу. В Росії вже накопичено великий капітал, який шукає вихід на зовнішні ринки і російська експансія буде наростати,

оскільки в Росії надлишок ліквідності банківської системи, і цей капітал шукає місце для свого подальшого перевкладання. Уже зараз в Україні працюють дочірні банки російських структур – «Альфи» (ще з 2000 р.), «Петрокомерца» (з 2002 р.), «Національної резервної корпорації», «Ренесансу» та інвестиційного банку «Траст». Нещодавно «Банк Москви» зареєстрував свою дочірню структуру «ООО БМ Банк», а «Внешторгбанк» вів активні переговори щодо купівлі «Укрсоцбанку»; Представництва відкрили Собінбанк, Внешторгбанк, Міжнародний промисловий банк, Кредитимпексбанк, Сатурн та Промсвязьбанк; на початку 2005 року був зареєстрований «Внешторгбанк Україна», який задекларував наміри відкрити філії у Донецьку, Дніпропетровську, Харкові, Одесі, Запоріжжі, Миколаєві, Львові та Севастополі для обслуговування як юридичних, так і фізичних осіб.

Активність саме останніх двох банків, які займають перше і друге місця серед найбільших банків країн СНД, викликає занепокоєння у вітчизняних фахівців банківської справи. Адже Росія вже одержала можливості через «Внешторгбанк», що купив український банк «Мрія», впливати на українські ринки, а отримавши доступ до значної частини української економіки, Росія через свої державні банки зможе здійснювати на нашу країну не тільки економічний, але і монетарний, включно із валютним, вплив у плані дестабілізації того або іншого ринку [134].

Підтвердженням цього можуть стати наслідки приходу російських державних банків на український фінансовий ринок, де не виключені можливі спроби здійснення російським державним банком політичного впливу, наприклад, у сфері форсування питання переходу на єдину валюту. Зокрема, вимагає пошуку необхідного балансу участь різних країн на ринку банківських послуг, щоб вони, конкуруючи між собою, давали проводити нашу економічну політику, в той час як частка іноземного капіталу в банківському секторі Росії набагато нижче, ніж в Україні – усього 7,5%. Українські банки представлені в Росії менше, ніж російські в Україні: своє представництво в Москві мають Перший український міжнародний банк, «дочки» — Приватбанк і УкрСиббанк (див. рис. 3.1).

Проблема допуску іноземних банків на вітчизняний ринок вже декілька років дискутується на різних рівнях, в тому числі і у Верховній Раді. Найбільш запеклі суперечки виникали навколо питання дозволу іноземним банкам відкривати в Україні дочірні банки без створення юридичної особи – тобто структурні підрозділи, що будуть керуватись у своїй роботі іноземним законодавством.

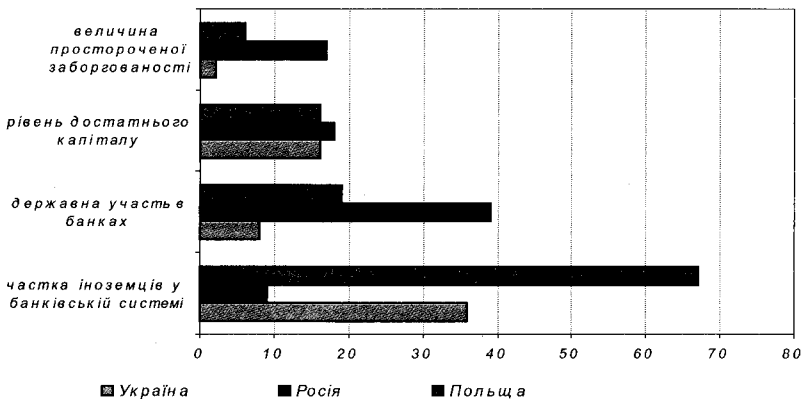


Рис. 3.1. Порівняльна характеристика ключових показників банківських систем, 01.01.2007 р.

Джерело: [96]

Наразі в Україні всі банки, незалежно від частки іноземного капіталу в їх статутних фондах, працюють у правовому полі України – вони підзвітні НБУ і платять податки в Україні; за своїми зобов'язаннями вони відповідають тільки власним капіталом. Зміна ж юрисдикції банків в результаті дозволу іноземцям відкривати дочірні банки, за прогнозами експертів, буде супроводжуватись суттєвими змінами в усій економіці України [127, с.7].

Позитивними наслідками допуску філій іноземних банків в Україну може стати:

1. прихід іноземного капіталу у фінансовий сектор України має стимулювати розвиток конкуренції та прогрес банківської системи, збільшить довіру до неї, дозволить швидше впроваджувати новітні банківські технології та більш активно працювати із заощадженнями населення. Поява у банківському секторі дочок провідних банків має сприяти зростанню його капіталізації, рівень якої, незважаючи на надвисокі темпи зростання (44,8% за 2004 р. і 39,5% – за 2005 р.), все ще залишається неприпустимо низьким: у період 2004-2009 рр. у середньому вся банківська система України по своєму розміру дорівнювала п'ятому по величині банку Польщі. У свою чергу, уся банківська система Польщі дорівнює по своєму розмірі десятому по величині активів банкові Німеччини. Втім, противники приходу західних банків вказують, що буде підвищуватись капіталізація вже не українських банків – у тій же Польщі,

як і в інших країнах Східної Європи, відкриття національного фінансового ринку завершилось масовим закриттям невеликих кредитних установ (див. рис. 3.2).

2. іноземні банки мають забезпечити насичення економіки капіталом, адже вітчизняний капітал розпорошений серед надто великої кількості банків, що не дає можливості мобілізувати ресурси для реалізації серйозних проєктів – як по вартості, так і по строкам. В результаті строки кредитів не перевищують двох років, а обсяги – п'ятдесяті мільйонів гривень. Нестача довгих дешевих грошей підігріває попит на них, спричинюючи підвищення ставок, що робить кредити недоступними все більшій кількості позичальників.

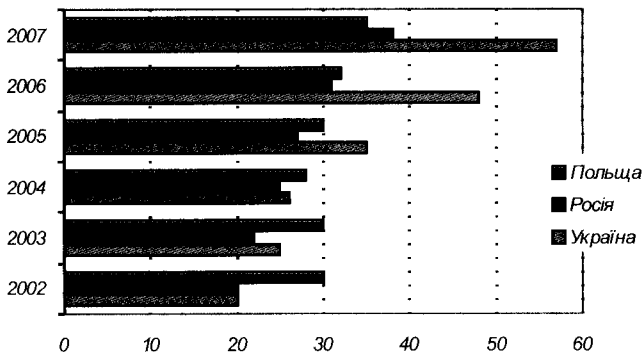


Рис. 3.2. Співвідношення кредитів у приватний сектор, % до ВВП*
* – складено автором за даними [249].

3. залучення в Україну дешевих грошей з ринків Євросоюзу мало обумовити зниження ціни грошей для наших позичальників. Високі кредитні рейтинги материнських банків забезпечують їм пасиви вартістю не вище 3-4% річних [167].

Покладаються надії ще й на те, що дочірні філії іноземних банків будуть гарантувати депозити по західних, а не українських нормативах – тобто компенсація внеску у разі банкрутства банку становитиме 20 тисяч євро [56, с. 36].

І вітчизняні, і закордонні противники повного розкриття фінансового ринку України для іноземців вказують, що на наш фінансовий ринок можуть прийти філії маловідомих ризикових банків. Використовуючи завищену ціну наших ресурсів, вони зможуть вкладати гроші з колосальною маржею, а можливо, і демпінгуючи, перетворюючи такі банки завдяки винахідливості авантю-

ристів в інструмент для відмивання грошей та інших незаконних операцій. Крім того, противників іноземного капіталу хвилює проблема вивозу прибутків і сплати податків поза межами України, а також можливість використання в майбутньому відсоткових ставок по кредитах іноземних банків в Україні як інструмент конкурентної боротьби з вітчизняними товаровиробниками [87].

У листопаді 2006 року Верховна Рада все ж дозволила банкам-нерезидентам відкривати свої філії в Україні – але лише після вступу України до Світової організації торгівлі.

Важливо зазначити, що представники страхового бізнесу, не організовуючи гучних публічних баталій, змогли досягти компромісу: філії закордонних страхових компаній зможуть прийти в Україну тільки через п'ять років після вступу нашої країни у СОТ, тобто не раніше 2011 року.

Поки боротьба на законодавчому рівні триває, вітчизняні банкіри запровадили інший спосіб залучення капіталу з європейського ринку – шляхом організації синдиційованих кредитів. Цим способом вже скористався «ПриватБанк» (який не тільки залучив, а вже й погасив синдиційований кредит на суму \$300 млн), Укрексімбанк (який випередив всіх вітчизняних позичальників по вартості обслуговування кредиту – піврічний LIBOR + 0,8%), УкрСиббанк (вартість обслуговування - Libor+1,1%), «Райффайзен Банк Аваль» (LIBOR+1,2%), Укрпромбанк та ціла низка інших вітчизняних банків [76].

Втім, ані низька вартість коштів, запозичених з європейського ринку капіталів протягом 2005 – 2007 рр., ані масове скуповування іноземцями українських банків, не дозволили втілити у життя сподівання українських підприємців на отримання довгих і дешевих кредитів. Не дивлячись на те, що наразі загальні сума залучених з європейського ринку дешевих грошей перевищує \$16 млрд, що становить близько 22-23% усіх зобов'язань банківської системи, середньозважена ставка по кредитах і іноземній валюті наприкінці 2007 р. зменшилась у порівнянні з груднем 2004 року лише на 0,2 п.п. [257].

Незалежно від співпадання чи неспівпадання результатів очікування, Україна все більше інтегрується у європейський фінансовий ринок, і результатами такої взаємодії далеко не завжди стають лише заплановані наслідки. У багатьох випадках побічні ефекти здійснюваних акцій виявляються більш значимими, ніж прямі результати.

Наочним підтвердженням останньої тези можуть слугувати результати взаємодії українського сегменту фондового ринку із світовим фінансовим ринком, а конкретно – прямі та опосеред-

ковані результати приходу нерезидентів на ринок облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП).

Перша хвиля активізації наших стосунків із іноземним капіталом припадає на 1996-1997 рр., коли масовий прихід іноземців забезпечив:

- повне обслуговування зовнішньої заборгованості за рахунок притоку валюти від нерезидентів: на середину 1997 року обсяг валютного ринку становив \$20,8 млрд, а валютні резерви НБУ у серпні 1997 року зросли до \$5,446 млрд;

- покриття дефіциту державного бюджету без використання додаткової емісії: протягом січня-вересня 1997 через 396 аукціонів НБУ по первинному розміщенню ОВДП було залучено до бюджету коштів загальною сумою 6,9 млрд грн.;

- та дозволив Мінфіну у декілька разів скоротити вартість і збільшити довжину залучених ресурсів [11].

У 1997 р. перешкодою для подальшого залучення грошей іноземців стала азійська криза. Великі збитки, понесені нерезидентами на азійських ринках, примусили їх більш прискіпливо проаналізувати можливі наслідки гри на фінансово-кредитних ринках пострадянського простору і стимулювали обережних нерезидентів до переміщення своїх грошей на менш дохідні, але більш надійні національні ринки. Тоді у спробах утримати нерезидентів (яким на той момент належало до 60% ОВДП) було змінено монетарну політику України майже на 180 градусів, що призвело до руйнації на українських теренах кон'юнктури стимулювання пропозиції довгих дешевих грошей. Переломним моментом став початок осені 1997 р.: якщо до того встановлюваний термін до погашення демонстрував тенденцію до зростання (із 1 до 18 місяців), а вартість обслуговування – до зниження (від 120 до 21%), то з вересня 1997 р. пропонується доходність почала різко зростати (до 60 і більше відсотків), а довжина грошей – скорочуватись (до 1 місяця).

Втім, наприкінці 1998 р. ні під які відсотки бажаючих купувати ОВДП не було.

Наслідком першої повномасштабної спроби України інтегруватись до світового фінансового ринку стало виснаження золотовалютних резервів (у вересні 1998 р. – до \$780 млн), майже подвійна ревальвація національної валюти та руйнація національної банківської системи (якій щонайменше на рік заморозили 2,5 млрд гривень, вкладені ними в ОВДП).

Друга хвиля активності нерезидентів на ринку внутрішніх державних запозичень України припадає на першу третину 2005 р. Її початку передували затвердження планів ревальвації гривні і

гучні заяви високих посадових осіб про неминуче подорожчання нашої валюти. Третя хвиля ревальвації національної валюти відбулась на початку 2008 р., можлива протидія високим темпам інфляції, міжбанківський курс долара США знизився до рекордних 4,6 грн./дол., а офіційний курс НБУ до 4,85 грн./дол. [94].

В результаті до України масово потік іноземний спекулятивний капітал. Продаючи валюту, іноземці у величезних масштабах вклали отримані гривні у цінні папери: найбільш ризиковані – у акції, а консерватори – у державні облігації внутрішньої позики [60]. На деяких аукціонах обсяг проданих ОВДП на порядок перевищував середні значення минулого року (див. табл. 3.7).

На думку експертів у Франції збирався консорціум фінансових фондів з метою того, щоб влити в Україну \$2,5 млрд, купувати ОВДП, цінні папери приватних підприємств тощо. В результаті такої активності нерезидентів Нацбанку у березні 2006 р. довелося емітувати гривню під викуп \$1,5 млрд, а у квітні – ще під \$1,1 млрд. Захищаючи грошовий ринок від надмірної емісії національної валюти 21 квітня НБУ офіційно підвищив курс гривні до долара з 5,19 до 5,05 (глибина ревальвації – 2,7% за день і 4,8% – з початку року). Результат: вже на наступному аукціоні було продано у п'ять разів менше облігацій, а за тиждень – в 170 разів. В подальшому інвестиції нерезидентів у ОВДП знизилися практично до нуля, а липень взагалі став останнім місяцем, коли проводилися первинні аукціони з продажу державних облігацій.

Таблиця 3.7.

**Результати розміщення ОВДП на 34 аукціонах
з 18.01.2006 до 26.07.2006.**

Дата розміщення облігацій	Залучено коштів від розміщення облігацій (грн.)
18 січня	513 365 940.00
1 лютого	1 086 613 038.00
1 березня	245 627 505.00
5 квітня	265 021 892.00
12 квітня	792 359 471.15
19 квітня	2 234 521 774.30
26 квітня	448 430 876.00
5 травня	13 961 080.00
31 травня	249 407 190.00
14 червня	120 542 400.00
22 червня	9 080 460.00
30 червня	318 578 910.00
12 липня	35 165 650.00
26 липня	277 623 750.00

* – складено за даними [257].

Таким чином, два рази під впливом операцій нерезидентів на внутрішньому ринку державних запозичень України валютний курс гривні зазнавав значних коливань: першого разу гривня була різко девальвована, а другого – ревальвована.

І в першому, і в другому випадках Мінфін і НБУ оперативно прореагували на зміни попиту нерезидентів на внутрішньому ринку державних запозичень, використовуючи весь арсенал інструментів монетарної та фіскальної політики для мінімізації втрат на грошовому та валютному ринках. Так, у 1998 р. в рамках реалізації комплексу із 45 додаткових антикризових заходів впродовж одного місяця НБУ більш ніж у 2 рази підвищив ставки рефінансування (ломбардну – з 17 % до 45%, а облікову – з 16 до 35%), збільшив резервні вимоги з 11 до 15%, дозволив необмежене використання банками ОВДП для формування резервів у НБУ, заборонив банкам використовувати ЛОРО-рахунки іноземних банків для спекулятивної торгівлі валютою та залишати відкритою валютну позицію [146].

У 2005 р. спрямованість заходів влади була прямо протилежна: перш за все, Мінфін знизив прибутковість по чотирирічних паперах з 11,95% до 5,29% річних. Крім того, було запроваджене 20-відсоткове резервування іноземних кредитів і депозитів на термін до шести місяців та переглянуто порядок звільнення від сплати 1,5% суми обмінюваної безготівкової валюти до Пенсійного фонду. На відміну від першого етапу у 2005 р. зміна курсу національної валюти була не вимушеною, а цілеспрямованою дією, і спланована вона була не на залучення коштів нерезидентів, а на їх відвернення.

І у першому, і у другому випадках грамотні дії влади попередили виникнення можливих ускладнень, викликаних операціями нерезидентів з державними борговими зобов'язаннями, на всіх сегментах фінансовому ринку України – влада вдало виконала функції протипожежної команди.

Нарешті, українські законодавці вирішили радикальним чином змінити роль керівних органів у регулюванні валютно-фінансових відносин вітчизняних юридичних і фізичних осіб із світовим фінансовим ринком – 11 квітня 2007 р. у першому читанні був прийнятий проект Закону №3043 «Про валютне регулювання і валютний контроль в Україні». Мета пропонованих змін у законодавстві, за твердженням авторів законопроекту – «розширити можливості резидентів у розвитку зовнішньоекономічної діяльності та збільшенні експорту, а також створити сприятливі умови для інвестицій в українську економіку» [265].

Одним із результатів запровадження нововведень мало стати й обмеження втручання центральних регулюючих органів у сфері валютно-фінансових відносин.

Проблема лібералізації валютного ринку, з огляду на стратегічні рішення влади про інтеграцію України до європейського економічного співтовариства може мати тільки однозначно позитивне вирішення, хоча, на жаль, лише у перспективі. Головне питання полягає в тому, наскільки швидко буде відбуватись цей процес і наскільки він буде взаємопов'язаним із іншими економічними процесами, що відбуваються у нашій країні.

Ще до обговорення нового законопроекту НБУ звітував про початок лібералізації валютного ринку. Але більшість із здійснених ним заходів стали не результатом реалізації заздалегідь розробленої стратегії, а вимушеними кроками, призначеними для вирішення (або попередження) якихось інших проблем. Найбільшою мірою це стосується змін у структурі золотовалютних резервів країни [81].

Міжнародні валютні резерви, які почали активно формуватись у 1997 р. за сприяння програми розширеного фінансування Міжнародного валютного фонду, згідно із вимогою того ж МВФ, не могли включати до себе цінні папери нерезидентів до тих пір, поки українська влада позичали гроші у фонду. В результаті таких обмежень до складу золотовалютних резервів НБУ до 2003 року зараховувались лише монетарне золото, спеціальні права запозичення (СПЗ), резервна позиція в МВФ та наявна іноземна валюта (переважно – долари), яка могла розміщуватися на депозити у іноземних банках, що мали рейтинг не нижче категорії «А». Доходи від такого розміщення (так само як і ризик) були наднизькими.

У 2003 році (тобто за рік до одержання тодішнього останнього траншу від МВФ) Нацбанк підключився до міжнародної програми Світового банку RAMP, розрахованої на держави з незначним досвідом управління цінними паперами. Це дало змогу нашій країні поповнити власні золотовалютні резерви американськими казначейськими зобов'язаннями на суму більш \$500 млн. До жовтня 2004 року Нацбанк збільшив портфель цінних паперів нерезидентів до \$1 млрд, однак частина з них незабаром пішла на підтримку ліквідності банку в період президентських виборів. У 2005 році НБУ збільшив інвестиції в цінні папери нерезидентів у п'ять разів – до 20 млрд грн., придбавши на вторинному ринку зобов'язання урядів США і Великобританії [81, с. 57].

Купівля суверенних зобов'язань іноземних країн може стати стратегічною лінією формування золотовалютних резервів нашої

країни: за статистикою МВФ в середньому цінні папери займають 70% резервів, а депозити – тільки 30%. Перевагою інвестицій у цінні папери іноземних урядів є не тільки більш висока дохідність (4,6% по казначейських зобов'язаннях США проти 1-3% на депозити у надійних банків категорії «А»), але й більш висока ліквідність.

Якщо рішення про купівлю значних обсягів державних облигацій США і Великої Британії можна вважати своєчасним (хоча і вимушеним), то розробку (і оприлюднення) планів розширення активів за рахунок облигацій міжнародних фінансових організацій та урядів країн G7 – вкрай актуальною. Визначення конкретних суверенних емітентів для купівлі його зобов'язань потребує попереднього прискіпливого аналізу всіх ризиків, обумовлених як станом економіки і зовнішньоекономічних зв'язків емітента, так і його монетарною політикою чи (у випадку міжнародних організацій) величиною статутного капіталу.

Не менш прискіпливої попередньої дослідницької роботи потребує і вирішення проблеми «національності» валют, що складають резерв України (обсяг яких на 01.01.2008 р. майже досяг \$32 млрд) та вибору об'єкта прив'язки нашої національної валюти [63].

Прискорений перехід до прив'язки нашої валюти до євро чи до кошки валют має, згідно з аргументами прихильників цієї ідеї, підвищити ціну та стабільність гривні. Втім, як видається, такі зміни породять більше проблем, ніж вирішать. Головна з них полягає в тому, що наразі більша частина (якщо не всі) наших резервів сформована у доларах. Акумуляовані золотовалютні резерви НБУ дозволяли йому повністю (а, точніше, більше ніж на 165%) забезпечувати наявну в країні масу готівки (91,9 млрд грн.). За такої підтримки валютний ринок країни був абсолютно нецікавим для міжнародних валютних спекулянтів, що дозволяло вітчизняним експортерам та імпортерам взагалі забути про поняття «валютного ризику» і не витрачати зайвих коштів на хеджування цього виду ризику. Але у випадку реалізації проголошеного переходу до режиму «вільного плавання» вітчизняної валюти валютний ринок країни може стати уразливим об'єктом для атаки «гарячих грошей». За таких обставин Національний банк України, навіть за наявності рішення про здійснення валютної інтервенції для підтримки курсу національної одиниці, не мав би достатньої для цього кількості євро.

Ще одним аргументом проти спонтанної відміни прив'язки нашої валюти до долара може слугувати такий: обсяг зовнішньоекономічних операцій України у доларах набагато перевищує обсяг

операцій у євро. В Україні наразі 76% зовнішньоторговельних розрахунків здійснюється у доларах (в т.ч. 72% імпорту), 20% у євро, а 4% – в інших валютах; частка державного боргу, номінованого у євро, становить лише 11,67%. Населення України все ще традиційно тримає свої заощадження у доларах. За оцінками експертів, у позабанковій грошовій масі, так само як і на депозитах у банках, все ще переважають долари [46].

Прихильники прив'язки гривні до бівалютного кошика твердять про антиінфляційний характер такого заходу, в той час як противники вказують на обумовлене таким кроком зниження конкурентоспроможності українського експорту, особливо – на ринках ЄС, у торгівлі з яким (де розрахунки здійснюються переважно у доларах) останнім часом фіксувалось від'ємне сальдо на рівні не нижче \$1 млрд, при тому, що дисбаланс зростав прискореними темпами. Так, якщо вже за перше півріччя 2006 р. від'ємне сальдо у нашій торгівлі з країнами ЄС становило \$1 700,6 млн, то у першій половині 2007 р. – вже \$2 689,6 млн [122].

Вітчизняні прихильники відмови від використання долара єдиного номінального якоря посилаються на досвід Росії, яка ще з лютого 2005 року перестала жорстко фіксувати курс російського рубля до долара, використовуючи для прив'язки своєї валюти бівалютний кошик. Спочатку співвідношення долара до євро в цьому кошику становило 9:1, потім воно поступово змінювалось і наразі встановлене на рівні 5,5: 4,5. Таким чином, офіційний курс рубля перебуває в постійному русі щодо обох валют і останнім часом демонструє тенденції до зростання. Втім, для Росії, основним продуктом експорту якої є енергоносії, підвищення курсу національної валюти не має критичного значення для зміни конкурентоспроможності її продукції на світовому ринку [190].

Російський досвід використовується нашими законотворцями як взірець і при розробці пропозицій щодо пом'якшення правил експорту та імпорту капіталу. Росія, як відомо, лібералізувала свій валютний ринок поступово: спочатку була відмінена вимога обов'язкового продажу валютної виручки, з 1 липня 2006 РФ скасувала вимоги резервування та спеціальні рахунки для проведення окремих видів валютних операцій; були зняті обмеження на ввіз і вивіз капіталу (що діяли після дефолту 1998 р.), так само як і на інвестиції іноземців у російські облігації, та задекларувала прагнення надати російському рублю статус вільно конвертованої валюти [53].

Зрозуміло, що аналогічні амбіційні плани має влада будь-якої країни, але навіть найбагатші з них змушені відкладати введення

повної конвертованості національної валюти на десятиріччя. Росія на сучасному етапі знаходиться у виключній ситуації: на відміну від переважної більшості країн (включно із Україною) вона обіймається проблемою надлишку валютних резервів, які тільки за 9 місяців 2007 р. зросли більше ніж на 100 млрд доларів. Реальна загроза інфляції внаслідок надходження в економіку Росії надприбутків від експорту за надвисокими цінами нафти і газу примушує владу країни ізолювати нафто- і газодолари у спеціально створеному (у 2004 р.) Стабілізаційному фонді. На відповідному етапі головне завдання російського уряду, за думкою провідних експертів, полягало у тому, щоб знизити внутрішній валютний тиск, який загрожує дестабілізувати національну економіку непомірним зміцненням рубля і/або зростанням інфляції. Структурні пріоритети Росії, що не передбачають інтенсифікації капітальних вкладень чи імпорту новітніх технологій, не створюють потреби у нафтодоларах. Більше того, останні загрожують їй «технологічному спокою». Держава змушена відкрити регулятивні клапани для скидання внутрішнього валютного тиску, який загрожує дестабілізувати національну економіку непомірним зміцненням рубля і/або зростанням інфляції [260].

Коли обсяг «зайвих» для економіки Росії грошей досяг 70 млрд дол. США, громадяни РФ отримали дозвіл на вільний вивіз капіталу за кордон.

Аналогічна пропозиція, що міститься в проекті Закону №3043 «Про валютне регулювання і валютний контроль в Україні», вважається передчасною в силу низки причин.

По-перше, Україна не має подібного до російського стійкого профіциту платіжного балансу по поточних операціях – навпаки, вже декілька років поспіль НБУ фіксує від'ємне сальдо по торгових операціях. Тільки за 8 місяців 2007 року воно зросло в порівнянні з результатами січня – серпня 2006 р. більше ніж на 30% і досягло \$5 955,6 млн. Коефіцієнт покриття експорту імпортом в останні роки теж продовжує знижуватись – у 2007 р. він становив 0,84. Очікування погіршення економічної ситуації в зоні євро та США призводять до короткочасного зміцнення гривні. Водночас економічна ситуація в Україні продовжує погіршуватися. НБУ не купує у банків ні долари, ні євро, поповнюючи золотовалютні резерви російським карбованцем, швейцарським франком, китайським юанем і британським фунтом. Згідно даним Держкомстату, у I кварталі 2008 р. експорт товарів і послуг збільшився на 28,9%, а імпорт – на 42,3%. Це призвело до формування рекордного негативного сальдо поточного рахунка в розмірі \$3,5 млрд

(9,4% від ВВП). Чистий приплив грошей по фінансовому рахунку платіжного балансу склав лише \$3,4 млрд [136].

По-друге, наша країна не має таких великих золотовалютних резервів, як Росія, яка вже акумулювала у своїх запасах на 01.01.2008 р. більш ніж \$500 млрд. Наші ж валові міжнародні резерви (33 млрд дол.) не тільки майже на порядок менші в абсолютних цифрах, але й за своєю структурою та здатністю забезпечувати імпорт майбутнього періоду (4,4 місяці на початок 2008 р.), потенційно несуть у собі загрозу для економічної безпеки країни – особливо з огляду на стійке (і зростаюче) домінування виплат по імпорту над надходженнями від експорту.

По-третє, Україна, не дивлячись на високі темпи економічного зростання в останні роки, продовжує розміщувати суверенні зобов'язання на європейському ринку капіталу, відволікаючи значну частку свого бюджету на обслуговування зовнішніх заборгованостей. На противагу цьому уряд Росії прикладає максимум зусиль для дострокового погашення по можливості більшої частини своїх внутрішніх та зовнішніх зобов'язань: до того, як легалізувати відплив капіталу, він виплатив свій борг Зовнішторгбанку (\$4,3 млрд), покрити дефіцит Пенсійного фонду (\$1 млрд), а також із випередженням графіка погасив боргові зобов'язання перед МВФ (\$3,3 млрд) і Паризьким клубом (\$15 млрд). Наразі Росія веде активні переговори про дострокове повернення 80% кредитів Світовому банку, а також кількох інших кредитів, отриманих в останнє десятиріччя минулого віку.

По-четверте, на відміну від Росії, яка, маючи велетенські запаси енергоносіїв, може дозволити собі не поспішати зі структурною перебудовою економіки та переоснащенням застарілої технологічної бази, Україна не може більше консервувати свою сировинну спеціалізацію і не може зволікати із переходом до інноваційного розвитку. За відсутності власних джерел фінансування процесів запровадження новітніх технологій нам важко розраховувати на масовий та бурхливий приплив прямих іноземних інвестицій – згідно з результатами аналізу, проведеного фахівцями Міжнародної фінансової корпорації, наразі за інвестиційною привабливістю Україна займає 139 місце в світі. За підрахунками експертів МФК, по податковому тягарю українська економіка посідає 177 місце – ми маємо 99 видів податків, поступаючись за їх кількістю лише Узбекистану (118) та Білорусі (124); час, необхідний для ведення податкової звітності в Україні становить 2085 годин на рік. За таких умов сподіватися, що при можливості вільного експорту капіталу українські гро-

мадяни будуть інвестувати власні кошти виключно у вітчизняну економіку – навряд чи варто [184].

Автор погоджується з думкою С.Яременка про передчасність запропонованих у новому законопроекті заходів зі скасування режиму ліцензування валютних операцій, дозволів фізичним особам вільно відкривати рахунки за межами нашої держави, вільно перевозити через кордони України національну та іноземну валюту в еквіваленті до десяти тисяч євро (а з митним декларуванням – у необмеженій кількості), переказувати на рахунки в закордонних банках до 100 тис. євро. Найбільшу загрозу в законопроекті закладено в дозволі проводити капітальні операції за кордоном. І це при тому, що країна, навпаки, має потребу в інвестиціях. Лібералізація капітальних операцій суперечить логіці того, що відбувається в Україні [Цит. за 75].

Також загрозу становить, за твердженням Я.Белінської, можливість «втечі» капіталу через зміну очікувань інвесторів. Такий неконтрольований вплив вітчизняного та іноземного капіталу може стати чинником розгортання валютно-фінансової кризи, різкої девальвації валюти і зміни режиму валютного курсу. Як наслідок – не виключені негативні тенденції у банківській системі: зростатиме вартість кредитів, знижуватимуться можливості комерційних банків забезпечувати кредитними ресурсами потреби реального сектору економіки, зменшуватиметься довіра до банківської системи. В свою чергу, зменшення обсягів кредитування може спричинити переростання валютно-фінансової кризи у системну економічну кризу [28].

Не менш серйозні загрози можуть бути обумовлені і масовим неконтрольованим припливом іноземного капіталу, супроводжуваним суттєвими коливаннями обмінного курсу національної валюти. В таких умовах вимушене втручання Національного банку (з метою стерилізації значних обсягів іноземного капіталу) може спричинити погіршення стану державних фінансів та посилення фіскального тиску.

Ефективна реалізація стратегії валютно-фінансових відносин України з ЄС не можлива без попередньої розбудови відповідних макроекономічних та інституційних засад. Асиметрична інформація, стадна поведінка, фінансові бульбашки та інші проблеми є лише одними з причин аномалій на міжнародних фінансових ринках. Відкриття кордонів для руху капіталу лише збільшує ризики втрати міжнародної конкурентоспроможності для приймаючих країн, а переваги мобільності капіталу не настільки великі для того, щоб виправдати свої потенційні загрози.

Фінансово-кредитна сфера повинна створювати можливість для ефективного функціонування національної економічної системи і рішення соціальних проблем, її основними задачами є захист національних фінансових інтересів, контроль над обсягами використовуваних фінансових ресурсів усіма суб'єктами господарювання і населенням. В умовах світової економічної кризи саме фінансово-кредитна сфера повинна надавати дієві стимули для розвитку галузей промисловості, посилення їх конкурентних позицій, фінансування науково-дослідних та досвідно-конструкторських розробок як необхідного інструменту конкуренції на сучасному етапі.

Таким чином, сліпе копіювання західних моделей фінансової лібералізації без врахування українських реалій вважається як мінімум недоречним. Скасування дієвої системи валютно-фінансових важелів для стримування дестабілізуючих потоків капіталів в умовах відсутності макроекономічних та інституційних передумов для прискореного інноваційного розвитку, скоріш за все, стане не стільки фактором економічного зростання української економіки завдяки її прискореній інтеграції до європейського ринку, скільки загрозою економічній безпеці нашої держави.

* * *

Враховуючи розгортання чинників глобальної фінансової нестабільності, підсилення загроз декількох хвиль світової економічної кризи на сучасному етапі господарського поступу, наріжним каменем зовнішньоекономічної стратегії постає саме вирішення практичних завдань валютно-фінансових відносин з європейськими країнами. Важливо враховувати конкретні економічні передумови, без створення яких інтегрування в ЄС є неефективним, а в деяких випадках навіть загрозливим.

Українська фінансово-кредитна і банківська система повинна відповідати як нормативно-правовим, інституційним, так і суто господарським стандартам європейських країн. Зокрема, країни-претенденти на приєднання до Союзу повинні застосовувати правила та регулюючі принципи, які встановлено в рамках ЄС, а рівень суспільно-економічного розвитку національно-господарських систем має бути здатним до конкурентної боротьби та рівноправної взаємодії з організаційно-економічними та підприємницькими структурами європейських країн.

Пріоритетним засобом розв'язання проблеми ефективного включення України в процеси валютно-фінансової інтеграції з країнами ЄС є оптимізація умов внутрішньоекономічних, організаційних й правових механізмів регулювання інвестиційних процесів, фондових ринків, ринків фінансових послуг. Діяльність фондового ринку України на основі централізованої моделі та інформаційно-технічного забезпечення повинна відповідати європейським стандартам, що дасть змогу прискорити процес органічної адаптації українського ринку цінних паперів до міжнародних вимог, створити умови діяльності, наближені до ЄС, що, безсумнівно, стане привабливим фактором для іноземних і вітчизняних інвесторів.

Поглиблення та оптимізація валютно-фінансової взаємодії України з європейською спільнотою є пріоритетним завданням загальнодержавної зовнішньоекономічної стратегії. Даний вектор зовнішньоекономічної стратегії створює передумови для посилення факторонасиченості та фактороінтенсивності національної економіки. Разом з тим, він може розглядатися також і як фактор посилення конкуренції, зміни умов фінансового бізнесу, що викликає необхідність мобілізації саме внутрішніх ресурсів економічного зростання з метою запобігання непередбачуваним макроекономічним і соціальним наслідкам.

Важливу роль у процесах євроінтеграції та у контексті реалій фінансової глобалізації й світової економічної кризи важливим напрямом для науково-практичних розробок та теоретико-методологічних дискусій в Україні є інтегрований розгляд базових завдань монетарної та валютно-кредитної політики. Необхідно максимально використати позитивний досвід ринкових трансформацій у країнах ЦСЄ, які вже набули членство в ЄС, а також запровадити ті ж принципи переговорного процесу з метою підписання нової Базової угоди з ЄС щодо створення торговельної асоціації. Взаємодія в системі регулювання руху товарів, послуг та капіталів у рамках СОТ (з урахуванням інтересів вітчизняних банківських і фінансових установ) постане важливим чинником прискорення інтеграції нашої держави до сучасної Європейської валютно-кредитної системи.

Однак, багатовекторна субрегіональна модель економічної інтеграції України не заперечує, а виходить з пріоритету національних інтересів, ефективної реалізації в регіональних об'єднаннях власних порівняльних та конкурентних переваг, залучення до України необхідних технологічних та енергетичних ресурсів, іноземних інвестицій. Реалізація даної концепції дозволить Україн-

ні інтегруватися у європейські структури не шляхом поглинання (інвазії) її економіки Європейським Союзом, а внаслідок наближення, взаємної адаптації господарських структур і формування в Європі нової інтеграційної архітектури, яка більшою мірою відповідає сучасним цивілізаційним цінностям і принципам міжнародного економічного і політичного співробітництва.

Пріоритетним напрямом формування дієвої євроінтеграційної політики України є проблематика інноваційного та технологічного розвитку, а також оптимізації відповідної системи макрофінансового регулювання. Залучення зовнішніх запозичень повинно скеровуватись в інфраструктурні проекти, експортоорієнтовані галузі, а також у сфери суспільного відтворення з високим рівнем застосування інтелектуальної праці. Це завдання можна вирішити за умов наявності дієвих інституціональних і господарських важелів залучення фінансових потоків у передові галузі національної економіки.

В умовах нестабільної світової економічної кон'юнктури та небаченого здорожчання ресурсів на міжнародних ринках капіталу для вітчизняних кредитно-фінансових установ основним засобом оптимізації взаємодії з європейською кредитною системою є глибоке реформування своєї структури у відповідності з міжнародними стандартами, саме внутрішнього банкінгу, в тому числі ребрендингу, проведення технічної модернізації, удосконалення карткових продуктів та системи електронних платежів. Лише самодостатні банківські установи, які мають розвинену філіальну мережу, паритетне співвідношення активів і пасивів, численну клієнтську базу, розвинені банківські продукти, технічну забезпеченість установ (банкомати, колл-центри, термінали й філії у всіх регіонах країни) отримають адекватні конкурентні позиції у процесі взаємодії з європейським фінансовим капіталом.

ПІСЛЯМОВА

Сучасні міжнародні економічні відносини характеризуються надвисоким ступенем та інтенсивністю розвитку процесів фінансової глобалізації, яка набула вирішального значення для прискорення взаємозв'язків у світогосподарському просторі в усіх аспектах сучасного життя. Фінансова глобалізація, як найскладніший та найрозвинутіший інтернаціоналізаційний процес, став результатом поглиблення фінансових зв'язків країн, лібералізації цін та інвестиційних потоків, створення глобальних транснаціональних фінансових груп та концентрації капіталу в певній групі власників багатонаціональних корпорацій.

Системна економічна криза спричинила значні зміни на міжнародних ринках банківських послуг і капіталу, а також мала суттєві наслідки для структури як світової валютно-фінансової системи, так і регіональних фінансових ринків. Однією з провідних тенденцій сучасних міжнародних економічних відносин стає глибока трансформація системи фінансового регулювання на мегарівні світової економіки, яка спричинена радикальним впливом процесів глобалізації фінансового капіталу.

Теоретичне узагальнення концептуальних підходів, наукових гіпотез та сучасних теорій щодо визначення координат господарського поступу України в контексті гео економічного виміру валютно-фінансових відносин в умовах виходу з системної кризи, аналізу факторів впливу та їх еволюційної ретроспективи послужило вихідною теоретико-аналітичною базою для вирішення важливої й актуальної проблеми і основою запропонованого комплексу заходів як національного, так і регіонального характеру з метою підвищення ефективності функціонування вітчизняного фінансового ринку, прискорення темпів економічного розвитку та реалізації євроінтеграційної стратегії України [121].

Інтенсифікація процесів інтернаціоналізації економічного життя, проявами якої є зростання обсягів світової торгівлі та руху капіталів між країнами, об'єктивно зумовлює підвищення ролі міжнародних валютно-фінансових, грошово-кредитних відносин. Динамічний розвиток будь-якої національної економіки за сучасних умов значною мірою залежить від здатності використовувати зовнішні джерела фінансових ресурсів, ефективної участі в роботі міжнародних фінансових ринків, активної інтеграції

до регіональних структур кредитно-інвестиційного сприяння. При цьому глобалізація має суперечливий вплив. Так, глобалізація торгівлі спричиняє вирівнюючий вплив, водночас фінансова глобалізація і, зокрема, прямі іноземні інвестиції, призводить до зростання нерівності доходів у національно-господарських системах різного ступеня ринкової зрілості.

Поглиблення диспропорцій у розвитку світової економіки, відсутність рівноваги на валютних ринках, спекулятивний, фіктивний характер інвестиційно-банківського бізнесу, його невідповідність показникам реального сектору суспільного відтворення на мета- та мегарівнях світової економіки створюють передумови для виникнення кризових явищ у розвитку світогосподарської системи на сучасному етапі. Водночас ринкові потрясіння призводять до активізації процесів, які наближають спреди за ризик і ціни на активи до адекватних економічних детермінант, підвищують кредитну дисципліну, а також поступово зменшують зовнішні дисбаланси в транзитивних країнах.

За умов дієвості ринкових механізмів лібералізація руху капіталу є вигідною як розвинутим, так і транзитивним країнам. Вона сприяє ефективному перерозподілу фінансових ресурсів, прискоренню темпів економічного зростання за рахунок більш прибуткового вкладення капіталу розвинутими країнами та його залучення транзитивними країнами. Водночас лібералізація ринку капіталу має бути ретельно спланована, а швидкість її проведення повинна коригуватися з макроекономічними індикаторами. Рівень втручання держави у функціонування ринків товарів, послуг та капіталів повинен корелюватись залежно від ступеня міцності фінансового сектору та його здатності згладжувати коливання світової економічної кон'юнктури. Ризик фінансової нестабільності може бути суттєво знижений за допомогою раціональної макроекономічної політики на національному рівні, тісного міжнародного співробітництва та подальшого вдосконалення інтеграційних механізмів у валютно-фінансовій сфері.

Для реформування валютно-фінансової системи країни, її ефективної взаємодії з ЄС та глобальним економічним середовищем запропоновано шляхи вдосконалення умов функціонування кредитно-фінансових установ, а саме: а) створення глибоких та ліквідних ринків капіталу з метою використання саме ринкових інструментів грошово-кредитної політики; б) мінімізація привілейованого доступу уряду до фінансових ресурсів; в) формування

ринкових механізмів залучення кредитно-інвестиційних ресурсів у пріоритетні галузі національної економіки.

Основними завданнями дієвої євроінтеграційної політики України в умовах фінансової глобалізації аитором визначено: а) адаптацію до економіко-правових стандартів ЄС; б) уніфікацію регуляторних і валютно-фінансових режимів; в) переорієнтацію базових завдань девізної та грошово-кредитної політики. Водночас, взаємодія в системі регулювання руху товарів, послуг та капіталів у рамках СОТ (з урахуванням інтересів вітчизняних банківських і фінансових установ) є підґрунтям для активного переговорного процесу між Україною та ЄС щодо укладання нової базової Угоди про зону вільної торгівлі, а також є важливим чинником активізації інтеграційних механізмів взаємодії з сучасною Європейською валютною системою.

Пріоритетними напрямками зміцнення стійкості фінансової системи в умовах поглиблення господарської взаємодії з ЄС та СОТ є пошук необхідного балансу між посиленням регуляторних функцій держави у валютно-фінансовій сфері, високими темпами економічного розвитку, який фінансується за рахунок швидкого зростання зовнішнього і внутрішнього боргу, та повільними темпами господарського розвитку з меншою залежністю від іноземних капіталів і незначним втручанням держави для вирішення внутрішніх проблем фінансових систем. Дієвим важелем зміцнення стійкості банківських систем є обмеження граничних значень, які є орієнтирами економічного зростання та довіри до фінансового посередництва, з одночасним зміцненням різних форм економічних захисних механізмів.

В умовах виходу з системної кризи світової валютно-фінансової системи провідним напрямом державної економічної політики є зростання конкурентоспроможності національного виробництва. А цільовими орієнтирами валютно-фінансової політики слід обрати зростання реального ВВП та поєднання акцентів на збільшення інвестицій в основний капітал (що також стабілізує інфляцію шляхом пролонгації попиту) та забезпечення стійкості економіки на базі розширення внутрішнього платоспроможного попиту, а також створення передумов для посилення конкуренції внутрішнього та зовнішнього ринків.

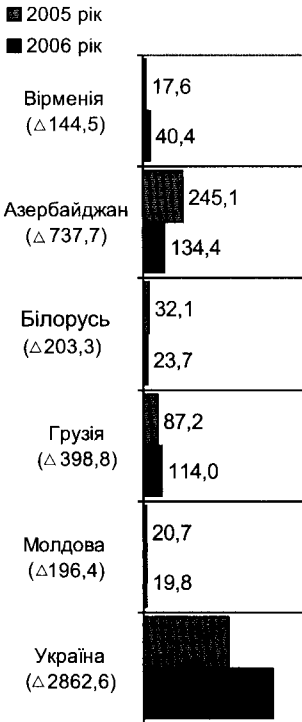
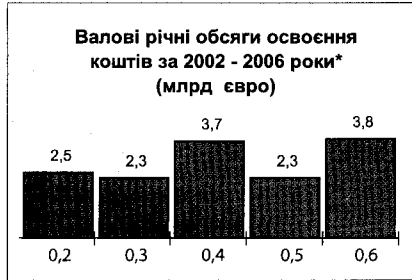
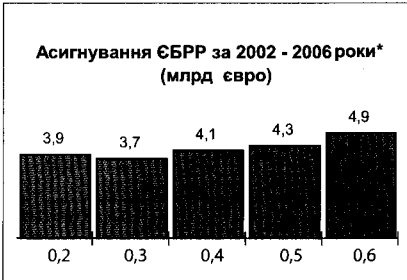
Важливо підкреслити, що стійкість банківської, бюджетно-фінансової та платіжної систем є необхідною передумовою для проведення ефективної грошово-кредитної політики, а отже, для поглиблення взаємодії з системою СОТ та оптимізації валютно-фінансових відносин з країнами ЄС. Валютно-фінансова страте-

гія повинна бути спрямована на одночасне досягнення двох важливих цілей: постійного і надійного зниження темпів інфляції та досягнення макроекономічної стабільності. Необхідність стабілізації курсу національної валюти щодо євро нівелюється доларизацією економіки України, що обумовлює стабільність гривні до долара, який є однією з основних валют заощаджень фірм та домогосподарств України, постає важливим соціальним чинником господарського поступу.

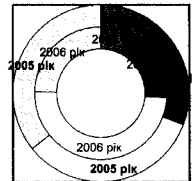
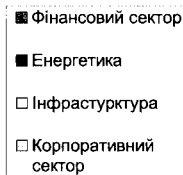
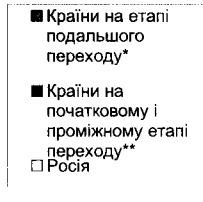
Ефективна взаємодія України з транснаціональним фінансовим капіталом в умовах нестабільності світової валютно-кредитної системи вимагає модернізації вітчизняних банківських технологій, що базуються на стандартах фінансово-банківських послуг країн ЄС. В умовах зростання вартості ресурсів на міжнародних кредитних ринках для вітчизняних інвестиційно-банківських установ основними засобами збереження конкурентних позицій у процесі взаємодії з європейським фінансовим капіталом є: а) реформування структури внутрішнього банкінгу, в тому числі ребрендингу (розвиток філіальної мережі, паритетне співвідношення активів і пасивів, розширення клієнтської бази); б) застосування інноваційних банківських продуктів (карткові продукти, системи електронних платежів, банкомати, колл-центри, POS-термінали).

Формування органічної взаємодії з сучасними європейськими економічними структурами повинно відбуватись з урахуванням історичних передумов, психологічних і соціально-економічних факторів, орієнтуючись на європейські норми й стандарти, пов'язані з рівнем життя, обслуговування та з розвитком сфери послуг, ринкової й соціальної інфраструктури. Дуже важливо, що векторність економічного зближення з країнами та інтеграційними угрупованнями на теренах Співдружності Незалежних Держав, зокрема, з організацією Євро-Азійського економічного співробітництва та Митним союзом Росії, Білорусі та Казахстану, одночасно виступає й певним підґрунтям для зближення України з найпотужнішим європейським інтеграційним угрупованням – Європейським Союзом. В свою чергу, прийняття за основу європейських критеріїв, застосування сучасних механізмів інвестиційно-виробничої та технологічної кооперації, виявлення та вирішення спільних соціально-економічних проблем дозволить підтягти рівень національного господарського розвитку і стати європейською державою не лише за географічними, а й за політико-економічними ознаками.

Динаміка, географічна та галузева структура асигнування ЄБРР на 01.01.2007 р. (млн євро)



Асигнування ЄБРР за етапами трансформацій та секторами економіки



* – Угорщина Латвія Литва Польща Словачька Республіка Словенія, Хорватія, Чеська Республіка, Естонія;

** – Азербайджан, Албанія, Вірменія, Білорусь, Болгарія, Боснія та Герцеговина, БЮР Македонія, Грузія, Казахстан, Киргизька Республіка, Молдова, Монголія, Румунія, Сербія, Таджикистан, Туркменістан, Чорногорія, Узбекистан, Україна.

1) Інвестиції в основний капітал в Україні за видами економічної діяльності, % до відповідного періоду попереднього року

Надання комунальних та індивідуальних послуг	164,7
Охорона здоров'я та надання соціальної допомоги	144,2
Освіта	121,2
Державне управління	117,4
Операції з нерухомим майном, оренда, інжиніринг та надання послуг підприємцям	168,4
Фінансова діяльність	146,8
Транспорт та зв'язок	75,6
Торгівля	112,7
Будівництво	141,3
Виробництво та розподілення електроенергії, газу та води	111,7
Переробна промисловість	100,2
Добувна промисловість	94,5
Сільське господарство	109,0
	147,7
	119,3
	113,0
	163,8

■ 1 півріччя 2007
■ 1 півріччя 2006

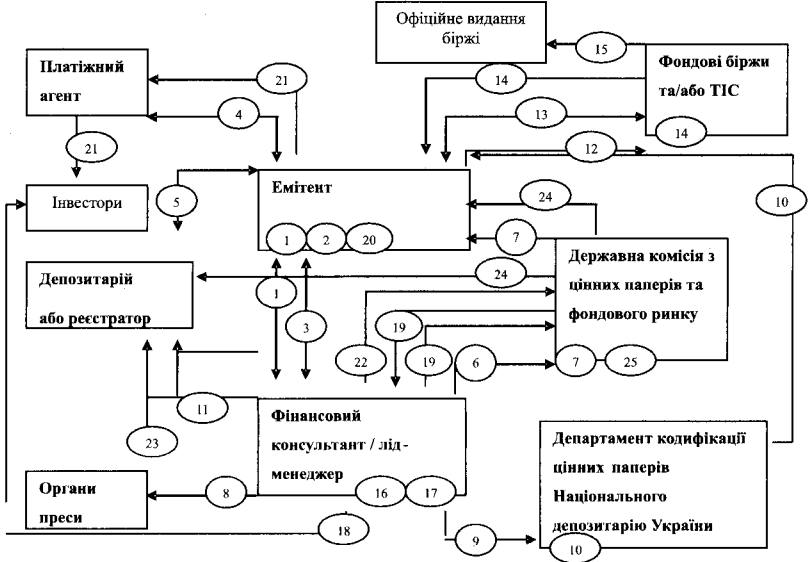
Джерело: [266].

Рейтинг організаторів єврооблігацій українських емітентів (USD)

#		Квота Організатора	К-сть емітентів	К-сть емісій	Емісія
1	UBS	527,100,000	4	5	Банк «Надра», 2008 (LPN); Україна, Ukg Euro '15; УкрСиббанк, 2008 (LPN); Укрексімбанк, 2010; Укрексімбанк, 2012
2	Citigroup	452,100,000	3	3	Київ, 2015 (LPN); Київстар Дж.Ес.Ем., 2012; Україна, Ukg Euro '15
3	Deutsche Bank	302,100,000	2	2	Україна, Ukg Euro '15; УкрСиббанк, 2008 (LPN)
4	CSFB	250,000,000	2	2	Київ, 2015 (LPN); Укрексімбанк, 2012
5	Dresdner Kleinwort Wasserstein	187,500,000	3	3	Банк «Надра», 2008 (LPN); Київстар Дж.Ес.Ем., 2012; Укрексімбанк, 2010
6	ІГ «Ренесанс Капітал»	150,000,000	1	1	ІСД, 2010 (LPN)
7-8	ABN Amro	100,000,000	1	1	Укрсоцбанк, 2008
7-8	Merrill Lynch	100,000,000	1	1	Банк Аваль, 2007 (CLN)
9-10	ING	62,500,000	1	1	Стірол, 2008
9-10	Московский Народный Банк	62,500,000	1	1	Стірол, 2008
	Сума	2,193,800,000			

Джерело: [259].

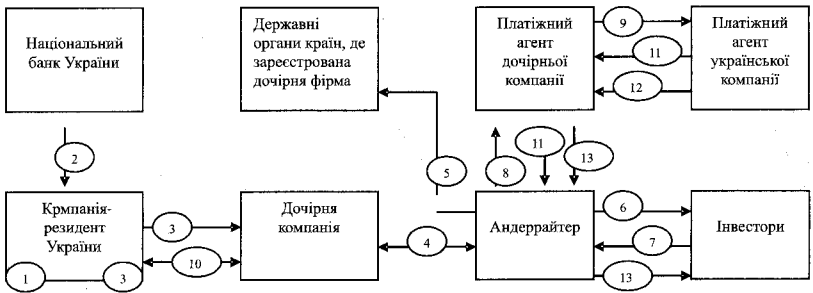
Процедура випуску облігацій підприємством-резидентом України



1. Вибір фінансового консультанта / лід-менеджера, платіжного агента та проведення попередніх переговорів щодо умов випуску облігацій.
2. Прийняття рішення про випуск облігацій.
3. Укладання договору про обслуговування.
4. Укладання договору про обслуговування.
5. Укладання договору про обслуговування емісії облігацій з депозитарієм у разі випуску облігацій у бездокументарній формі або договору про ведення реєстру з реєстратором у разі випуску облігацій у документарній формі.
6. Підготовка та подання пакету документів для реєстрації випуску облігацій.
7. Реєстрація випуску та інформації про випуск облігацій підприємств та видача свідоцтва про реєстрацію випуску облігацій.
8. Опублікування зареєстрованої інформації про емісію.
9. Подання пакету документів для отримання номера (коду) для облігацій.
10. Призначення номерів (кодів) облігаціям та видача виписки з реєстру кодів цінних паперів.
11. Оформлення та депонування глобального сертифікату випуску облігацій (у разі випуску облігацій у бездокументарній формі) або виготовлення бланків сертифікатів облігацій (у разі випуску облігацій у документарній формі).
12. Подання заяви про допуск облігацій до офіційного котирування.
13. Укладання угоди про підтримання лістингу згідно з положенням про допуск.
14. Прийняття рішення про допуск (лістинг) облігацій до офіційного котирування та повідомлення про своє рішення.
15. Опублікування оголошення про допуск облігацій.
16. Підготовка інвестиційного меморандуму.
17. Проведення road-show, презентація.
18. Розміщення облігацій.
19. Подання звіту про результати розміщення випуску облігацій та отримання свідоцтва про реєстрацію випуску облігацій на розміщений обсяг випуску та анулювання попереднього свідоцтва.
20. Створення та підтримка вторинного ринку.
21. Виплата процентів по облігаціям та погашення облігацій.
22. Подання звіту про погашення облігацій.
23. Подання пакету документів для скасування реєстрації випуску облігацій (якщо жодна облігація не була розміщена, документи на скасування реєстрації випуску облігацій подаються одночасно зі звітом про розміщення облігацій).
24. Направлення розпорядження про скасування реєстрації випуску облігацій.
25. Внесення відповідних змін до загального реєстру випуску цінних паперів, а також здійснення анулювання свідоцтва про реєстрацію випуску облігацій на підставі розпорядження про скасування реєстрації випуску облігацій.

Джерело: [104].

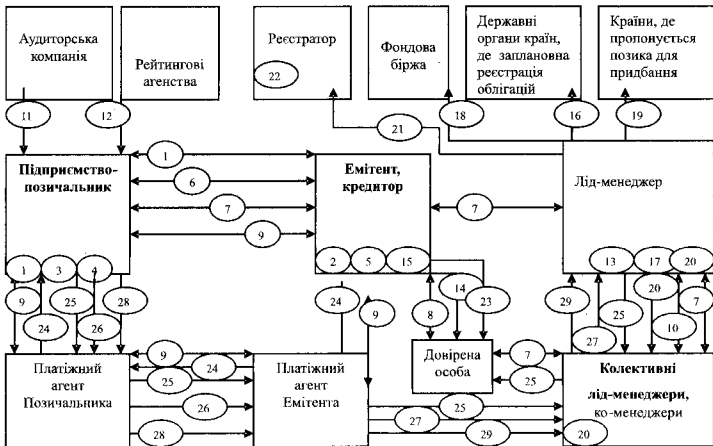
**Схема взаємодії учасників програми випуску
єврооблігацій через дочірню компанію**



1. Прийняття рішення про випуск єврооблігацій.
2. Отримання дозволу на створення дочірньої компанії за кордоном.
3. Реєстрація дочірньої компанії відповідно до місцевого законодавства.
4. Укладання угоди андеррайтингу.
5. Реєстрація проспекту емісії дочірньої компанії.
6. Розміщення паперів.
7. Перерахування коштів в оплату єврооблігацій.
8. Перерахування коштів від розміщення єврооблігацій.
9. Трансферт коштів, отриманих від емісії, на користь українського емітента.
10. Укладання кредитного договору, який передбачає надання кредиту на умовах, аналогічних умовам випуску облігацій.
11. Перерахування частини коштів від кредиту в оплату комісій і компенсацій ведучим менеджерам.
12. Погашення процентів по кредиту і основної суми боргу.
13. Виплата процентів по облігаціям і основної суми боргу.

Джерело: [131].

Схема взаємодії учасників програми випуску єврооблігацій через іноземну компанію



1. Вибір фінансового консультанта / лід-менеджера, платіжного агента та проведення попередніх переговорів щодо умов кредитування та випуску облігацій.
2. Затвердження рішення про випуск облігацій правлінням Емітента.
3. Затвердження рішення про отримання кредиту правлінням Підприємства.
4. Оформлення всіх необхідних згод, узгоджень та дозволів в межах країни розташування Підприємства, пов'язаних з кредитом, а також випуском і обслуговуванням облігацій (наприклад, отримання ліцензії Національного банку України на одержання іноземного кредиту).
5. Оформлення всіх необхідних згод, узгоджень та дозволів в межах країни розташування Емітента, пов'язаних з кредитом, а також випуском і обслуговуванням облігацій.
6. Укладання кредитного договору (Credit Agreement).
7. Укладання договору про підписку (Subscription Agreement).
8. Укладання довірчого договору (Trust Deed).
9. Укладання угоди з фінансовим агентом (Fiscal Agency Agreement).
10. Укладання угоди між менеджерами (Agreement Among Managers).
11. Отримання підтвердження аудитора (Comfort Letters).
12. Отримання рейтингу.
13. Підготовка та публікація проспекту емісії.
14. Передача всіх своїх прав на основну суму та відсотки по кредиту, виплачені і ті, що мають бути виплаченими, згідно з Кредитним договором.
15. Випуск облігацій по участі в кредитуванні (без права регресу в адресу емітента).
16. Реєстрація облігацій, якщо передбачено умовами випуску.
17. Розміщення глобального сертифікату.
18. Подання заяви про внесення облігацій до котирування на фондовій біржі.
19. Проведення road-show, презентація.
20. Розміщення облігацій шляхом підписки на них менеджерами позики.
21. Укладання договору про обслуговування.
22. Ведення реєстру власників облігацій.
23. Передача адміністративних прав, пов'язаних з Кредитним договором.
24. Надання кредитних коштів (чистий прибуток, отриманий в результаті розміщення облігацій).
25. Здійснення платежів в сумі, що компенсують затрати та включають в себе комісійні, винагороди, витрати.
26. Регулярна сплата коштів з метою повернення основної суми кредиту та відсотків, які нараховуються на неповернену частину основної суми кредиту.
27. Перерахування власникам облігацій суми, еквівалентній сумам відсотків, фактично отриманих Емітентом або на рахунок Емітента згідно з Кредитним договором.
28. Погашення кредиту.
29. Погашення облігацій.

Джерело: [138].

Переваги та недоліки схем випуску єврооблігацій

Схема емісії	Переваги	Недоліки
Пряма (від імені українського емітента)	Формування емітентом особистого міжнародного іміджу. Можливість наступного розширення і здешевлення запозичень на ринку	Високі початкові витрати на реєстрацію емісії, оплату послуг юридичних і консультативних фірм, рейтингових агентств та рекламну кампанію. Ризик довгих бюрократичних процедур
Від імені дочірньої компанії	Схема дозволяє уникнути більшості проблем в області оподаткування. Відсутність реєстрації цінних паперів в Україні, значне скорочення бюрократичних узгоджень на етапі розміщення. Невеликі витрати при реєстрації та розміщенні емісії. Здешевлення обслуговування позики за рахунок вибору оптимального способу переказу коштів українській компанії. Життєздатність схеми у випадку можливих несприятливих змін українського законодавства	Можливі обмеження на створення офшорних компаній, в тому числі для суб'єктів України. Необхідність надання забезпечення агентам. Більш слабкий рекламний ефект
Іноземною компанією від імені українського емітента	Незалежність від діяльності державних структур. Максимальна стійкість до несприятливих змін законодавства. Універсальність по відношенню до українських юридичних осіб	Значні витрати по обслуговуванню позики (велика частка комісії андеррайтера). Необхідність надання забезпечення. Короткотерміновість дії схеми

Джерело: [25].

ЛІТЕРАТУРА

1. Конституція України. – К.: Видання Верховної Ради України. – 1996. – 120 с.
2. Закон України «Про банки і банківську діяльність» в редакції від 7 грудня 2000 р. // Відомості Верховної Ради України. – 2001. – № 5–6.
3. Закон України «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг» від 12 липня 2001 р. // Відомості Верховної Ради України. – 2002. – № 1.
4. Закон України «Про Національний банк України» // Відомості Верховної Ради України. – 1998. – № 3–4.
5. Виступ Президента України Віктора Януковича у Верховній Раді України // Голос України. – №35(4785). – 26.02.2010. – С.2
6. Постанова Кабінету Міністрів України від 06.10.2005 р. № 1000 «Про здійснення державних зовнішніх запозичень 2005 року».
7. Послання Президента України до Верховної Ради України «Про внутрішнє і зовнішнє становище України у 2005 році». Офіційне видання. – К.: Інф.-вид. центр Держкомстату України, 2005. – 182 с.
8. Абалкин Л. И. Качественные изменения структуры финансового рынка и бегство капитала из России / Л. И. Абалкин // Банковское дело. – 1999. – № 12.
9. Актуальные вопросы глобализации. Круглый стол // Мировая экономика и международные отношения. – 1998. – № 4. – С. 37–52.
10. Альошина Л. Є. Активізація інтеграційних процесів у взаємовідносинах банків і страхових компаній / Л. Є. Альошина, Л. О. Петрик // Фінанси України. – 2006. – №6. – С.107–113.
11. Амалян Н. Д. Україна на міжнародному ринку капіталів у ХХ сторіччі / Н. Д. Амалян // Зб. наук. праць. Вип. 39 / відп. Ред. В. Є. Новицький. – К.: ІСЕМВ НАН України, 2003. – С. 14–24.
12. Андрущенко В.Л. Фінансова думка Заходу в ХХ столітті (Теоретична концептуалізація і наукова проблематика державних фінансів) / В. Л. Андрущенко. – Львів: Каменяр, 2000. – 303 с.
13. Атаманюк Ю. А. Валютно-фінансова взаємодія з ЄС в контексті структурних зрушень в економіці України / Ю. А. Атаманюк

- нюк // Теоретичні та прикладні питання економіки: зб. наук. праць. Вип. 7. – К.: Вид. «КУ», 2005. – С. 243–250.
14. Атаманюк Ю. А. Взаємозв'язок валютно-фінансових чинників євроінтеграції та конкурентоспроможності національної економіки України / Ю. А. Атаманюк // Теоретичні та прикладні питання економіки: зб. наук. праць. Вип. 14. – К.: Видавництво «КУ», 2007. – С. 190–197.
 15. Атаманюк Ю. А. Депозитарні розписки як інструмент залучення капіталу на зовнішніх ринках / Ю. А. Атаманюк // Теоретичні та прикладні питання економіки: зб. наук. праць. Вип. 9. – К.: Вид. «КУ», 2006. – С. 329–335.
 16. Атаманюк Ю. А. Інтенсифікація інвестиційних процесів у банківській системі як чинник інтеграції України до європейського фінансового простору / Ю. А. Атаманюк // Актуальні проблеми міжнародних відносин: зб. наук. праць. – К.: Київський нац. ун-т імені Тараса Шевченка. Ін-т міжн. відносин, 2008. – Вип. 72 (у двох частинах). Ч. II. – С. 134–139.
 17. Атаманюк Ю. А. Компаративний аналіз економічних засад лібералізації кредитно-фінансового ринку у країнах ЦСЄ: досвід для України / Ю. А. Атаманюк // Актуальні проблеми міжнародних відносин: зб. наук. праць. – К.: Київський нац. ун-т імені Тараса Шевченка. Ін-т міжн. відносин, 2007. – Вип. 65. Ч. II. – С. 91–95.
 18. Атаманюк Ю. А. Механізм податкового регулювання зовнішньоекономічних відносин України / Ю. А. Атаманюк // Актуальні проблеми міжнародних відносин: зб. наук. праць. – К.: Київський нац. ун-т імені Тараса Шевченка. Ін-т міжн. відносин, 2005. – Вип. 52 (у двох частинах). Ч. I. – С. 80–86.
 19. Атаманюк Ю. А. Фінансова глобалізація: світовий досвід для України / Ю. А. Атаманюк // Вісник КНУ імені Тараса Шевченка. Економіка: зб. наук. праць. Вип. 83. – К.: Видавництво «КУ», 2006. – С. 48–50.
 20. Атаманюк Ю. А. Шляхи виходу національних емітентів на ринок корпоративних облігацій Європейського Союзу як чинник конкурентоспроможності України / Ю. А. Атаманюк // Теоретичні та прикладні питання економіки: зб. наук. праць. Вип. 17. – К.: Вид. «КУ», 2008. – С. 258–264.
 21. Бадалов А. Л. Депозитарные расписки и их использование как инструмент привлечения инвестиций в российские корпорации / А. Л. Бадалов // Финансовый менеджмент. – 2002. – № 6. – С. 38–39.

22. Бакаєв О. Л. Міжнародні фінансові ринки майбутнього у світлі тенденції фінансової глобалізації / О. Л. Бакаєв // Прометей: зб. наук. праць / Донецький екон.-гуманіт. ін-т, Ін-т екон.-прав. досліджень НАН України. № 1 (13) / [гол. ред. П. А. Погосов]. – Донецьк: ТОВ «Юго-Восток Лтд», 2004. – С. 159–161.
23. Батрименко В. В. Економічна безпека національної банківської системи при приєднанні України до СОТ / В. В. Батрименко // Актуальні проблеми міжнародних відносин: зб. наук. праць. – К.: Київський нац. ун-т імені Тараса Шевченка. Ін-т міжн. відносин, 2004. – Вип. 46. Ч. I. – С. 106–110.
24. Батрименко В.В. Криза фінансового регулювання на мегарівні у світовому господарстві: виклики для нових ринкових економік // Економіка і управління. – № 2 (47). – К.: Європейський університет, 2010. – С.15 – 22.
25. Батрименко В.В. Розрахунки та платежі у зовнішній торгівлі європейських країн: навчальний посібник / Батрименко В.В. – К.: ВПЦ «Київський університет», 2009. – 298 с.
26. Безнощенко М. Аналіз основних проблем на шляху використання політики таргетування інфляції в Україні / М. Безнощенко // Матеріали конф. [“Пошук моделі взаємовідносин України і Російської Федерації в євроінтеграційному вимірі»], (Київ, 24–25 лют. 2003 р.). – К., 2003. – С. 2–4.
27. Безнощенко М. Роль центрального банку в забезпеченні фінансової стабільності / М. Безнощенко // Актуальні проблеми міжнародних відносин: зб. наук. праць. – Київський нац. ун-т імені Тараса Шевченка. Ін-т міжн. відносин, 2002. – Вип. 35. Ч. I. – С. 85–87.
28. Белінська Я. В. Лібералізація руху капіталів та її наслідки для України / Я. В. Белінська // Стратегічна панорама. – 2005. – № 3. – С. 2.
29. Белінська Я. Можливості і наслідки валютно-фінансової лібералізації в Україні / Я. Белінська // Вісник Національного банку України. – 2006. – № 1. – С. 28–34.
30. Береславська О. Особливості впливу валютного курсу на внутрішні ціни в Україні / О. Береславська // Вісник Національного банку України. – 2007. – № 3. – С. 9–13.
31. Блинов А. Так закаляються акції / А. Блинов // Експерт Україна. – 2005. – 26 декабря. – № 49 (52).
32. Бузгалин А. В. Переходная экономика: Курс лекций по политической экономике. – М.: Таурус, Просперус, 1994. – 472 с.

33. Бураковський І. Економічне зростання та інфраструктурні гальма / [Бураковський І., Мовчан В. Сисенко Н., Юзефович І.] // Дзеркало тижня. – 2008. – 02.02. – №4(683). – С.10.
34. Вавилов А. Новые контуры глобальной финансовой системы / А. Вавилов, Г. Трофимов // Независимая газета: (Приложение «Политэкономия»). – 1999. – Ноябрь.
35. Васильченко З.М. Проблеми адаптації банківської системи України при її вступі до Світової організації торгівлі / З. Васильченко // Вісник Київського університету імені Тараса Шевченка. (Серія: Економіка). – 2004. – Вип. 69. – С. 23 – 25.
36. Ватаманюк З. Г. Ринок цінних паперів в умовах фінансової глобалізації / З. Г. Ватаманюк, Н. В. Звонар // Фінанси України. – 2007. – № 6. – С. 82–89.
37. Вахненко Т. Моделювання макроекономічних факторів зовнішніх запозичень та їх впливу на розвиток економіки України / Т. Вахненко // Економіка України. – 2007. – № 4. – С. 17–25.
38. Вергун В.А., Кредісов А.І., Ступницький О.І. Міжнародний бізнес: підручник /2-ге вид. доп. і перероб. – К.: ВПЦ «Київський університет», 2009. – 623 с.
39. Версаль Н. І. Проблеми вивчення фінансових показників // Матеріали міжнар. наук.-практ. конф. [«Валютно-фінансові проблеми ринкової трансформації (приклад України)»] (Київ, 19–20 лист. 1998 р.) / Київський нац. ун-т імені Тараса Шевченка, Ін-т міжн. відносин. / відп. Ред. А. С. Філіпенко. – К.: «Діалог прес», 1998. – С. 46–49.
40. Виногородский И. Кризис в киберпространстве элиты / И. Виногородский // Эксперт. – 2007. – 33/27.08-02.09. – С. 34–37.
41. Внукова Н. Про вдосконалення методичного забезпечення рейтингової оцінки емітентів / Н. Внукова, Н. Пritула // Економіка України. – 2007. – № 10. – С. 38–42.
42. Волкова О. О. Особливості впливу діяльності регіональних банків розвитку на структурні зрушення в економіці України / О. О. Волкова // Актуальні проблеми міжнародних відносин: зб. наук. праць. – К.: Київський нац. ун-т імені Тараса Шевченка. Ін-т міжнар. відносин, 2004. – Вип. 46. Ч. II. – С. 72–76.
43. Всемирный банк: Годовой отчет 2007. – М.: «Ай-Си-Си-Макмиллан», 2007. – 68 с.

44. Гаврилук О. В. Національно-державна стратегія конкурентоспроможності: методологічні аспекти / О. В. Гаврилук // Теоретичні та прикладні питання економіки: зб. наук. праць. Вип. 12. – К.: КНУ ім. Тараса Шевченка, 2007. – С. 49–53.
45. Гальченко І.В. Міжнародна конкурентоспроможність України в умовах глобалізації // Теоретичні та практичні питання економіки: Збірник наукових праць. – К.: Київський національний університет імені Тараса Шевченка, 2009. – Вип. 18. – С. 197 – 204., с. 201
46. Гальчинський А. Долар втрачає свою вагу як світова валюта / А. Гальчинський // Дзеркало тижня. – 2007. – 8 грудня. № 47 (676). – С. 8.
47. Гальчинський А. Становлення інвестиційної моделі економічного зростання України / А.Гальчинський, С. Львовчкін // Економіка України. - 2004. - №6. - С.23-28.
48. Геєц В. М. Нужно стимулировать предпринимательскую инициативу, а не иждивенческие настроения / В. М. Геєц // Экономические известия. – 2008. – 20 марта. № 50 (813). – С. 1, 7.
49. Геєць В. М. Цінова конкурентоспроможність чи цінова стабільність: дуалізм політики економічного зростання / В. М. Геєць // Економіка і прогнозування: Науково-аналітичний журнал. – 2005. – №4. – С. 9–31.
50. Глобалізація і безпека розвитку: монографія / [О. Г. Білорус, Д. Г. Лук'яненко, М. О. Гончаренко та ін.]; наук. ред. О. Г. Білорус. – К.: КНЕУ, 2001. – 733 с.
51. Глобальная экономика на общее благо: Годовой отчет 2007. – МВФ.
52. Горовий О. Як криза ліквідності банків вплине на фондовий ринок та українську економіку / О.Горовий // Контракти. – 2008. – № 28 (833). – С. 22.
53. Горшкова Н. Валютно-курсова політика: практичні досвід та рекомендації / Н. Горшкова // Вісник Національного банку України. – 2007. – № 1. – С. 62–66.
54. Грибан О. О. Вплив валютно-фінансових чинників на консолідацію ринку банківських послуг в країнах Європейського Союзу / О. О. Грибан // Економіка і управління. – 2006. – №1. – 30–34.
55. Гриньков Д. Объемное изображение / Д. Гриньков // Бизнес. – 2008. – №12. – С. 50 – 51.
56. Гриньков С. Депозитивные / Д. Гриньков // Бизнес. – 2007. – № 33/13.08.07. – С. 34–36.
57. Гриценко А. Монетарне забезпечення економічного розвитку / А. Гриценко // Вісник КНУ імені Тараса Шевченка. Економіка: зб. наук. праць. – 2004 – № 69. – С. 53–55.

58. Грінченко Ю Л. Країни з перехідною економікою в системі торговельних преференцій Європейською Союзу / Ю Л. Грінченко // Актуальні проблеми міжнародних відносин: зб. наук. праць. – К. : Київський нац. ун-т імені Тараса Шевченка. Ін-т міжн. відносин, 2001. – Вип. 29. Ч. III. – С. 28–35.
59. Гуриев С. Уроки економіки: приговор выносит глобализация / С. Гуриев // Ведомости. – 2005. – 19 мая. № 89 (1370).
60. Дзюблюк А. Проблемы реализации валютной политики в условиях трансформационных изменений экономики Украины / А. Дзюблюк // Журнал европейской экономики. – 2006. – № 3 (Т.5). – С. 332–342.
61. Доклад о развитии человека, 1996. – Нью-Йорк, Оксфорд: Оксфорд юниверсити пресс. – 1996.
62. Дружерученко К. Борговий час // Галицькі контракти. – 2009. – № 45. – С. 20 – 21.
63. Дубинский А. Экономика испытывает денежную недостаточность / А. Дубинский // Экономические известия. – 2008. – 26 марта. № 54 (817). – С. 7.
64. Єдиний європейський акт. Договір про Європейський Союз. Документи Європейського Союзу. Т. II. / [під ред. Ю. А. Борко та ін.]. – М., 1994.
65. Заблоцька Р. О. Регіональний розвиток та регулювання електронного бізнесу в Європейському співтоваристві / Р. О. Заблоцька // Актуальні проблеми міжнародних відносин: зб. наук. праць. – К.: Київський нац. ун-т імені Тараса Шевченка. Інститут міжнародних відносин, 2002. – Вип. 36 (у двох частинах). Ч. II. – С. 168–170.
66. Затонацька Т. Г. Аналіз впливу монетарної політики держави на розвиток регіонів України / Т. Г. Затонацька, А. В. Ставицький // Теоретичні та прикладні питання економіки: зб. наук. праць. – К.: Київський нац. ун-т імені Тараса Шевченка. Інститут конкурентного суспільства, 2006. – Вип. 10. – С. 52–58.
67. Званська В. Теоретичні засади трансмісійного механізму грошово-кредитної політики і особливості його функціонування в Україні / В. Званська // Вісник КНУ імені Тараса Шевченка. Економіка: зб. наук. праць. – 2007. – Вип. 92. – С. 44–46.
68. Иноземцев В. «Глобализация» национальных хозяйств и современный экономический кризис [Електронний ресурс] / В. Иноземцев. – Режим доступу: <http://www.rambler.ru/cgi-bin/rambler>.

-
69. Итрилигейтор М. Д. Глобализация как источник международных конфликтов и обострения конкуренции [Электронный ресурс] / Майкл Д. Итрилигейтор // Проблемы теории и практики управления. – 1998. – № 6. – Режим доступа до журн.: www.ptpu.ru/issues/6_98/6_6_98.htm,
 70. Камінський А. Б. Моделювання фінансових ризиків: монографія / А. Б. Камінський. – К.: ВПЦ «Київський університет», 2006. – 304 с.
 71. Киреев А. П. Международная экономика: учеб. пособие для студентов вузов, обуч. по напр. «Экономика» и спец. «Мировая экономика»: в 2-х ч. Ч. 2: Международная макроэкономика: открытая экономика и макроэкономическое программирование / А. П. Киреев. – М.: Международные отношения, 2001. – 488 с.
 72. Климко Г. Актуальне дослідження міжнародних інтеграційних процесів: Критика і бібліографія / Г. Климко // Економіка України: Політико-економічний журнал / Мін. економіки України; Мін. фінансів України та НАНУ. – К.: 2005. - № 7. - С. 89-90.
 73. Козюк В. В. Монетарні проблеми функціонування глобальної фінансової архітектури: монографія / В. В. Козюк. – Тернопіль: Вид-во Астон, 2005.
 74. Коломиец Н. Когда в Украине появятся филиалы иностранных банков / Н. Коломиец // Инвест-газета. – 2005. – 11 липня. № 26–27. – С. 24–25.
 75. Конкурентоспроможність економіки України в умовах глобалізації / [Я. А. Жаліло, Я. Б. Базилюк, Я. В. Белінська та ін.]; за ред. Я. А. Жаліла. – К.: НІСД, 2005. – 388 с.
 76. Корецька Я. Приємна пропозиція: Нью-Йоркська фондова біржа запрошує українські компанії на IPO / Я. Корецька // Хрещатик. – 2007. – № 90.
 77. Корнеев В. Еволюція та перспективи фінансового ринку України / В. Корнеев // Економіка України. – 2007. – № 9. – С. 21–29.
 78. Корнійчук О. Формування конкурентоспроможного фондового ринку України в контексті європейського досвіду / О. Корнійчук // Економічний Часопис-XXI. – 2005. – №11. – С. 29–32.
 79. Кравчук Н. Фінансова система держави: теоретична концептуалізація та проблеми структурування / Н. Кравчук // Світ фінансів. – 2006. – № 3 (8). – С. 80–94.

80. Крассюк І. І. Тенденції та перспективи інтеграції українських банків до міжнародного ринку капіталів / І. І. Крассюк // Актуальні проблеми міжнародних відносин: зб. наук. праць. – К.: Київський нац. ун-т імені Тараса Шевченка. Ін-т міжн. відносин, 2004. – Вип. 36. Ч. II. – С. 233–237.
81. Курза Ю. П. До системи валютних курсів / Ю. П. Курза, Ф. І. Рогач // Вісник Національного банку України. – 2008. – № 4. – С. 56–61.
82. Куринокіна Ю. Валютна лібералізація [Електронний ресурс] / Ю. Куринокіна // Львівська газета. – 2007. – 13 квітня, № 63 (1114). – Режим доступу до газети: www.gazeta.lviv.ua
83. Лагутін В. Трансмісійний механізм монетарної політики в трансформаційній економіці / В. Лагутін, Т. Кричевська // Вісник КНУ імені Тараса Шевченка. Економіка: зб. наук. праць. – 2004. – Вип. 69. – С. 43–45.
84. Левшин Ф. М. Мировые рынки: конъюнктура и цены / Левшин Ф. М., Мухин С. Б., Соловьев В. Н. – М.: Международные отношения, 1987. – 118 с.
85. Леоненко П. М. Дискусійні питання системної трансформації // Теоретичні та прикладні питання економіки: зб. наук. праць. Вип. 18. – К.: КНУ ім. Тараса Шевченка, 2009. – С. 12–18.
86. Лисенко С. Про розробку проекту Державної програми розвитку Національної депозитарної системи України на 2004-2010 роки [Електронний ресурс] / С. Лисенко // Публікації Національного депозитарію України. – Режим доступу: www.nbu.gov.ua
87. Литвицький В. У заручниках зовнішньої кон'юнктури / В. Литвицький // Вісник Національного банку України. – 2006. – № 5. – С. 23–27.
88. Луцишин З. О. Глобальна фінансова архітектура світового господарства та проблеми міжнародного руху капіталу / З. О. Луцишин // Вісник Тернопільської Академії народного господарства: наук. журнал. Вип. 5-1. – Тернопіль: «Економічна думка», 2004. – С. 189–203.
89. Луцишин З. О. Стратегічні цілі реформування світового фінансового середовища та формування його глобальної архітектури / З. О. Луцишин // Наукові записки. Т. X / Київський нац. ун-т імені Тараса Шевченка, Ін-т міжн. відносин – К.: КНУ імені Тараса Шевченка, КПВД «Педагогіка», 2004. – С. 91–100.
90. Луцишин З. О. Сучасна світова фінансова архітектура: тенденції та суперечності розвитку в умовах глобалізації / З. О. Луцишин // Економічний часопис XXI. – 2005. – № 5–6. – С. 17–22.

91. Луцишин З. О. Сучасні тенденції світового руху капіталу / З. О. Луцишин // Світ фінансів. – 2005. – Вип. 2 (3). – С. 5–20.
92. Луцишин З. О. Трансформація світової фінансової системи в умовах глобалізації / Зоряна Орестівна Луцишин. – К.: Вид. «ДрУк», 2002. – 320 с.
93. Лютий І. О. Проблеми розвитку сучасного міжнародного фінансового ринку та інтеграційний курс України / І. О. Лютий, В. І. Міщенко // Фінанси України. – 2006. – №5. – С. 21–31.
94. Лямец С. Пинзеник ошибся с долларом / С. Лямец // Экономические известия. – 2008. – 20 мая. № 84 (847). – С. 1.
95. Макогон Ю. В. Мировые фондовые рынки: [уч. пособ.] / Ю. В. Макогон, Е. А. Медведкина. – Донецк : Донецкий нац. ун-т, 2007. – 250 с.
96. Марков А. Игра на понижение / А. Марков // Инвест-газета: TOP-100. – 2007. – 31 мая. № 1. – С. 14–17.
97. Масленников В. В. Зарубежные банковские системы / В. В. Масленников. – М.: Науч. изд. ТД «Элит-2000», 2001. – 392 с.
98. Мельников С. Евро гонится за долларом / С. Мельников // Инвест-газета. – 2005. – № 49 (526). – С. 27.
99. Мировая экономика: прогноз до 2020 года / ИМЭМО РАН [под ред. акад. А. А. Дынкина.] – М. : Магистр, 2007. – 429 с.
100. Мировой капиталистический рынок и проблемы интернационализации хозяйственной жизни / [редкол.: Максимова М. М., Шенаев В. Н., Юданов Ю. И.]. – М. : Мысль; Франкфурт – на – Майне: Марксистиче блеттер, 1983. – С. 140–175.
101. Мировой рынок облигаций // Информационно-аналитический бюллетень: Информационное агентство Cbonds. – 2005. – № 9. – 34 с.
102. Мироненко В. Конец «эры дешевых денег» / В. Мироненко // Инвестиционная газета. – 2006. – № 3. – С. 5.
103. Митчелл У. Экономические циклы: Проблема и ее постановка / У. Митчелл. – М.-Л., 1930. – 69 с.
104. Михайлов Д. М. Мировой финансовый рынок тенденции и инструменты / Дмитрий Михайлович Михайлов. – М.: «Экзамен», 2000. – 768 с.
105. Міжнародні фінанси: підруч. / [О. І. Рогач, А. С. Філіпенко, Т. С. Шемет та ін.]; за ред. О. І. Рогача. – К.: Либідь, 2003. – 784с.
106. Міщенко В. Доларизація: причини та наслідки для економіки України / В. Міщенко, А. Сомик // Вісник Національного банку України. – 2007. – № 5. – С. 28–31.

107. Міщенко С. Особливості підходів до визначення ролі фінансового сектору в умовах інтернаціоналізації економіки / С. Міщенко // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Економіка. – К., 2007. – Вип. 92. – С. 53–54.
108. Моисеев С. Р. Инфляционное таргетирование: оценка конкурентных преимуществ / С. Р. Моисеев // Информ.-аналит. журнал Дайджест-Финансы. – 2003. – № 6 (102). – С. 16–23.
109. Мунько М. Вплив банківського кредиту на розвиток внутрішнього ринку України / М. Мунько // Соціально-економічні дослідження в перехідний період. Фінансово-економічні системи: трансформація та євроінтеграція : зб. наук. праць / НАН України. Ін-т регіональн. досліджень. Вип. 2. – Львів, 2007. – С. 153–160.
110. Науменкова С. В. Сучасна модель фінансової системи: порівняльний аналіз основних підходів / С. В. Науменкова, С. В. Міщенко // Фінанси України. – № 6. – 2006. – С. 44–56.
111. Новицький В. Глобальна фінансово-економічна криза: сутність, системність проявів та перспективи подолання / В. Новицький // Економічний часопис-21: науковий журнал / Ін-т трансформації суспільства. – Київ, 2009. – № 1/2. – С. 3-4.
112. Новицький В. Є. Міжнародна кооперація праці: проблеми та моделі / Валерій Євгенович Новицький. – К.: Наукова думка, 1994. – 115 с.
113. Новицький В. Імперативи інноваційного розвитку: Проблеми економічної теорії / В. Новицький // Економіка України: політико-економічний журнал / Мін. економіки України; Мін. фінансів України та НАНУ. – Київ, 2007. – № 2. – С. 45-52.
114. Новицький В. Україна – ЄС: Напрями розвитку науково-технічного партнерства / В. Новицький, В. Марущак // Міжнародна інтеграція та інформаційне суспільство: матеріали міжнар. наук.-практ. конф., (Київ, 20 жовт. 2005 р.) / відп. Ред. В. Є. Новицький. – К.: Наук.-досл. ін-т міжн. відносин НАУ, 2005. – С. 3–9.
115. Обґрунтування методологічних підходів до оцінки стійкості фінансової системи: інформ.-аналіт. матеріали. Вип. 6 / [С. В. Науменкова, Р. С. Лисенко, Д. С. Попов та ін.]. – К.: Нац. банк України. Центр наук. досліджень, 2006. – 162 с.
116. Оконджо-Івеала Н. Зростання цін на продукти харчування в усьому світі і в Україні / Н. Оконджо-Івеала // Дзеркало тижня. – 2008. – 17 травня. № 18 (697). – С. 10.
117. Осипов Ю. М. Теория хозяйства: уч. в 3 т. / Ю. М. Осипов. – М., 1997. – Т. II. – 1997. – 781 с.

118. Основи економічної теорії: політико-економічний аспект / Підручник голов. ред. Г.Н.Клишко 5-те доповнен і виправлене вид. – К.: Знання-Прес., 2004. – 635.
119. Основные показатели украинских банков на 01.04.2008 г. // Деловая столица. – 2008. – 12 мая. № 19 (365). – С. 11.
120. Охрімемко О. Корпоративні облигації в умовах нестабільності на фінансовому ринку України / О. Охрімемко // Цінні папери України. – 2005. – № 56. – С. 12–15.
121. Пахомов Ю. Экономический кризис: украинский вариант / Ю. Пахомов, С. Пахомов // Общество и экономика: международный научный и общественно-политический журнал / Международная ассоциация академий наук. – Москва, 2009. – № 3. – С. 63-72. , с. 43.
122. Перспективи поглиблення вільної торгівлі між Європейським Союзом та Україною / Центр європейських політичних досліджень (CEPS), Ін-т світ. економіки (IFW), Міжн. центр перспективних досліджень (МЦПД). – Брюссель, Кіль, К., 2006. – 16 лютого. – 69 с.
123. Перспективы развития мировой экономики // МВФ: обзоры мировой экономики и финансов. – 2005. – Сентябрь. – 197 с.
124. Плотников А. В. Финансово-экономические отношения в рыночной экономике / Алексей Витальевич Плотников. – К.: Мира, 1992. – 228 с.
125. Плотніков О. В. Проблеми оптимізації взаємовідносин України з міжнародними фінансовими організаціями / О. В. Плотніков // Актуальні проблеми міжнародних відносин: зб. наук. праць. – К.: Київський нац. ун-т імені Тараса Шевченка. Ін-т міжн. відносин, 2004. – Вип. 46. Ч. I. – С. 21–25.
126. Подколзина И. Создание ЭВС актуализировало ряд проблем европейского экономического развития / И. Подколзина // Мировая экономика и международные отношения. – 2005. – № 5. – С. 10–11.
127. Порошенко П. Мы находимся на пике кризиса / П. Порошенко // Экономические известия. – 2007. – 21 декабря. № 728. – С. 7.
128. Портер М. Конкуренция. – М.: Вильямс. – 608 с., с. 377.
129. Потемкин А. Роль банковской системы и фондового рынка в финансировании реального сектора / А. Потемкин // Рынок ценных бумаг. – 2005. – № 14 (293). – С. 16–20.
130. Райсберг Б.А. Современный экономический словарь / Райсберг Б. А., Лозовский Л. Ш, Стародубцева Е. Б. – М.: ИНФРА-М, 1996.

131. Рогач О. Міжнародні інвестиції: теорія та практика бізнесу транснаціональних корпорацій / Олександр Рогач. – К.: Либідь, 2005. – 720 с.
132. Рогач О.І. Глобалізація світових фінансів / О.І. Рогач // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка / Київський національний університет імені Тараса Шевченка. – К.: 2002. - С.39-43.
133. Рогач О.І. Транснаціональні корпорації в світовій економіці: монографія / О.І.Рогач // Київський національний ун-т ім. Тараса Шевченка. - К.: ВПЦ «Київський університет», 2005. – 176 с.
134. Рогач Ф. І. Щодо цілей валютно-курсowego регулювання в Україні / Ф. І. Рогач // Економіст. – 2008. – № 1 (255). – С. 25–27.
135. Рубцов Б. Б. Мировые рынки ценных бумаг / Б. Б. Рубцов. – М.: Экзамен, 2002.
136. Руденко В. Все нормально – падаю // Контракти. – 2008. – №21(836). – С.6.
137. Рябкова Д. Євросоюз: перезагрузка // Інвест-газета. – 2007. – 24–30 декабря. № 50. – С. 22–25.
138. Савлук М. І. Міжнародні розрахунки та валютні операції : навч. посіб. / [Савлук М. І. та ін.]. – К. : КНЕУ, 2002. – 392 с.
139. Савченко А. Наш деловой цикл ближе к Европе / А. Савченко // Экономические известия. – 2007. – 5 декабря. № 712. – С. 7.
140. Семикова П. Банковские инновации и новый банковский продукт / П. Семикова // Банковские технологии. – 2002. – № 11. – С. 42–47.
141. Синцеров Л. Длинные волны глобальной интеграции / Л. Синцеров // Мировая экономика и международные отношения. – 2000. – №5. – С. 56–64.
142. Сіденко В. Р. Проблеми торговельного режиму в контексті вступу до Світової організації торгівлі / В. Р. Сіденко // Матеріали ІХ міжн. наук.-теорет. конф. [«Формування торговельних режимів у перехідних економіках в умовах глобалізації (приклад України)»]. (Київ, 25–26 жлвт. 2001 р.) / Київський нац. ун-т імені Тараса Шевченка, Ін-т міжн. відносин / наук. ред. О. І. Шнирков. – К.: КНУ, 2001. – С. 111–114.
143. Сколотяний Ю. Банківська система: традиції, проблеми, амбіції / Ю. Сколотяний, Н. Яценко // Дзеркало тижня. – 2006. – 20 травня. № 19 (598). – С. 1, 8–9.
144. Сколотяний Ю. Опасения иностранной экспансии зачастую основываются на старых страшилках / Ю. Сколотяный, Б.

- Тимонькин // Зеркало недели. – 2007. – 14–20 июля. № 27 (656). – С. 1,8.
145. Снежко Е. Дерево возможного кризиса в 2010 году / Е. Снежко // Инвест-газета. – 2010. – (22-31.01.2010) – С. 6–7.
146. Снежко Е. На валютном поводке / Е. Снежко // Инвест-газета. – 2006. – (11 17.12) – С. 19–21.
147. Сорос Дж. Криза глобального капіталізму (Відкрите суспільство під загрозою) / Джордж Сорос; [пер. з англ. Р. Ткачук, А. Фролкін]. – К.: Основи. – 1999. – 259 с.
148. Сорос Дж. Новая глобальная финансовая архитектура / Дж. Сорос // Вопросы экономики. – 2000. – № 12. – С. 56–84.
149. Спільний європейський економічний простір: гармонізація мегарегіональних суперечностей: монографія / [за заг. ред. Д. Г. Лук'яненка, В. І. Чужикова]. – К.: КНЕУ, 2007. – 544 с.
150. Статистичний щорічник України за 2007 рік. Офіційне видання. – Держкомстат України [за ред. О.Г.Осауленка.] – К.: ДП «Інфограмаційно-аналітичне агентство» 2008. – 572 с.
151. Статистичний щорічник України за 2008 рік. Офіційне видання. – Держкомстат України [за ред. О.Г.Осауленка.] – К.: ДП «Інфограмаційно-аналітичне агентство, 2009. – 566 с.;
152. Стратегії економічного розвитку в умовах глобалізації: монографія / [за ред. Д. Г. Лук'яненка]. – К.: КНЕУ, 2001. – 538 с.
153. Тарасевич В. Про цивілізаційні передумови інтеграційної політики / В. Тарасевич, В. Лебедева // Економіка України. – 2006. – № 3. – С. 47–54.
154. Терещенко Г. М. Проблеми становлення та напрями удосконалення функціонування ринку цінних паперів в Україні / Г. М. Терещенко // Фінанси України. – 2006. – № 7. – С. 97–104.
155. Третяк І. О. Створення передумов економічного зростання в Україні / І. О. Третяк // Економіст. – 2005. – № 5. – С. 30–33.
156. Україна – Європейський Союз: економіка, політика, право / О.І. Шнирков, В.В. Копійка, В.І. Муравйов. - К.: ВПЦ «Київський ун-т», 2006. - 268с.
157. Філіпенко А. Зовнішні запозичення України: доцільність отримання, ефективність використання / А. Філіпенко // Економічний часопис-21: науковий журнал / Ін-т трансформації суспільства. – Київ, 2009. - № 3/4. - С.6-7. , с. 7.
158. Філіпенко А. Інтеграційні пріоритети України / А. Філіпенко // Євроатлантикінформ: науково-аналітичний бюлетень Національного центру з питань євроатлантичної інтеграції України. – Київ, 2007. – № 5. – С. 33-34.

159. Філіпенко А. С. Економічний розвиток сучасної цивілізації: [навч. посіб.] / Антон Сергійович Філіпенко. – К.: «Знання», 2000. – 174 с.
160. Філіпенко А. С. Економічний розвиток. Європейський контекст / Антон Сергійович Філіпенко. – К.: Знання України, 2001. – 120 с.
161. Філіпенко А. С. Економічні стратегіями України: дискусія інтелектуалів / А. С. Філіпенко, Ю. Д. Сивашов. – К.: Либідь, 1998. – 272 с.
162. Філіпенко А.С. Міжнародні економічні відносини теорія: підручник. / А.С.Філіпенко. - К.: Либідь, 2008. – 408 с.
163. Фінансовий департамент МВФ. Глобальная экономика на общее благо. Годовой отчет 2007. – МВФ, 2007.
164. Хомайко Є. Особливості сучасної валютної інтеграції в світі (аналіз теоретичної моделі Т.Бейомі / Є. Хомайко // Міжнародна інтеграція та інформаційне суспільство : матеріали міжнар. наук.-практ. конф. (Київ, 20 жовт. 2005 р.) / відп. Ред. В. Є. Новицький. – К.: Наук.-досл. ін-т міжн. відносин НАУ, 2005. – С. 31–33.
165. Хомякова Л. Роль Европейского центрального банка в создании единой платежной системы ЕС / Л. Хомякова // Валютный спекулянт. – 2003. – № 4 (95). – С. 29–31.
166. Хорошковський В.І. Співробітництво України з міжнародними фінансовими організаціями: еволюція, теорія, практика: Монографія. — К.: Інформаційно-видавничий центр «Інтелект», 2002. — 428 с.
167. Циганов С.А, Генезис банківських систем з транзитивною економікою: структурно-функціональний аналіз / С.А.Циганов. – К.: Академ-Прес., 2006. – 412 с.
168. Чухно А.А. Актуальні проблеми стратегії економічного та соціального розвитку // Економіка України. – 2004. - №4. – С. 15-16.
169. Чухно А.А. Становлення парадигми економічної теорії / твори у 4-х томах [т. 3.] - К.: НАН України, 2007. – 566 с.
170. Шаров О. Деякі уроки валютної кризи / О. Шаров // Валютно-фінансові проблеми ринкової трансформації (приклад України): матеріали міжнар. наук.-практ. конф. (Київ, 19-20 лист. 1998 р.) / відп. Ред. А. С. Філіпенко. – К.: Київський нац. ун-т імені Тараса Шевченка. Ін-т міжн. відносин. «Діалог прес», 1998. – С. 271–274.
171. Шаров О. Фінансова система у контексті глобалізації інвестиційних процесів / О. Шаров // Фінансовий ринок України. – 2007. – № 5–6. – С. 26–27.

172. Шкарпова О. Ставка більша за життя / О. Шкарпова // *Контракти*. – 2008. – № 20 (835). – С. 22–26.
173. Шнирков О. І. ЄС та соціально-економічне зближення в Європі / О. І. Шнирков // *Актуальні проблеми міжнародних відносин* : зб. наук. праць. – К.: Київський нац. ун-т імені Тараса Шевченка. Ін-т міжн. відносин, 2003. – Вип. 41. Ч. I. – С. 172–179.
174. Шюрманн К., Ярош Д. Долговая лавина // *Инвест-газета*. – 2010. – (25-31.01.2010) – С. 14–20.
175. Энг Максимо В. Мировые финансы / Энг Максимо В., Лис Френсис А., Мауер Лоренс Дж.; пер. с англ. – М.: ООО Изд. консалтинговая компания «ДеКА», 1998. – 768 с.
176. Agiomirgianakis G. European Integration / Agiomirgianakis G., Argiros G., Zervoyianni A. – Palgrave Macmillan, 2006. – 288 p.
177. Ash T., Ahmad I., Dwor Frecaut D. Local Markets Strategy: Predicting Sovereign Debt Crises // *Research Recommendations*. – UK.: The Royal Bank of Scotland - 25 June 2009. – 14 pp.
178. Aslund A. How Capitalism Was Built: The Transformation of Central and Eastern Europe, Russia, and Central Asia / A. Aslund. – Cambridge University Press, 2007. – 384 p.
179. Auernheimer L. International Financial Markets: The Challenge of Globalization / L. Auernheimer. – University of Chicago Press, 2003. – 336 p.
180. Bagehot W. Lombard street: A description of the money market / W. Bagehot. – New-York: E. P. Dutton and Company, 1920.
181. Bairoch P. Globalization Myths and Realities: One Century of External Trade and Foreign Investment / P. Bairoch // *States Against Markets: The Limits of Globalization* / Edited by R. Boyer, D. Drache L. – N.Y., 1996. – p. 189.
182. Balassa Bela. The Theory of Economic Integration / Bela Balassa. – Homewood. III, Richard D. Irwin., Inc., 1961.
183. Barahas A. Dollarization of Liabilities: Beyond the usual Suspects / A. Barahas, A. Morales // *IMF Working Paper* № 11 2003.
184. Barisitz S. Banking in Central and Eastern Europe 1980-2006. From Communism to Capitalism / S. Barisitz. – Routledge, 2007. – 224 p.
185. Berglof E. The Great Devide and Beyond: Financial Architecture in Transition / E. Berglof, P. Bolton // *Journal of Economic perspectives*. – 2002. – No 1. Vol. 16. – P. 77–100.
186. Bhagwati J. The Capital Myth / J. Bhagwati // *Foreign Affairs*. – 1998. – May/June.

-
187. Bibow J. *Euroland and the World Economy. Global Player or Global Drag?* / J. Bibow, A. Terzi. – Palgrave Macmillan, 2007. – 296 p.
 188. Binswanger M. *Die verschiedenen Rollen des Finanzsektors in der Wirtschaftlichen Entwicklung* / M. Binswanger // *Fachhochschule Solothum Njrdwestschweiz.* – 1999. – Discussion paper № 99-02.
 189. *Blase aller Blassen* // *Der Spiegel.* – 1999. – № 52. – S. 109.
 190. Bruha J. *Transition economy convergence in a two-country model – implications for monetary integration* / J. Bruha, J. Podpiera. – European Central Bank, 2007. – 61 p.
 191. Chase-Dunn Ch. *Global Formation. Structures of the World Economy* / Ch. Chase-Dunn. – Oxford, 1989.
 192. Clark E. *International Finance* / E. Clark. – Second Ed. – L.: Thompson, 2002. – 115 p.
 193. Cohen Benjamin J. *The Future of Money* / Benjamin J. Cohen. – Princeton University Press, 2006. – 320 p.
 194. Collins S. *Economic Growth in East Asia: Accumulation Versus Assimilation* / Susan Collins, Barry Bosworth // *Brookings Papers on Economic Activity.* – 1996. – № 2. – P. 135–191.
 195. Danielsson J., Embrecht P., Goodhart C., Keating C., Muennich F., Renault O. and Shin H.S. *An academic response to Basel II* // *Special Paper London School of Economics Financial Markets Group.* – 2001 – N 130.
 196. Deinger K. *A New Data Set Measuring Income Inequality* / Klaus Deinger, Squire Lyn // *The World Bank Economic Review.* – 1996. – September. – P. 565–591.
 197. Di Mauro F. *The External Dimension of the Euro Area Assessing the Linkages* / F. Di Mauro, R. Anderton. – Cambridge University Press, 2007. – 226 p.
 198. Doerig H.-U. *Universalbank-Banktypus der Zukunft. Vorwärts-und Überlebensstrategien für Europas Finanzdienstleister* / Hans-Ulrich von Doerig. – Bern, 1997.
 199. Easterly W. *How Much Do Distortions Affect Growth?* / William. Easterly // *Journal of Monetary Economics.* – 1993. – № 32 (2). – P. 187–212.
 200. Edison H., Levine R., Ricci L., Slok T. *International financial integration and economic growth* // *NBER Working Paper.* – 2002. – Xs 9164. – 38 p.; Obstfeld M. *The global capital market: benefactor or menace?* // *Journal of economic perspectives.* – 1998. – Vol. 12. – Pp.9 – 30.

-
201. Edwards S. Preventing Currency Crises in Emerging Markets / S. Edwards, Jeffrey A. Frankel. – University of Chicago Press, 2002. – 720 p.
 202. Eichengreen Barry. The EMS Crises in Retrospect // Working Paper National Bureau of Economic Research. Cambridge, MA. – 2000. - №8035. – December. – 63 p.
 203. Eun Ch. International Financial Management / Ch. Eun, B. Resnick. – Irvin: McGraw-Hill, 1998. –10 p.
 204. Feensta R. Foreign Investments, Outsourcing and Relative Wages / R. Feensta, G. Hanson // The Political Economy of Trade Policy: Papers in Honor of Jagdish Bhagwati [ed. R.Feenstra, G.Grossman and D.Irwin]. – Cambridge, MA: MIT Press, 1996.
 205. Goldstein M. Coping with Too Much of a Good Thing: Policy Responses for Large Capital Inflows to Developing Countries / M. Goldstein: The World Bank Policy Research Working Paper. – 1998. – September. – 3 p.
 206. Grossack Irvin M. The International Economy and Nation Interest / Irvin M. Grossack. – L.: Indiana University Press, 1979.
 207. International Capital Markets, Developments, Prospects, and Key Policy Issues. – Wash.: IMF, 2001. – August. –20 p.
 208. International Capital Markets. Developments, Prospects, and Key Policy Issues. – Wash.: IMF, 2000. – September. – 17 p.
 209. Keynes J. The process of capital formation / J. Keynes // The Economic Journal. – 1939. – № 49. – P. 569–574.
 210. Kothari Rajna. Poverty. Human Consciousness and the Amnesia of Development / Rajna Kothari. – L. : New Jersey Zed Books, 1993.
 211. Krugman P. The Return of Depression Economics / P. Krugman. – N. Y., 1999.
 212. Kuznets S. Quantitative Aspects of Economic Growth of Nations: X-Levels and Structure of Foreign Trade / S. Kuznets // Economic Development and Cultural Change. Part II. – 1967. – January.
 213. Levine R. and Renelt D. Sensitivity Analysis of Cross-Country Growth Regressions / R. Levine, D. Renelt // American Economic Review. – 1992. – September. – P. 942–963.
 214. Levine R. International financial liberalization and economic growth / R. Levine // Review of International Economics. – 2001. – N 9. – P. 688–702.
 215. Levitt T. / T. Levitt // Harvard Business Review. – 1983. – P. 18

-
216. Lewis A. The Rate of Growth of World Trade, 1830-1973 / A. Lewis // *The World Economic Order. Past and Prospects.* – L., 1981. – P. 11–74.
 217. Lora E. Structural Reforms and Equity / E. Lora, Juan L. Londono // *Beyond Trade-Offs: Market Reform and Equitable Growth in Latin America* [ed. N. Birdsall, C. Graham, and R. H. Sabot.]. – Washington, DC: Brookings Institution Press, 1998.
 218. Mauro, Sussman, and Yafeh, 2006 // *Финансы и развитие.* – 2007. – Декабрь. – С. 29
 219. Melvin M. The Dollanzation of Latin America as a Market-Enforced. Monetary Reform: Evidence and Implications / M. Melvin // *Economic Development and Cultural Change.* – 1998. – Nk 3. Vol. 36. – P. 543–558.
 220. Neal L. The Economics of Europe and the European Union / L. Neal. – Cambridge University Press, 2007. – 430 p.
 221. O'Brien R. Global Financial Integration. The End of Geography / R. O'Brien. – L., 1992. – P. 5.
 222. Ocampo Jose A. Regional Financial Cooperation / Jose A. Ocampo // *Institution Press and Economic Commission For Latin America Caribbean*, 2006. – 375 p.
 223. OECD. Institutional Investors Statistical Yearbook 1998, 1999. – OECD.
 224. Ohmae K. The Invisible Continent. Four Strategic Imperatives of the New Economy / K. Ohmae. – N.Y., 2000.
 225. Panly L. W. Capital Mobility, State Autonomy and Political Legitimacy / Lous W. Panly // *Journal of International Affairs.* – № 48.
 226. Plasmans J. Dynamic Modeling of Monetary And Fiscal Cooperation Among Nations / [J. Plasmans, Aarle B Van, Bartolomeo G. Di, J. Engwerda, T. Michalak]. – Springer Verlag, 2006. – 319 p.
 227. Progress in Strengthening the Architecture of the International Financial System: Facts. – [Электронный ресурс] – 2000. – March 30. – Режим доступа: imf.org/external/up/exr/facts/arcguide.htm.
 228. Quentin P. Ukraine and Belarus Show Limits of EU Influence / Peel Quentin // *Financial Times.* – 2006. – March 28. – P. 2.
 229. Ramonet I. Géopolitique du Chaos / Ignacio Ramonet. – Paris: «Galilée», 1997. – 163 p.
 230. Righter R. Utopia Lost, the United Nations and World Order / R. Righter. – N.Y.: Twentieth Century Fund, 1995.

-
231. Ritzen Jo. On 'Good' Politicians and 'Bad' Policies: Social Cohesion, Institutions, and Growth/Ritzen Jo, William Easterly and Michael Woolcock // Policy Research Working Paper. – No. 2448. – WBk, 2000.
 232. Rodrik D. The New Global Economy and Developing Countries: Making Openness Work / Dani Rodrik // Policy essay № 24. – Washington D. C.: Overseas Development Council, 1999.
 233. Rose Peter S. Money and Capital Markets / Peter S. Rose. – Third Edition. – Boston, 1989.
 234. Rostow W.W. The Stages of economic growth: A. Non Communist Manifesto / W.W. Rostow. – L., 1960.
 235. Ruffini Pierre B. Corporate strategies in the age of regional integration / Pierre B. Ruffini, J.-Kil Kim. – Edward Elgar Publishing, 2007. – 315 p.
 236. Sachs J. Global Capitalism: Making it Work / J. Sachs // The Economist. – 1998. – September 12.
 237. Safeguarding Prosperity in a Global Financial System : Report of an Independent Task Force [Sponsored by the Council on Foreign Relations]. – Published by the Institute for International Economics, 1999.
 238. Sapir A. Fragmented Power: Europe and the Global Economy / A. Sapir. – The Bruegel Insitute, 2007. – 331 p.
 239. Soros G. Open Society. Reforming Global Capitalism / G. Soros. – Chapter 10: A New Global Financial Architecture. – New York, Public Affairs, 2000.
 240. Taras Kuzio. Is Ukraine Part of Europe's Future? [Електронний ресурс] / Taras Kuzio. – The Washington Quarterly. – 2006. – Summer. – P. 20. – Режим доступу до журн.: http://www.taraskuzio.net/journals/pdf/international-eu_ukraine.pdf
 241. The Globalization of Industry: 2 implications for Developing Countries beyond 2000 – UNIDO. – Vienna. – 1996. – December.
 242. ThieBen, Ulrich. Zum wirtschaftspolitischen Reformschritt der Ukraine und zur Konditionalitat der westlichen Hilfe / Ulrich ThieBen. // Deutsches Institut fur Winschaftsforschung / DIW - Diskussionspapier Nr. 192. – Berlin, 2000.
 243. Townsend M. The Euro and Economic and Monetary Union / M. Townsend. – John Harper Publishing, 2006. – 300 p.
 244. Transition. Report 2006: Finance in Transition . – L.: EBRD European Bank for Reconstruction and Development, 2006. – 22 p.
 245. Timmermann H. Die euro - atlantischen Integration sprozesse / H. Timmermann. – Koln, 1997. – 3 p.

-
246. Winfrid Blaschke. Stress testing of Financial System: an overview of issues, methodologies, and FSAP experiences / Winfrid Blaschke, Matthew T. Jones, Giovanni Majnoni. – IMF, 2001. – 57 p.
 247. Wood A. Openness and Wage Inequality in Developing Countries: The Latin American Challenge to Easy Asian Wisdom / Adrian Wood // The World Bank Economic Review. – 1997. – January, 11 (1). – p. 33–57.
 248. World Bank: Global Development Finance 2006: The Development Potential of Surging Capital Flows//World Bank Publications, 2006. – 600 p.
 249. World Bank: Global Development Finance 2009: The Charting a Global Recovery // World Bank Publications, 2009. – 170 p.
 250. World Development Report. – The World Bank, 1998.
 251. World Economic Outlook. – Wash.: IMF, 1993. – October. – 161 p.
 252. World Economic Outlook. – Wash.: IMF, 1997. – October. – 207 p.
 253. World Economic Outlook. – Wash.: IMF, 1997. – October. – 221 p.
 254. World Economic Outlook. – Wash.: IMF, 2000. – October. – 223 p.
 255. Young A. The Tyranny of Numbers: Confronting The Statistical Realities of the East Asian Growth Experience / Alwin Young // Quarterly Journal of Economics, CX(3). – 1995. – August. – P. 641– 680.
 256. www.adrbny.com [Електронний ресурс].
 257. www.bank.gov.ua офіційний сайт Національного банку України Статистика НБУ [Електронний ресурс].
 258. www.bin.com.ua [Електронний ресурс].
 259. www.cbonds.com.ua [Електронний ресурс].
 260. www.cbr.ru офіційний сайт Центрального банку Російської Федерації [Електронний ресурс].
 261. www.credit-rating.com.ua [Електронний ресурс].
 262. www.ebrd.com офіційний сайт Європейського банку реконструкції і розвитку [Електронний ресурс].
 263. www.kommersant.ua [Електронний ресурс].
 264. www.pfts.com.ua [Електронний ресурс].
 265. www.rada.gov.ua офіційний сайт Верховної Ради України [Електронний ресурс].
 266. www.ukrstat.gov.ua офіційний сайт Держкомстату України [Електронний ресурс].
 267. www.weforum.org офіційний сайт Світового економічного форуму [Електронний ресурс].

Атаманюк Юрій Анатолійович
кандидат економічних наук
Народився 5 травня 1974 р.

В 1996 році закінчив Вінницький державний педагогічний інститут за спеціальністю математика та фізика, у 1999 році закінчив Київський національний торговельно-економічний університет за спеціальністю «Фінанси і кредит», у 2005 році закінчив Інститут міжнародних відносин Київського національного університету імені Тараса Шевченка за спеціальністю «Міжнародне право». У 2008 р. захистив дисертацію «Формування валютно-фінансових відносин України з Європейським Союзом» на ступінь кандидата економічних наук.

Працює у податковій міліції Державної податкової адміністрації України у м. Києві, державний радник Податкової служби України III рангу. Заслужений економіст України.

Основними напрямками наукових досліджень є міжнародний рух капіталу, інвестиційний імідж, оподаткування іноземних інвестицій, контроль з рухом фінансових потоків.



Ю.А. Атаманюк

**Геоeкономічний вимір
валютно-фінансових
відносин України в умовах
виходу з системної кризи**

(Українською мовою)

ISBN 978-966-852-80-7

Підписано до друку 7.04.2010 р. Формат 60x90 1/16
Гарнітура «SchoolBookC». Папір офсетний 65 г/м²

Умов. друк. арк. 13
Тираж 500 примірників
Замовлення № 20-107К



Віддруковано в ТОВ «Новий друк»
02660, м. Київ, вул. Магнітогорська, 1
Тел. (044) 536-15-26