

**МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ  
ДОНЕЦЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ  
ІМЕНІ ВАСИЛЯ СТУСА**

**О. О. БОРЗЕНКО**

**СТРУКТУРНІ ДЕФОРМАЦІЇ НА СВІТОВИХ  
ФІНАНСОВИХ РИНКАХ  
ПІСЛЯ 90-х РОКІВ ХХ СТОЛІТТЯ**

**МОНОГРАФІЯ**

Вінниця  
ДонНУ імені Василя Стуса

2019

УДК 339.7:336.02(477) (043.5)

Б – 82

*Рекомендовано до друку Вченою радою  
Донецького національного університету імені Василя Стуса  
(Протокол №12 від 01 липня 2019 р.)*

**Рецензенти:**

**О. Г. Білорус** – головний науковий співробітник відділу економічної теорії ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України», академік НАН України, заслужений діяч науки і техніки України, доктор економічних наук, професор;

**Д. Г. Лук'яненко** – ректор Київського національного економічного університету імені Вадима Гетьмана, заслужений діяч науки і техніки України, доктор економічних наук, професор;

**О. В. Булатова** – перший проректор Маріупольського державного університету, доктор економічних наук, професор.

**Борзенко О. О.**

**Б – 82 Структурні деформації на світових фінансових ринках після 1990-х років:** монографія. – Вінниця: ТОВ «ТВОРИ», 2019. – 448 с.

ISBN 978-966-949-169-5

Монографію присвячено методології та методикам кількісного розрахунку системних взаємозв'язків між факторними, товарними і фінансовими ринками, особливо, для побудови відповідних економіко-математичних моделей. Надано рекомендації практичного застосування таких моделей в аналізі вітчизняних та світових фондових ринків. Проведений факторний аналіз взаємозв'язку між сегментами фондових ринків, їх залежності, зокрема, від геополітичних та безпекових чинників.

Для науковців, викладачів, аспірантів, студентів, усіх, хто цікавиться проблемами сучасного міжнародного економічного розвитку.

УДК 339.7:336.02(477) (043.5)

© Борзенко О. О., 2019

© ДонНУ імені Василя Стуса, 2019

© ТОВ «ТВОРИ», 2019

ISBN 978-966-949-169-5

## ЗМІСТ

ВСТУП.....	4
РОЗДІЛ 1 КОНЦЕПТУАЛЬНІ ЗАСАДИ СТАНОВЛЕННЯ ТА РОЗВИТКУ ГЕОЕКОНОМІЧНОГО ПРОСТОРУ.....	6
1.1. Геоекономічні імперативи та асиметрії розвитку світової економіки .....	6
1.2. Структурно-цілісна характеристика сучасного економічного простору .....	24
1.3. Теоретичні підходи та практики ринкової адаптації економіки .....	43
РОЗДІЛ 2 МЕТОДОЛОГІЯ ДОСЛІДЖЕННЯ ФІНАНСОВИХ РИНКІВ .....	56
2.1. Еволюція моделей функціонування фінансового ринку.....	56
2.2. Тенденції та закономірності розвитку світового фінансового ринку.....	83
2.3. Багаторівнева інтеграція фінансових ринків, що розвиваються.....	110
РОЗДІЛ 3 ФОРМУВАННЯ ТА ГЕОЕКОНОМІЧНИЙ ХАРАКТЕР ІМПЕРАТИВІВ ФУНКЦІОНУВАННЯ ФІНАНСОВИХ РИНКІВ .....	137
3.1. Глобальна корпоратизація і регіональна локалізація фінансових ринків .....	137
3.2. Віртуалізація фінансових операцій на глобальних ринках.....	163
3.3. Циклічна кризовість та турбулентність глобального фінансового середовища.....	193
3.4. Інституційно-просторовий формат організації фінансових ринків .....	216
3.5. Геофінансова складова сталого безпечного розвитку .....	243
РОЗДІЛ 4 ГЕОЕКОНОМІЧНИЙ ВИМІР РЕГУЛЮВАННЯ ФІНАНСОВИХ РИНКІВ .....	256
4.1. Регулятивні механізми функціонування фінансових ринків та їх глобальна трансформація .....	256
4.2. Стабілізаційна політика міжнародних фінансових організацій .....	272
4.3. Боргова політика в новій фінансовій конфігурації .....	291
4.4. Вплив фінансово-економічної допомоги на розвиток фінансових ринків, що розвиваються (на прикладі України).....	301
РОЗДІЛ 5 ГЕОЕКОНОМІЧНИЙ КОНЦЕПТ ПРОГНОСТИЧНОГО МОДЕЛЮВАННЯ ФІНАНСОВИХ РИНКІВ .....	314
5.1. Основні принципи та підходи моделювання фінансових ринків.....	314
5.2. Моделювання глобальних фінансових ринків.....	325
5.3. Геоекономічна стратегія розвитку фінансового ринку України .....	362
ПІСЛЯМОВА.....	373
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ .....	379
ДОДАТКИ .....	434

## **ВСТУП**

У сучасному геополітичному просторі відбуваються кардинальні зміни, що якісно видозмінюють диспозицію країн і регіонів світу під впливом науково-технологічного, інформаційного, організаційного і соціального процесу. Формуються нові тенденції і закономірності у всіх сферах багатолікої ринкової економіки, однак найбільш значним феноменом кінця ХХ – початку ХХІ століття став фінансовий глобалізм. Саме у переплетенні геоекономічних і фінансових проблем розвитку найбільш яскраво проявляються як позитивні, так і негативні наслідки глобалізації, коли прискорена динаміка економічного розвитку супроводжується поглибленням міжсекторальних та міжкраїнових протиріч, структурними диспропорціями і асиметріями у процесі транснаціоналізації, регіоналізації і регуляторної інституціоналізації.

У цьому контексті дослідження геоекономічних імперативів функціонування фінансових ринків у концепті їх системного аналізу і прогностичного моделювання є актуальною проблемою.

В останні десятиріччя теоретичні та практичні проблеми геоекономіки та глобалістики досліджено у працях зарубіжних науковців: Л. Абалкіна, М. Алле, У. Андерсона, А. Анікіна, Дж. Акерлофа, Дж. Аррігі, Д. Белла, У. Бека, З. Бжезинського, І. Валлерстайна, Л. Галіца, Дж. Гелбрейта, Е. Гідденса, М. Головнина, П. Друкера, А. Кавкіна, М. Кастельса, Д. Кейнса, Л. Красавіної, В. Круглова, Т. Левітта, Б. Літера, А. Маршалла, Т. Мена, Д. Михайлова, С. Моїсєва, Дж. Модельскі, К. Оме, А. Ослунда, К. Пензіна, І. Пригожина, К. Поланьї, П. Ратленда, Д. Розенау, Дж. Сакса, А. Сміта, Дж. Стігліца, І. Стенгерса, Дж. Тобіна, Дж. Томпсона, Р. Тулдера, Л. Туроу, М. Уотерса, А. Фельдмана, Ф. Фукуями, Д. Харві, Д. Хелда, Л. Чалдаєва, М. Чекулаїв, Ю. Шишкова, Р. Шіллера, І. Юдіна, а також вітчизняних учених: В. Базилевича, О. Білоруса, В. Будкіна, В. Вергуна, О. Власюка, А. Гальчинського, В. Гейця, П. Єщенка, Р. Заблоцької, Б. Кваснюка, Д. Лук'яненка, Ю. Макогона, А. Мокія, С. Мочерного, В. Новицького, Ю. Пахомова, А. Філіпенка, В. Федосова, А. Чухна та ін. Питання функціонування фінансових ринків в умовах геоекономічних змін досліджуються в наукових працях: О. Барановського, С. Боринця, І. Бураковського, Б. Івасіва, В. Корнєєва, З. Луцишин, А. Мертенса, О. Мороза,

О. Мозгового, О. Плотнікова, А. Пересади, Л. Руденко-Сударевої, О. Рогача, М. Савлука, О.Сніжко, В.Суторміної, Т. Фролової, С. Якубовського та ін.

Разом з тим, практично відсутні комплексні дослідження зростаючого впливу гео економічних імперативів на функціонування фінансових ринків. У цьому контексті недостатньо ідентифіковано фактори впливу глобального фінансового середовища на валютно-фінансову сферу країн, що розвиваються, в умовах багаторівневої інтеграції фінансових ринків. Також у процесі переходу циклічної кризовості у турбулентний стан глобального фінансового середовища постає необхідність удосконалення інституційно-просторового формату організації фінансових ринків.

Актуальними залишаються дослідження у напрямі розробки методології та методик кількісного розрахунку системних взаємозв'язків між факторними, товарними і фінансовими ринками, особливо, коли виникає необхідність побудови відповідних економіко-математичних моделей, причому залишаються недостатньо обґрунтованими рекомендації практичного застосування таких моделей в аналізі вітчизняних та світових фондових ринків. Мало уваги приділялось факторному аналізу взаємозв'язку між сегментами фондових ринків, їх залежності, зокрема, від геополітичних та безпекових чинників.

Таким чином, необхідність подальшого дослідження актуальних проблем гео економічного виміру регулювання фінансових ринків та їх моделювання обумовили вибір теми дисертаційної роботи та визначили її мету, завдання та змістовну спрямованість.

# РОЗДІЛ 1

## КОНЦЕПТУАЛЬНІ ЗАСАДИ СТАНОВЛЕННЯ ТА РОЗВИТКУ ГЕОЕКОНОМІЧНОГО ПРОСТОРУ

*Світ сильний, як вода  
(прислів'я)*

### 1.1. Геоекономічні імперативи та асиметрії розвитку світової економіки

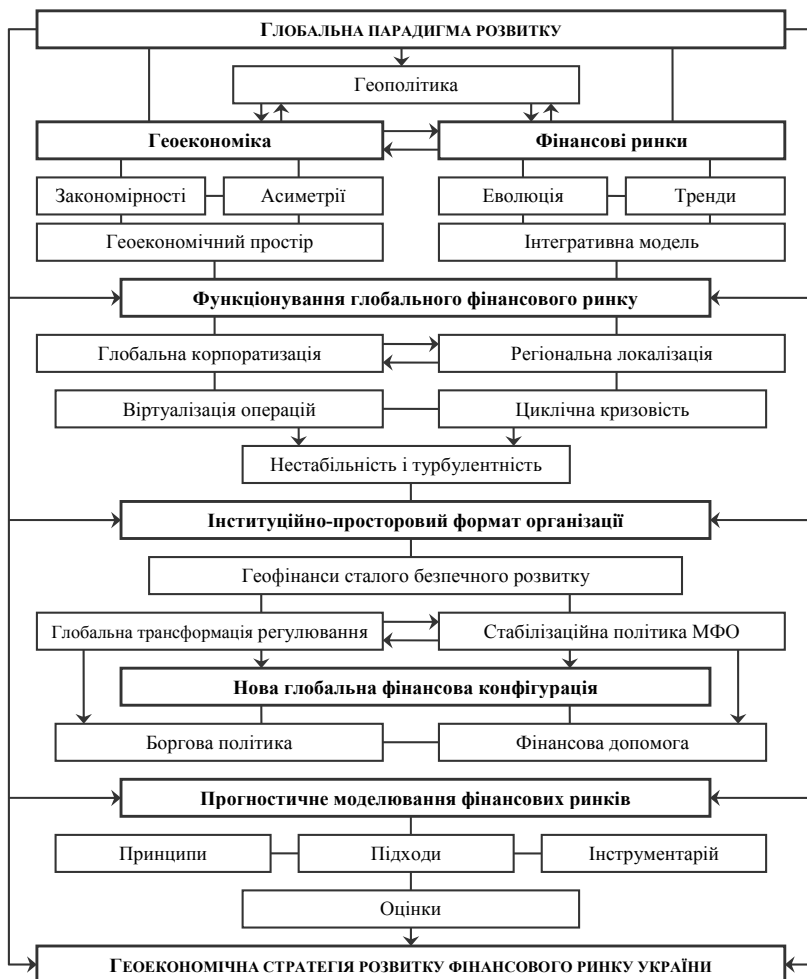


Рис. 1. Логіка змін на сітовому фінансовому ринку

Сутність терміну «геоекономічний простір» розкривається у концепції геоекономіки, яка набула свого поширення на межі тисячоліть як окремий напрям суміжних наук – економічної теорії, міжнародної економіки, міжнародних відносин, глобалістики тощо. Основні поняття геоекономіки як напряму економічної теорії характеризуються неоднозначністю трактувань прихильниками певної «наукової школи» (американської, західноєвропейської, російської та вітчизняної). Серед основних напрямів досліджень можна виокремити [1–21]:

- географічний імператив, що визначається органічним зв'язком економіки й простору, урахуванням кліматичних і природних особливостей розвитку, ресурсного потенціалу на форми й закономірності господарської діяльності;

- зрушення дій експансивного характеру із сфери військово-політичної в сферу економічну, виникнення особливого типу конфліктів – геоекономічних воєн;

- розробка політики й стратегії підвищення конкурентоспроможності держави в умовах глобалізації економіки;

- зрощення політики й економіки у сфері міжнародних відносин, формування системи стратегічних взаємодій і основ глобального управління.

- формування нового світового економічного порядку: прагнення ефективного використання просторової локалізації економічної (у тому числі географічної, демографічної, транспортної, ресурсної, валютно-фінансової) і політичної діяльності, що базується на формуванні нового рівня стратегічної взаємодії національних економік.

Існує декілька підходів аналізу розвитку економічних систем. Є формалізований та цивілізаційний підходи у розумінні цивілізацій. Цивілізаційному підходу до аналізу розвитку економічних систем більш притаманне порівняння суспільств у просторі. На думку прихильників цього підходу, суспільство розвивається циклічно: проходить стадії зародження, зростання, надлому та розпаду. Суспільство знаходиться у постійному русі, яке призводить його до цивілізації.

Механізми розвитку геоекономіки та її інституційне оформлення зумовлені такими чинниками [2, с. 419; 5; 22].

- модифікація товарного виробництва через глобалізацію виробничо-інвестиційного співробітництва;

- формування у межах світового господарства інтернаціоналізованих відтворювальних ядер (циклів), які набувають блукаючого характеру. Економічні межі цих циклів (ядер) не збігаються з державно-адміністративними, оскільки відтворення життєвих благ відбувається у новому глобальному масштабі.

– формування рухомої трансграничної фінансової системи – геофінансів. Фінансова сфера продовжує бути економічним середовищем, що опосередковує функціонування рухомих, інтернаціоналізованих відтворювальних циклів (ядер). Водночас трансграничні фінансові потоки проявили себе в новій функції як самодостатня система, що розвивається за власними законами. Відбувся відрив фінансової системи від відтворювальних процесів, і зародився прошарок віртуальних фінансів;

– еволюція національних економік і їх господарюючих суб'єктів у межах відтворювального ланцюга. У формуванні національної гео економічної моделі саме зовнішня торгівля впливає на залучення національних економік (або окремих суб'єктів господарювання) до інтернаціоналізованих відтворювальних ланцюгів;

– формування світового доходу в межах інтернаціоналізованих відтворювальних центрів;

– боротьба за перерозподіл світового доходу як стратегічний орієнтир. Потреба в активній наступальній стратегії та відповідних прийомах (високих гео економічних технологіях) для оперування в гео економічному просторі. Непасивна, зовнішньоторговельна, кон'юнктурна позиція на світовій арені надає стратегічний ефект, а активна, виробничо-інвестиційна діяльність забезпечує вихід національних економік на високі геоконкурентні позиції;

– чітка окресленість міжнародних та економічних кордонів, визначеність національних інтересів, контурів стратегічних альянсів, системи інтеграційних рухів, економічних угруповань у просторі, де національна економіка реалізує свої стратегічні цілі, тобто на гео економічній мапі світу;

– можливість оминати серйозні втрати завдяки використанню гео економічного підходу. Адже, залишаючись у межах торговельно-посередницької доктрини, національна економіка зазнає тривалого економічного виснаження. Витрачаючи через торгівлю національне багатство (енергоносії, сировину, інтелектуальні, фінансові ресурси) і не будучи активною ланкою світового відтворювального процесу, в якому виробляють та реалізують унікальні товари для забезпечення формування світового доходу, національна економіка не бере участі в його перерозподілі. Масштаб економіки також має вплив на гео економічні зміни.

Гео економіка розглядається як сучасна геополітика, що визначає світогосподарську інтеграцію держав і створення конкурентоспроможних регіональних умов господарювання під впливом факторів глобалізації й регіоналізації» [2].

Вітчизняні вчені поширюють у наукових публікаціях поряд із терміном «гео економіка» – термін «гео економічна політика» [2, с. 22; 23–27]. Під



«терміном “геоекономічна політика” розуміють комплекс дій, спрямованих на налагодження вигідних міжнародних торговельно-коопераційних зв’язків, оптимізацію умов міжнародної економічної інтеграції країни (блоку країн). Термін «геоекономічна політика» походить від поняття “геоекономіка”, яке позначає світогосподарський потенціал, оцінюваний у конкретних географічних реаліях та з урахуванням основних полюсів впливу з боку агентів міжнародних економічних відносин» [4, с. 631]. Грань між політичною гео економікою та геоекономічною політикою є домінантою політичних рішень на економіку або, навпаки, економічних рішень на політику.

Сутність терміну «геоекономічний простір» у вузькому розумінні визначають як географічну інтерпретацію багатомірного економічного простору [2, с. 487; 3], у широкому – як методологічну категорію, представлення глобального простору у вигляді сфери, у якій розгортаються закономірності функціонування глобальної економічної системи, що проявляються в реаліях світового відтворювального процесу [19, с. 239].

Геоекономіка фрагментує простір з урахуванням цілей та інтересів різних країн, сторін, економічних та політичних систем. Аналізуючи трансформації, що відбуваються в кожному з фрагментованих просторів, «можна виявити сутнісні характеристики, рушійні механізми та можливі результати складних геоекономічних перетворень, їх глибину та значення» [28].

Характеризуючи геоекономічний простір у цілому, слід відзначити його одночасну єдність і неоднорідність, упорядкованість і анархічність [19, с. 83]. При цьому рушійною силою формування такого простору виступають торгівля товарами й послугами, рух факторів виробництва, передусім грошового капіталу і робочої сили, а також новітні складові – транспортно-логістичні мережі, інформаційно-комунікаційні технології. На зміну такій характеристиці економічного простору, як протяжність (відстань), приходять новітні, що пов’язані із структурністю (ієрархією, рівнями), а також зв’язками (частотою, обсягами та сферою контактів).

На сьогодні у світі відбувається перехід від системи «ринок-держава» до системи «багато держав – один ринок», що проявляється у домінуванні міжнародних правил та норм (інституцій) над національними законодавчими актами. Одночасно реформується система глобального управління, основними суб’єктами якої є міжнародні інститути, такі як ООН, СОТ, МВФ, Світовий банк та ін.

Тлумачення геоекономічного простору та його фрагментування визнає множинність і неоднозначність методологічних підходів та такі групи характеристик: з позицій формалізації моделей світоустрою; з позицій

процесів глобалізації, передусім процесів інтеграції та регіоналізації, фінансової глобалізації та транснаціоналізації.

Сучасна теорія гео економічного простору у багатьох випадках використовує висновки світ-системного аналізу І. Валлерстайна та виділяє ядро, напівпериферію та периферію, які мають свої особливості [5; 19, с. 70]. Зокрема розвинені країни входять у центр, що виконує функції ядра економічного простору, межі якого визначаються характером виробництва й можуть не збігатися із політичними кордонами. Ядро відрізняється від периферії більш високим рівнем доходу, диверсифікованою структурою економіки, застосуванням прогресивних технологій. Напівпериферія розглядається як проміжна ланка між ядром і периферією, експлуатується ядром, але експлуатує периферію. Вважають, що саме за рахунок напівпериферії відбувається трансформація простору в періоди економічних криз.

У роботі І. Валлерстайна економічний аналіз корелює із фрагментацією гео економічного простору за ознаками цивілізаційних моделей світового розвитку. Гео економічний простір сучасності, передусім його ядро, увібрав характерні ознаки постіндустріальної цивілізаційної моделі, її найвищої, техногенної фази. Техногенна фаза постіндустріалізму шляхом інноваційних революцій руйнує світові цикли, поглинаючи інтелектуальні, виробничі, природні та інші ресурси. [2, с. 419; 5; 19; 22]. Країни ядра є антагоністом країн периферії не тільки з точки зору більш високих показників ВВП на душу населення. Вони мають передові технології, інфраструктуру, транспортні засоби, комерційну культуру, збалансованість різних галузей, характеризуються соціальним та політичним динамізмом, що забезпечує міцні позиції на глобальному ринку.

Такий підхід дозволяє поділити всіх учасників глобального економічного простору на дві групи [29, с. 85]:

– країни, регіони й компанії ядра, які концентруються в нішах створення ринкової вартості, котрі характеризуються високими бар'єрами входу, що проявляються у визначальній увазі на розподіл доданої вартості в тих сегментах, які організовані в глобальному господарському просторі;

– інші учасники ринку, які не здатні конкурувати в умовах високих бар'єрів входу й змушені використовувати індустріальні стратегії зростання, що ґрунтуються на зниженні витрат виробництва стандартних товарів, організації масового виробництва з використанням праці робітників низької кваліфікації. Якщо раніше національні кордони виступали в ролі захисних бар'єрів стосовно певної групи учасників ринку, то лібералізація торгівлі та інвестицій робить ці кордони проникними – внутрішні виробники зустрічаються з усе більш гострою зовнішньою конкуренцією за частку національного ринку.

При цьому відбувається багатомірна поляризація гео економічного простору, у якій спостерігається протистояння Центру (що характеризується високим рівнем економічного розвитку, системністю функціонування господарського процесу, концентрацією високотехнологічних виробництв) і Периферії (для якої характерні невисокий рівень розвитку, орієнтація на експорт сировини й енергоносіїв, наявність різноманітних розривів у господарському процесі) [29, с. 85]. Дотримуючись зазначеної фрагментації гео економічного простору не можна не погодитися із думкою А. Філіпенка про віднесення України до напівпериферії «...з перспективою або приєднання до центру за умов поглиблення ринкових реформ, політичної структуризації суспільства європейського зразка і динамічного економічного зростання, чи дрейфування до периферії світового господарства за протилежної ситуації» [30, с. 10].

Консервація біполярності світу, на його думку, визначається функціональною обмеженістю постіндустріальних структур, нездатністю повністю замінити індустріальне і аграрне виробництво. Своєю чергою постіндустріальний центр забезпечує країни периферії інвестиціями, які спрямовуються «здебільшого не у високі технології, а в індустріальне виробництво з метою його модернізації та пристосування до потреб постіндустріальних держав» [31].

Ще одним методологічним підходом щодо фрагментації гео економічного простору є гексагональна модель О. Неклесси, яка характеризує не стільки ієрархію держав, скільки «гео економічні інтегрії» – комплекси економічної діяльності (фінансово-правові технології, високі технології, промислову діяльність, виробництво сировини тощо), які пов'язані переважно з тією або іншою групою держав, з тим або іншим географічним регіоном. Ключову матрицю, що вибудовується відповідно до цього підходу гео економічного світоустрою утворюють [7]:

(i) чотири географічно локалізованих простори: північноатлантичний Захід, пов'язаний з виробництвом високотехнологічних товарів і послуг; промисловий Новий Схід, розташований переважно в районі Великого Тихоокеанського кільця; сировинний Південь, з певною часткою умовності локалізований в області «Індоокеанської дуги»; найменш визначений в гео економічному відношенні простір «сухопутного океану» північної Євразії;

(ii) два гео економічних простори, що не мають жорсткої географічної локалізації: транснаціональна Квазі-Північ, що генетично походить з північно-атлантичного регіону й пов'язаний з фінансово-правовим регулюванням глобальної економіки; архіпелаг Глибокого Півдня – «світовий андеграунд», деструктивна економіка якого заснована на хижацькому розграбуванні ресурсів цивілізації.

Чільне положення в такому геоекономічному універсумі, на думку О. Неклесси, посідає «штабна економіка» Нової Півночі, заснована на стратегічному консенсусі північно-атлантичного й транснаціонального блоків відносно шляхів і методів перерозподілу світового доходу, збирання глобальної «квасізенти». Геоекономічним інструментарієм для досягнення подібних цілей є такі глобальні фінансово-правові технології, як світова резервна валюта, глобальний борг, програми структурної адаптації й фінансової стабілізації, «вашингтонський консенсус», система управління національними й регіональними ризиками, а в перспективі – глобальна емісійно-податкова система.

Центральним атрибутом пропонованої Е. Кочетовим неоекономічної моделі є етнекономічні системи, визначені як економічні популяції, що вибудовуються у світовій системі на базі етнекономічної транснаціоналізації. Тобто відбувається пошук такої моделі геоекономічного світоустрою, в основі якої була б рівновага стратегічних інтересів, баланс реальних зон геоекономічного впливу, спрямованість на пошук таких моделей цивілізаційного розвитку, які дозволили б уникнути найнебезпечнішого зіткнення техногенної моделі з іншими цивілізаційними парадигмами розвитку [ 33].

Розкриваючи сучасну сутність імперативів геоекономічного простору, не можна оминати багатовимірність процесів глобалізації, формування й функціонування єдиного загальносвітового фінансово-інформаційного простору на основі новітніх інформаційно-комунікаційних технологій [34, с. 25].

К. Оме виділяє такі основні напрями всеосяжного процесу глобалізації [35, с. 19–20]:

– фінансову глобалізацію, що формує глобальний фінансовий ринок, який домінує над усіма іншими ринками й забезпечує відому анонімність глобальної влади;

– становлення глобальних багатонаціональних компаній, насамперед у формі транснаціональних корпорацій, для функціонування яких необхідний всесвітній господарський простір;

– регіоналізацію економіки, яка відбувається усередині глобального господарського простору, що забезпечує необхідну рівновагу між тенденціями до інтернаціоналізації господарського життя й протилежними тенденціями до відокремлення господарських комплексів;

– інтенсифікацію світової торгівлі, що базується на залученні в глобальний комерційний оборот факторів виробництва, ресурсів, вироблених продуктів і послуг, які колись не виходили за національні кордони або навіть кордони місцевих локальних ринків;

–тенденцію до конвергенції, тобто до природного зближення різних соціально-економічних організмів, що склалися в різних суспільних умовах, але функціонують у єдиному середовищі глобального господарського простору.

Професор А.Філіпенко серед основних форм прояву процесів глобалізації відзначає [36, с. 35]: збільшення обсягів міжнародної торгівлі та інвестицій, лібералізацію і перерегулювання руху капіталу; відчутне підвищення ролі ТНК у світових господарських процесах; посилення глобальної конкуренції; зародження систем глобального стратегічного менеджменту; зростання значення інформаційних і комунікаційних технологій в економічному розвитку; безпрецедентну диверсифікацію світових фінансових ринків і ринків технологій.

Важливе місце у фрагментації гео економічного простору посідають процеси інтеграції та регіоналізації. Інтеграція забезпечує синергійний ефект у процесі комбінування, переплетення й зрощування потенціалів розвитку господарського процесу на всіх рівнях його організації та в усіх сферах життєдіяльності суб'єктів процесу. Використання інтеграційного підходу до розвитку соціально-економічної системи окремо взятого регіону, країни або регіонального угруповання країн обумовлене його позиціонуванням на одному з мезорівнів гео економічного простору.

Країни, що розвиваються, а також ті країни перехідного періоду, в тому числі й Україна, які не створили сильної захисної системи закордонного порядку, не витримують посиленого глобального тиску, деградуєть, корумпуютьс я і руйнуютьс я, підпадаючи під владу кланово-мафіозних структур управління, яка виступає як передаточний механізм злочинної компрадорської інтеграції, що силовими методами включає потенціал цих країн в глобальний господарський оборот тіньового характеру [37, с. 131].

У цьому зв'язку важливою є позиція професора Д. Лук'яненка, який відзначає й гео економічну дезінтеграцію розвитку: «Світ є розділеним на окремі гео економічні зони, які перетворились в дискримінаційні рівні відносно інтегрованого глобального універсуму. Сучасний розвиток “ефективних” міжнародних механізмів перерозподілу світового доходу на користь західних країн шляхом встановлення несправедливих гео економічних рентних платежів веде до соціальної дезінтеграції світу, підриває систему світового поділу праці. Діюча вже багато десятиліть система перерозподілу світового доходу через ножиці цін на сировину з країн, що розвиваються, і на кінцеву продукцію розвинених країн говорить про контрольований, а значить керований характер сучасної світової економіки і глобального ринку» [40, с. 131].

Ця жорстка оцінка збігається з думкою вчених Закарпатського державного університету: «...поряд з позитивними рисами інтеграції та інтернаціоналізації

світового господарства відбувається процес закріплення ієрархічної нерівності різних країн та націй, оскільки залишається можливість для певної групи акторів міжнародної спільноти мати переваги в економічному збагаченні, політичному та культурному впливі, у той час як для периферійних країн сценарії розвитку не передбачають навіть вирішення поточних проблем і приводять до хронічного відставання цих країн від розвинених держав [40, с. 284].

Е. Кочетов при структуризації і фрагментації регіонів визначає: а) глобальний транснаціональний простір (включаючи міжнародні урядові і неурядові організації, фінансові і банківські мережі); б) транснаціональний світ глобальної тіньової економіки; в) гео економічні регіони, які формують світову інфраструктуру високих технологій з виробництва високотехнологічної продукції; г) регіони сировинної спеціалізації; д) деградаційні регіони, що втрачають здатність до конкурентної інтеграції в індустріальні і, особливо, постіндустріальні системи [41, с. 130; 40].

В глобальному економічному просторі, за В. Дергачовим, слід виділяти «декілька мегапросторів таких як: а) північноатлантичний (свроатлантичний), тихоокеанський, південний; б) мегарегіони дії глобальних корпорацій (виробничих, фінансово-банківських), які майже не піддаються державному регулюванню; в) транснаціональні мегарегіони тіньової і кримінальної економіки; г) регіони великої сімки Півночі (США, Японія, Німеччина, Франція, Великобританія, Італія і Канада) і великої сімки Півдня (Китай, Індія, Бразилія, Індонезія, Мексика, Південна Корея, Таїланд)» [42, с. 130; 41].

Вітчизняні та зарубіжні вчені [42; 43–109] відзначають такі проінтеграційні чинники фрагментації: географічна близькість країн; наявність потенційного взаємодоповнення економік з погляду тих характеристик виробництва, які відображають переваги взаємовідносин цих країн; близький загальний рівень економічного і соціального розвитку; наявність схожих стратегій економічного розвитку на перспективу; наявність розвинутих і розгалужених зв'язків між суб'єктами економічної діяльності відповідних країн; спільність довготермінових політичних інтересів; історія відносин між відповідними державами і наявність між ними сприятливого психологічного клімату; наявність культурної, релігійної спільності тощо.

Сучасну глибинну трансформацію світового економічного порядку пов'язують із дією різноманітних факторів, зокрема [29, с. 85; 110, с. 66]:

– революціями в технологіях транспорту й зв'язку, які дозволяють подолати просторову роз'єднаність і скоротити витрати часу на економічні транзакції, що в підсумку підвищує загальну мобільність факторів виробництва й прискорює зміни масштабів економічної діяльності;

– збігом технологічних проривів із загальною світовою тенденцією, обумовленої зусиллями країн ядра й міжнародних фінансових інститутів, спрямованою на лібералізацію інвестицій і торгівлі, приватизацію й дерегулювання господарської діяльності.

Інформаційно-фінансові трансформації істотно позначилися на характері інтеграції [19, с. 80, 81]: інформація набула вартості і стала товаром, що вимірюється грошовим еквівалентом; відбувається «дестафація» грошей – зникнення їхнього матеріально-речовинного змісту. Сучасні гроші діють у різноманітних «електронних» і розрахункових формах, у яких на передній план виходить їхня інформаційна сутність; виникли й швидко зростають інформаційно-фінансові ринки, причому місткість цих ринків, що функціонують у світовому масштабі, значно перекиває обсяги товарних ринків; у структурі капіталу швидко підвищується питома вага фіктивного капіталу, що виражається не в грошах, а в правах на одержання доходу – акціях, облігаціях тощо; комп'ютерні мережі стають загальними фінансово-інформаційними комунікаціями, що функціонують у всесвітньому масштабі; зростають нематеріальні активи підприємств, включаючи інформаційні товари, у грошовому вираженні.

Проте гроші завжди залишаються невід'ємною складовою економічної системи, її ринкового сегмента, будь-якого гео економічного простору. В умовах глобалізації саме сфера фінансів через фінансові ринки генерує «найсильніші імпульси економічної динаміки та нестабільності, оскільки відбувається перехід функцій головного двигуна розвитку від промислового до фінансового капіталу» [28].

А. Поручник відзначає важливість інтеграції національних фінансових систем, що сприяє поглибленню процесів транснаціоналізації і відбувається по каналах транс кордонного володіння фінансовими активами, притоку та відтоку іноземного інвестиційного капіталу, накопичення зовнішніх активів і пасивів країн [44, с. 52]. На його думку, саме приналежність країн до субрегіональних, регіональних організацій та ефективність включення їх економік в процеси транснаціоналізації визначає значною мірою їх диспозицію на економічній мапі світу та можливості впливу на кількісно-якісні параметри глобальної економічної системи [44, с. 48]. Характеризуючи процеси сучасного розвитку, він визначає такі імперативи – синтез лінійного і нелінійного, складну циклічну природу із широкою амплітудою коливань прогресивної та регресивної динаміки, поєднанням етапів тривалого стійкого розвитку з періодами деградації [44, с. 60].

За своєю сутністю геофінанси характеризуються як найважливіша складова частина сучасної економічної реальності в просторовому відношенні і як дуалістичне явище, обумовлене трансформацією структури міжнародних фінансових потоків і світової системи фінансів загалом. Дуалізм проявляється

у тому, що, з одного боку, – це «традиційні» фінанси, які зберігають безпосередній зв'язок із процесами суспільного відтворення й мають інвестиційний характер, з іншого боку, це так звані «віртуальні» фінанси, які відірвані від відтворювальних процесів і сприяють перерозподілу фінансових ресурсів на користь спекулятивного капіталу [19, с. 82; 112; 113].

Глобалізація фінансових ринків і формування геофінансів ішли не просто паралельно процесам світової глобалізації, але в їхніх рамках і під їхнім впливом. Передумови цих процесів були закладені в другій половині ХХ століття й включали не тільки згадані досягнення у сфері обробки інформації й телекомунікацій, а й поширення принципів лібералізму й неолібералізму, що заохочували пом'якшення або навіть повне усунення обмежень на переміщення капіталів між країнами, лібералізацію внутрішніх фінансових ринків, розвиток офшорних центрів [112]. Авторське бачення глобалізації фінансових ринків представлено на рис. 1.1.

Офшорні зони, світові фінансові центри в особі найбільших системних банків, валютних, фондових бірж та інших потужних фінансових інститутів повсюдно «вихоплюють» із процесу кругообігу капіталу наймобільніший його елемент – гроші і, маніпулюючи ними, акумулюють у своїх руках значну фінансову й економічну міць. У результаті відбувається відрив фінансових потоків від реального відтворювального процесу й відхід колосальних сум у віртуальний простір спекулятивних операцій. У гео економічному просторі виникає явище, що одержало назву геофінанси. Цей феномен визначають як новий фінансовий простір-час, який ігнорує закони географії й національні кордони, що являє собою синтез світових грошей, інформаційної технології й лібералізації законодавчого регулювання [19, с. 82; 114, с. 116].

В цьому зв'язку важливою є характеристика фінансової глобалізації академіка О. Г. Білоруса: «Зростаюча віртуальна глобальна гео економіка фінансових спекулятивних технологій деформує не лише традиційну індустріальну економіку, а й постіндустріальну. Руйнуються світові економічні захисні механізми, застосовується глобальний інформаційний моніторинг, тотальна транспарентність слабкіших економік. Світова економіка, що глобалізується, стає дедалі більше нестабільною, схильною як до циклічних криз, так і криз нециклічного характеру» [39, с. 149].

Академік О. Г. Білорус висловив застереження: «дезінтеграція старої світової фінансової системи (Бреттон-Вудські угоди) і можливості інформаційної революції відкрили шлях формуванню спекулятивної фінансової економіки, яка перетворилася у віртуальну систему глобальних фінансів, повністю відірвану від реальної економіки. Товарно-матеріальне, а тим більше золоте забезпечення грошової маси тепер повністю відсутнє.



«Електронні гроші» – це свого роду електронна зброя, застосування якої веде до формування нової глобальної субкультури – фінансової цивілізації, яка існує як злаякісна пухлина на тілі глобальної економіки [39, с. 150].

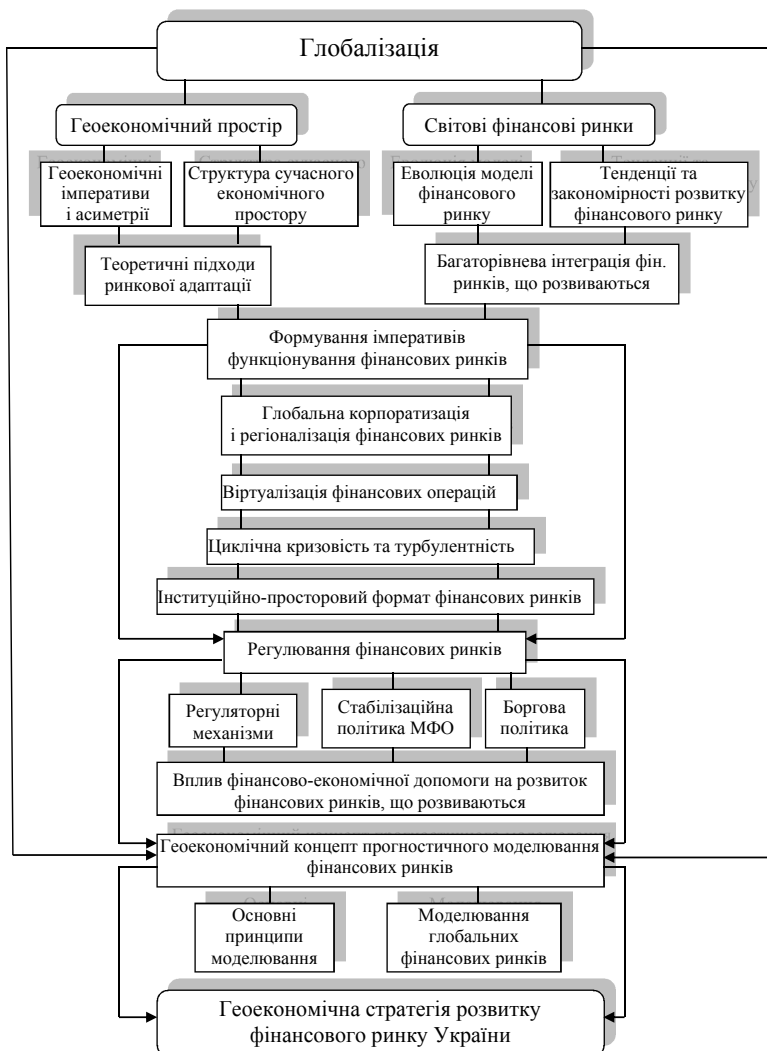


Рис. 1.1. Схема глобалізації фінансових ринків

Характеризуючи фінансову глобалізацію, не можна не погодитись із твердженням З. Луцишин, що «фінансова глобалізація є складним і

суперечливим процесом, який і посилює, і породжує асиметрію у розвитку світового господарства. Вона сприяє не лише прискоренню економічного розвитку, а й збільшує ризики міжнародних фінансових операцій, значно розширює сферу впливу локальних фінансових криз» [48, с. 117]. Вона відмічає, що «за рівнем глобалізації фінансова сфера нині випереджає всі сфери реальної економіки» [48, с. 89].

Це твердження кореспондується із тлумаченням Я.Столярчук та О.Ляменкова щодо сутності фінансового глобалізму. На їхню думку, фінансовий глобалізм розвивається вкрай суперечливо, а його вигоди та загрози розподіляються дуже нерівномірно і між країнами, і між регіонами світового господарства. Так, з одного боку, фінансовий глобалізм надає світовому господарству цілісну структуру і внутрішню єдність, а з іншого – провокує поглиблення асиметричності регіонального і структурно-функціонального розподілу глобального капіталу. Глобальний капітал у пошуку сфер найбільш прибуткового вкладення призводить до високої турбулентності міжнародних фінансових потоків, формує передумови для хвилеподібного притоку капіталу в окремі країни і його несподіваного відтоку, чим викликаються гострі кризові явища в економіці тих або інших держав і регіонів світу [49, с. 255].

Цілеспрямоване створення сприятливих гео економічних ситуацій, вступ до глобальних відтворювальних ланцюгів-ядер, підключення до каналів перерозподілу світового доходу, створення орієнтирів для системи національної економічної безпеки, гармонізація національної господарської структури тощо, закладають основи для виходу зі структурної кризи. Гео економіка здатна трансформувати агресивність у гео економічно активні операції. Гео фінансова система трансграничних потоків, блукаючі відтворювальні ядра – це найновітніші гео економічні важелі на відміну від ядерної та іншої зброї.

Величезні «ножиці» між реальним і фіктивним капіталом не дають можливості урядам національних держав, насамперед периферійних і напівпериферійних, здійснювати необхідні інвестиції, сприяти економічній стабілізації й ефективному економічному зростанню. Це змушує національні уряди шукати позичкові джерела покриття своїх витрат у міжнародних організацій, які надають кредити лише за умов дотримання неоліберальних рекомендацій. Постійне кредитування периферійних і напівпериферійних країн глибоко деформує соціально-економічну структуру цих держав, унеможливує структурну перебудову їхніх економік на користь більш прогресивних галузей, активно експлуатує їхню аграрно-сировинну спрямованість, призводить до затягування їх у боргову яму [44].

При цьому, як відмічає А. Гальчинський, «система міждержавних фінансових відносин розбудована так, що без санкції МВФ канали доступу країн периферійної зони практично на всі ринки позичкового капіталу виявляються повністю перекритими» [31].

Наймогутнішим регулятором сучасної світової економіки й, зокрема, світової фінансової системи, виступають транснаціональні корпорації, діяльність яких багато в чому прискорила розвиток процесів глобалізації. При цьому в ході глобалізації відбулася еволюція й самих ТНК: якщо спочатку їх діяльність була пов'язана з розробкою сировинних ресурсів периферійних країн, то в останні два десятиліття на світовій арені утвердилися глобальні ТНК із планетарним баченням ринків і процесів конкуренції. Фактично глобальні ТНК зосередили у своїх руках практично необмежену економічну владу, що дозволяє їм здійснювати як економічний, так і політичний тиск на держави, у яких вони перебувають [44].

Поряд із цим процеси транснаціоналізації призводять до «... зменшення можливості національних держав впливати на стан власних фінансових ринків. Таким чином розмиваються основні економічні функції національної держави, що призводить до загострення протистояння національних економічних інститутів і глобального економічного середовища з його основними суб'єктами – ТНК та міжнародними економічними організаціями» [117, с. 23–24].

Завершуючи характеристики гео економічного простору з позицій фінансової глобалізації та транснаціоналізації, слід визнати правомірність думки Л. Кібальник, що «гіперболічне зростання фінансового сектора світової економіки відбувається внаслідок експансії транснаціональними корпораціями та постіндустріальними країнами економік аграрних та індустріальних країн» [10, с. 116].

Посиленню фрагментації світового господарства сприяють регіональні інтеграційні процеси. При цьому, незважаючи на високий рівень відкритості «національних економік країн-членів регіональних угруповань, “циркулювання” товарних, інвестиційних та міграційних потоків обмежується переважно рамками таких інтеграційних блоків» [118, с. 140].

Крім того, фрагментація світового господарства відбувається з огляду на інтереси країн та можливості їх реалізації. Саме через це поглиблюються сучасні асиметрії розвитку, зокрема, в інвестиційній, інформаційній та соціальній сферах [119].

Вітчизняні вчені у своїх працях дискутують різні аспекти нерівномірності та асиметрії глобального розвитку, його «внутрішньо-конфліктний, системно-кризовий характер» [39, с. 8].

Так, О. Г. Білорус визначає такі об'єктивні закономірності фінансового глобалізму: з одного боку – посилення інтеграції й цілісності структури світового господарства, з другого – поглиблення асиметричності у формуванні та структурному розподілі глобального капіталу. Останнє гальмує процеси інтеграції світового фінансового ринку. На його думку «тенденція наростання турбулентності глобальних потоків та їх інтенсивної флуктуації спричиняє гострі фінансові кризи в окремих регіонах і країнах. Набираючи обертів, фінансова глобалізація генерує й такі тенденції та наслідки розвитку глобального фінансового ринку, як надконцентрація капіталу в групі провідних розвинутих країн (США, ЄС, Японії, Китаї) та вакуум фінансових ринків у більшості транзитивних країн і тих, що розвиваються» [39, с. 14]. Характеризуючи структуру глобальної економіки автор відмічає «строкатість» співіснування, співрозвитку та еволюції різних за рівнем ринкових сегментів, доіндустріального, індустріального й постіндустріального укладів, а також елементів інтелектуально-фінансової економіки [39, с. 10–11].

Д. Г. Лук'яненко, розглядаючи функціонально-галузеву специфіку асиметрії економічної глобалізації, відзначив випереджаючу активність міжнародного руху капіталу, а не товарів і фінансових послуг [121; 122]. Він зазначив переважно фінансово-інвестиційну основу розвитку процесів глобалізації, «чому сприяло багато факторів, зокрема вільний рух капіталу у глобальній інформаційно-комунікаційній мережі при суттєвих обмеженнях на ринках товарів, комерційних послуг, робочої сили» [121, с. 46; 123].

Т. О. Фролова, розглядаючи суперечності асиметрії інвестиційної глобалізації, наводить положення, сформульовані відомим угорським економістом Т. Сентесом [124; 125], стосовно асиметричної взаємозалежності у відносинах між «центром» і «периферією» як перешкоди на шляху до усунення фрагментації та маргіналізації сучасного світу. Т. Сентес виділяє такі головні елементи асиметричної взаємозалежності розвинених країн і країн, що розвиваються: «1) асиметричні паттерни міжнародної торгівлі товарами і послугами; 2) асиметричні відносини власності, які є результатом ПІІ; 3) асиметричні відносини, що складаються внаслідок міграції праці і надання “технічної допомоги”; 4) асиметрична взаємозалежність у міжнародних фінансових і валютних відносинах; 5) асиметрична взаємозалежність у передачі технологій; 6) асиметрична взаємозалежність в інформаційних потоках».

Важливим для цього дослідження є висновок З. Луцишин, зроблений за результатами розкриття сутності асиметрії та парадоксів, які спричинені глобалізацією, що «настав час пошуку нових пріоритетів, визначення союзів, переосмислення ролі та сутності регіонів, налагодження нових інструментів, напрацювання цілковито нових правил гри – пошуку новітньої парадигми

функціонування світового економічного простору XXI століття» [48, с. 119]. На її думку «Парадоксом у світовій економічній глобалізації є те, що глобалізація фінансів існує і проявила себе постфактум, не будучи при цьому інтегрованою в напрямі конвергенції. Фінансова глобалізація передре фінансовій інтеграції за змістом, масштабами охоплення та сферою дії, але за формою і глибиною фінансових механізмів процеси міняються місцями» [128]. У своїх працях автор визначає основні напрями трансформації світової фінансової системи та глобальної фінансової архітектури в умовах глобалізації [129, 130].

Наведені результати дослідження щодо визначення сутності основних понять геоekonomіки, зокрема геоekonomічного простору, та методологічних підходів щодо його фрагментації й характерних ознак глобалізації дозволяють визначити сутність та формування відповідних імперативів (рис. 1.2).

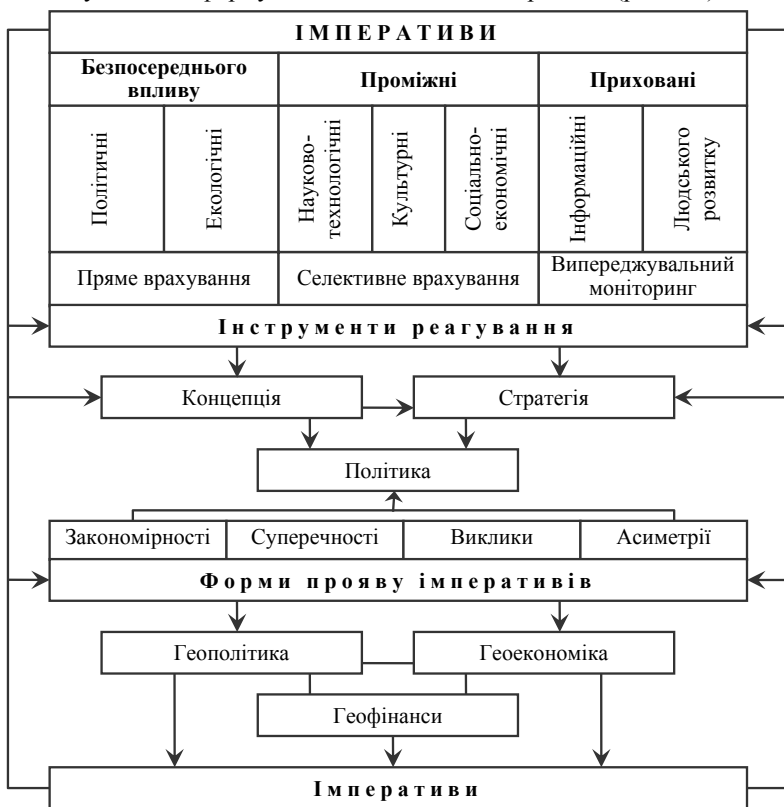


Рис. 1.2. Формування імперативів

Джерело: складено автором

Більшість філософських словників трактують імператив як принцип, що має характер беззаперечної повинності та базується на глибоких морально-етичних переконаннях [51], що в результаті робить формалізовану норму максимально ефективною. Е. Мірська в поняттях імперативів вбачає правила, які виражаються у формі дозволів, заборон, приписів, уподобань тощо [52]. Поняття імперативів в багатьох випадках порівнюють з поняттями факторів та чинників. Фактор та чинник є синонімами (які походять від *factore* – «діяти», «виробляти», «примножувати») – умова, рушійна сила будь-якого процесу, явища; чинник в економіці; також драйвер (від англ. *driver* – рушій) – робота чи умова, що мають прямий вплив на поточну (операційну) роботу (чи структуру затрат на інші роботи) певного господарства.

Поняття *імператив* прийшло в економіку з юриспруденції та має значення обов'язковості та норми. Наприклад, імперативна норма (обов'язкова норма); імперативний метод – це метод владних приписів (наказів), який заснований на відносинах субординації (підпорядкування) одних суб'єктів іншим (застосовується в кримінальному, адміністративному та ін. галузях права).

Важливим для цього дослідження є співвідношення понять «інституція», «інститут» та «імператив». Попри розмитість меж між поняттями «інституції», «інституту» і «імператив», вони відрізняються, хоча функціонально та еволюційно пов'язані між собою [133]. Інституція як звичай дала поштовх розвитку інституту як характерній, організаційно-структурованій формі взаємодії індивідів у суспільстві. Своєю чергою інститут, на базисі загальноприйнятих у суспільстві звичаїв, формулює імператив з урахуванням імовірності його сприйняття, який покликаний забезпечити необхідне регулювання та координацію взаємовідносин у визначеному інституційному середовищі (рис. 1.3). У результаті відбувається саморегуляція взаємовідносин та їхній розвиток через «спіральний» характер цього явища.

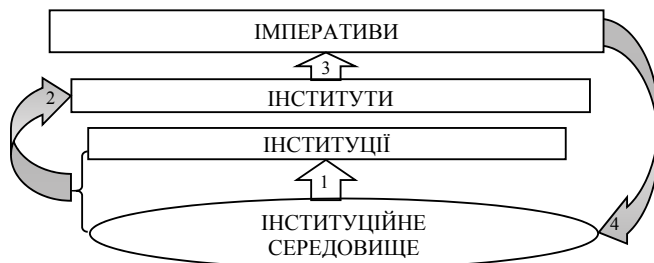


Рис. 1.3. Схема процесу формування інституційних імперативів  
Джерело: [133].

Досягнувши максимального рівня ефективності у визначених обставинах, настає етап, коли поступально збільшується дисбаланс між існуючою імперативною нормою і зміненим у процесі розвитку середовищем у певні часові

інтервали. Виникає потреба якісного оновлення попереднього змісту імперативної норми з урахуванням нових вихідних положень для забезпечення ефективної взаємодії у суспільстві. Таким чином, описаний вище процес набуває характеру «проліфікації», тобто неперервного «народження» нових правил економічної та неекономічної взаємодії індивідів на основі тих, що вже завершили свій розвиток.

Під інституційними імперативами розуміють обов'язкові норми та правила поведінки, сформовані інституційними структурами на базі традиційних «правил гри» і максимальною імовірністю сприйняття середовищем задля забезпечення ефективного регулювання та координації взаємовідносин індивідуумів, груп [53].

Наведені у даному підрозділі результати дослідження щодо визначення сутності основних понять геоekonomіки, зокрема геоekonomічного простору, та методологічних підходів щодо його фрагментації й характерних ознак, дозволяють розкрити сутність інституцій, інститутів та імперативів геоekonomічного простору (табл. 1.1). Передусім використано підхід Е. Канта, який визначає імператив як правило, що містить об'єктивний примус до вчинку певного виду і виділяє: категоричний імператив – безумовне етичне розпорядження про належну поведінку людини як розумної істоти, що володіє вільною волею, та гіпотетичний імператив – вимоги, які слід дотримуватись як необхідних умов, аби досягти поставлених цілей [50].

*Таблиця 1.1*

**Сутність інституцій, інститутів та імперативів геоekonomічного простору**

Елементи інституціоналізації геоekonomічного простору	Сутність
1	2
Імперативи (на основі рис 1.2)	єдність і неоднорідність упорядкованість і анархічність ієрархічність протяжність, структурованість, взаємопов'язаність прозорість стратифікація за рівнем розвитку країн та регіонів взаємозалежність поширення глобальних дисбалансів асиметричність розвитку багатополярність циклічність перманентна ескалація кризових явищ підвищена ризиковість (вразливість) фінансовий глобалізм, дуалізм глобальних фінансів глобальна конкуренція транснаціоналізація невизначена ентропія глобалізація ринків інформатизація та комунікація

1	2
інститути	формування глобальної системи регулювання та нагляду формальні міжнародні організації, міжнародні режими та угоди
інституції	обмеження національного суверенітету держав та звуження їх економічної ролі на світових ринках; трансформація біполярної системи світоустрою у багатополарну модель з посиленням ролі регіональних інтеграційних блоків та нових центрів світового економічного суперництва; фрагментація простору: інтеграція та регіоналізація, ядро-периферія

*Джерело:* складено автором

Сучасний гео економічний простір можливо представити як складну сукупність метарегіональних утворень, що виступають в ролі нових сутностей глобального універсуму. Послаблення національних держав як системоутворюючих ланок світової системи зумовило модифікацію наукових уявлень і методології аналізу.

Ці тенденції знайшли свій вираз у формуванні множинності міждисциплінарних досліджень, зокрема метарегіональної парадигми сучасної гео економічної регіоналістики, яка являє собою синтез геополітичного, гео економічного та цивілізаційного підходів до вивчення економічних процесів в їх регіональному вимірі і дає можливість більш адекватно розкривати передумови та рушійні сили формування сучасної міжнародної економічної системи, аналізувати основні принципи структурування елементів метарегіонального простору, досліджувати саму структуру світового гео економічного простору.

## **1.2. Структурно-цілісна характеристика сучасного економічного простору**

Сутність економічного простору з методологічної точки зору характеризується неоднозначністю концептуальних засад та відсутністю цілісної логічної схеми його структурування [135]. Не можна не погодитися із позицією О. Є. Бавики, що більшість дефініцій економічного простору є актуальними для індустріальної моделі розвитку, в рамках якої переважають територіально-ресурсні підходи та визначення. Зокрема, «географічне середовище в значній мірі визначає розвиток як соціальних, так і економічних процесів, і це обумовлено відносно низьким рівнем витрат, які несуть суб'єкти господарювання при встановленні взаємозв'язків на обмеженій території та об'єктивною залежністю економічної системи від наявних ресурсів» [135]. Для постіндустріальної моделі розвитку економічний простір набуває якісно нових ознак і може бути представлений як: «глобалізована інформаційна просторова структура; середовище, що створюється у процесі інформаційної



взаємодії суб'єктів економічної діяльності; мережева організація взаємодії суб'єктів, що характеризується горизонтальною будовою, здатністю до самоорганізації та саморозвитку, збільшенням синергетичного ефекту» [135].

Розвиваючи зазначені положення принагідно до гео економічного простору та його фрагментування варто відмітити такі два підходи. Перший підхід базується на безпосередньому координуванні економічних зв'язків, процесів та явищ у просторі і обмеженні чітко визначеними просторовими кордонами. Ідеться про глобальний, регіональний, ареальний і локальний рівні.

Другий підхід полягає в опосередкованому проектуванні економічних зв'язків, процесів та явищ, що відбуваються в економічному просторі на його координатах. При цьому просторові межі можуть бути нечіткими, виходити за межі територіальних одиниць, перетинатися й накладатися одна на одну, оскільки інтереси суб'єктів господарювання не обмежуються кордонами населеного пункту, регіону чи країни. Чим більше таких перетинань, взаємопроникнень та накладень, тим щільнішим буде економічний простір. У такому аспекті можна розглядати економічний простір як складну ієрархічну сукупність ринків товарів, послуг, робочої сили та капіталів у середовищі інформаційно-комунікаційних мереж та технологій.

Економічний простір як складна ієрархічна сукупність ринків товарів, послуг, робочої сили та капіталів.

Ринок є невід'ємною частиною суспільного господарського відтворення і формується в тісній взаємодії з усіма його елементами: виробництвом, споживанням, розподілом. Ринок є сферою товарно-грошового обміну, розвитку торговельних функцій між продавцем і покупцем [120, с. 59].

Первісним елементом світового ринку є внутрішній ринок, який здійснює торговельні операції з внутрішньої торгівлі. Національний ринок поєднує внутрішню та зовнішню торгівлю даної країни. Світовий ринок – це сукупність національних ринків, поєднаних між собою всесвітніми господарськими зв'язками на підставі міжнародного поділу праці, спеціалізації, кооперування, інтеграції виробництва і збуту товарів і послуг (рис. 1.4).

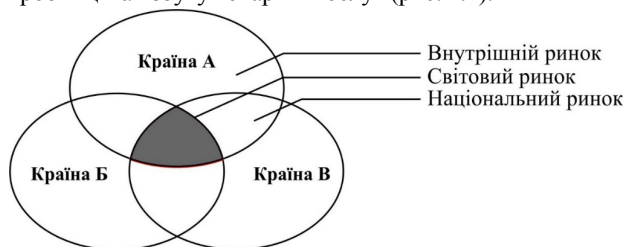


Рис. 1.4. Структура світового ринку

Джерело: [120, с. 59; 137].

До категорії світових належать усі товарні ринки, на яких виключно велику частку складають зовнішні торговельні операції (наприклад, світовий ринок олова,

де експортна квота сягає 90% від його виробництва), і ті, де вона помірна – 30–50% (наприклад, світовий ринок автомобілів) і навіть незначна – 10–20%.

Структуру світового товарного ринку можна розглядати в трьох аспектах – регіональному (або географічному), товарно-галузевому та соціально-економічному (див. [120, с. 59–75]).

Згідно з регіональною структурою світового ринку розрізняють ринки окремих країн або їх угруповань (рис. 1.5). За товарно-галузевою структурою світового ринку відрізняють окремі товарні ринки, які відповідають рівню ринку певного товару або його частини. За основу цієї класифікації беруть Міжнародну класифікацію ООН – Стандартну Міжнародну торговельну класифікацію – СМТК, Брюссельську митну номенклатуру, Гармонізовану систему опису товарів.



Рис. 1.5. Регіональна структура світового ринку

Джерело: складено автором [120, с. 60].

За товарно-галузевою структурою світового ринку відрізняють три провідні групи товарів – готові вироби, сировину і напівфабрикати, послуги (рис. 1.6). Кожну товарну групу складають підгрупи товарів, які можуть бути окремими товарними ринками. Так, ринок промислової сировини поєднує ринки руд чорних, кольорових металів, дорогоцінного каміння, діамантів, хімічної сировини та ін.

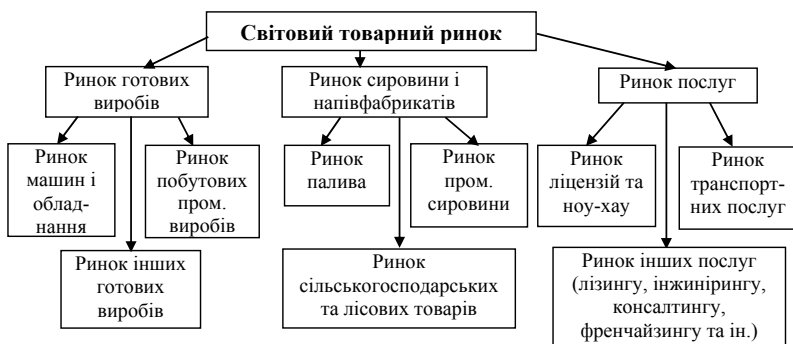


Рис. 1.6. Товарна структура світового ринку

Джерело: складено автором [120, с. 60].

За соціально-економічною структурою світового товарного ринку розрізняють: ринки промислово розвинутих країн, країн, що розвиваються, країн з перехідною економікою тощо.

За ступенем монополізації та характером торговельних угод на світовому ринку виділені такі типи його структури: монополістичний, де панує один постачальник; олігополістичний, де домінує група великих продавців; атомістичний, де спостерігається невисока концентрація пропозиції товарів за участю багатьох постачальників та загострюється конкурентна боротьба.

За характером торговельних угод та взаєминами продавців та покупців розрізняють три сектори світового ринку: закритий, відкритий та пільговий ринок товарів. До основних сегментів (фундаментальних елементів) закритого сектора світового товарного ринку належать внутрішньофірмові постачання, тобто товарообіг між філіями головних та дочірніх підприємств великих монополій або ТНК; субпостачання товарів малих та середніх фірм, які виступають підрядниками великих монополій, внутрішня торгівля регіональних інтеграційних об'єднань, постачання товарів за програмами допомоги, за особливими міждержавними угодами, зустрічна торгівля. На закритому ринку продавці та покупці взаємодіють на підставі некомерційних відносин, бо вони пов'язані юридичною залежністю, угодами про міжнародну спеціалізацію та кооперування, системою часткової участі та фінансового контролю, преференційними та спеціальними торговельно-економічними, валютно-кредитними, військово-політичними та іншими специфічними договорами.

*Закритий сектор* світового товарного ринку підпорядковується обмеженому впливу ринкових факторів, для нього характерна відносна усталеність ринкових цін, які базуються на національних цінах і не відбивають короточасних коливань попиту і пропозиції та дійсних вартісних показників збутових товарів.

*Відкритий сектор* світового товарного ринку є сферою звичайної комерційної діяльності практично незалежних продавців та покупців – малих і великих фірм, аутсайдерів, монопольних об'єднань, державних і приватних підприємств. Незалежність торговельних контрактів відкритого сектора світового товарного ринку зумовлює відносну нестабільність взаємовідносин. У відкритому секторі товарного ринку здійснюються короткострокові комерційні угоди та операції «вільного» ринку.

«Вільний» ринок – це сектор відкритого ринку вільної конкуренції виробників та постачальників товарів. Цей ринок відживає, тому що його витісняють сучасні механізми міжнародного регулювання світового товарного ринку. «Вільний» ринок проявляється у біржовій торгівлі, на ринку «спот» (з терміновим постачанням реального товару) та «чорному ринку».

Проміжне становище між закритим і відкритим секторами світового ринку займає *пільговий* сектор – торговельні операції на підставі довгострокових комерційних контрактів (ДСКК), які укладені на два і більше років (іноді 15–20 років) та обумовлені преференційними (пільговими) економічними умовами. Торгівлю на основі ДСКК виділяють у преференційну зону, на яку впливають риси обох секторів розвитку світових товарних ринків (рис. 1.7).

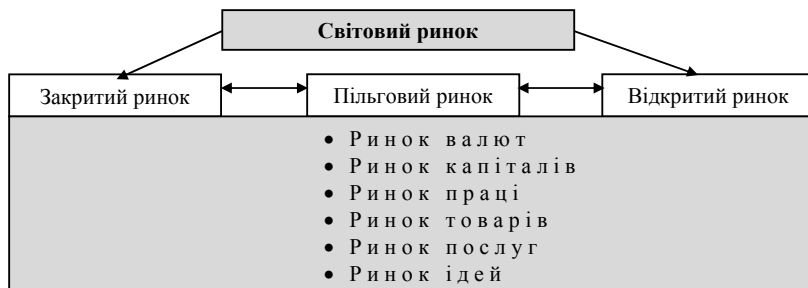


Рис. 1.7. Сектори світового ринку

Джерело: складено автором [120, с. 62].

У процесі взаємодії різноманітних факторів розвитку на світових товарних ринках формується відповідна ринкова кон'юнктура, яка відбиває зміни конкретних умов функціонування ринку та співвідношення попиту і пропозиції, пов'язаних з динамікою цін на товари та прибутками фірм (рис. 1.8).

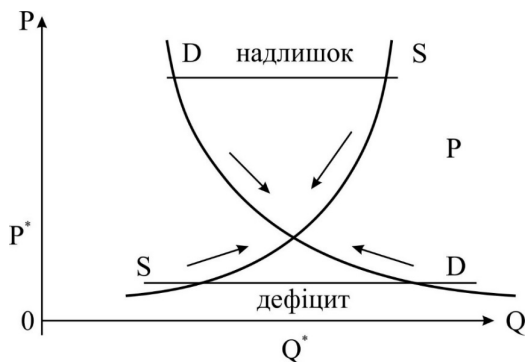


Рис. 1.8. Ціна ринкової рівноваги на світовому ринку

Джерело: складено автором [120, с. 62].

Невід'ємною рисою формування та розвитку світових товарних ринків є кон'юнктура. На мікрорівні досліджуються короткотермінові коливання і зміни товарного ринку, а на макрорівні – середні та довгострокові тенденції розвитку ринку, які враховуються в господарській діяльності на рівні

підприємств, галузей та всієї національної економіки. Ринкова кон'юнктура використовується в стратегії управління, у виборі форм та методів конкурентної боротьби, у забезпеченні ефективності зовнішньої торговельно-економічної діяльності [120, с. 62; 138, с. 234].

Формування кон'юнктури світових товарних ринків, що базується на циклічному розвитку світового господарства, відбиває ціннісний характер ринкової економіки. Великі цикли кон'юнктури досліджував відомий економіст Н. Кондратьєв. Він підкреслив роль сукупності кон'юнктуро-формувальних факторів (КФФ), що впливають на економічну кон'юнктуру і проявляються у взаємозв'язках коротко-, середньо- та довгострокових тенденцій розвитку і формують ринкову кон'юнктуру. *Чинник* – це сила руху будь-якого процесу, яка визначає його характер. КФФ – це сила, яка формує та визначає характер ринкової економічної кон'юнктури. Провідними елементами КФФ є пропозиція і попит.

Попит – це платоспроможна потреба в товарах для споживання та поповнення товарних запасів. Пропозиція – сукупність товарів, вироблених для збуту на ринку та реалізації товарних запасів. Співвідношення попиту і пропозиції зумовлює ринкову ціну на товар. Чинниками групи попиту є рівень особистого та виробничого споживання товарів, обсяг надходжень їх у товарні запаси, прибутки, купівельна спроможність країн. Фактори групи пропозиції – це обсяг виробництва товарів, їхня конкурентна спроможність, рентабельність виробництва, норми прибутків фірм, їх адаптування до впровадження досягнень науки і техніки.

*Умови формування кон'юнктури (УФК)* – це зовнішнє середовище відносно КФФ, яке здатне впливати на КФФ. УФК можна поділити на три групи: економічні, соціально-політичні та міжнародні (рис. 1.9).



Рис. 1.9. Умови формування кон'юнктури

*Джерело:* складено автором [120, с. 63].

Результатом взаємодії КФФ та УФК є різні форми прояву економічної кон'юнктури (рис. 1.10). Провідними ознаками, за якими їх відрізняють, є співвідношення попиту і пропозиції, динаміка світових цін, ділова активність на ринку (число укладених угод).



Рис. 1.10. Форми прояву кон'юнктури

Джерело: складено автором [120, с. 64]

В умовах понижувальної кон'юнктури спостерігається стабільна перевага пропозиції товару над попитом, падіння цін на товар, скорочення числа укладених угод (рис. 1.11). Таке становище на ринку називають «*ринком покупця*». Низька кон'юнктура відбиває панівну перевагу пропозиції товару над його попитом до позиції їх урівноваження, коли число торговельних операцій та ринкові ціни досягають свого мінімального значення, понижуються прибутки фірм. Кон'юнктура підвищувальна – це стабільна перевага попиту над пропозицією товару, зростання ринкових цін на товар та числа торговельних угод («*ринок продавця*»). Висока кон'юнктура має тенденцію до збереження переваги попиту на товар над його пропозицією, починається вирівнювання їх балансу, ціна на товар і число торговельних операцій сягають свого максимуму, зростають прибутки фірм.

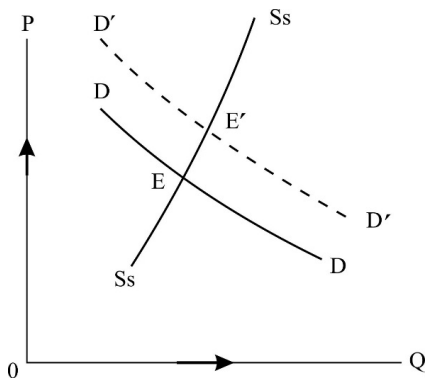


Рис. 1.11. Баланс між попитом та пропозицією

Джерело: складено автором [120, с. 64].

Короткочасний стан ринку, де панує рівновага попиту і пропозиції, називають ринковою рівновагою. Затяжний стан ринку переваги пропозиції товару над його попитом, насичення ринку товаром зумовлюють зниження цін, в'ялу кон'юнктуру, стан економічної кризи – збитків фірм та банкрутства.

Універсальним показником і барометром товарної кон'юнктури є ціна на товар. Ціни на товар ґрунтуються на суспільних витратах на виробництво товару з урахуванням його ринкової вартості. Автор дотримується думки, що ціна визначається суспільно необхідними витратами праці на виробництво товару, тобто робочим часом, необхідним для виробництва товару в даних умовах, при середньому рівні кваліфікації та інтенсивності праці [120, с. 65; 139, с. 149]. Основними ціноутворюючими чинниками є ціна виробництва товару, співвідношення попиту і пропозиції на ринку товару, механізм регулювання цін (наприклад, фіксування рівня цін, «заморожування» цін, державний контроль цін, встановлення меж допустимих змін цін з фіксуванням верхнього і нижнього рівнів їх коливань). На світові ціни на товар впливає стан грошової сфери – зміни купівельної спроможності національної грошової одиниці, валютних курсів, інфляція (знецінювання валюти) та ін.

Для світового ринку характерна безліч цін на товар. Вони відрізняються за сферами дії, характером формування, ступенем зближення з рівнем ринкової ціни. За сферами товарообігу розрізняють ціни внутрішнього та зовнішнього ринків. Зовнішньоторговельні ціни бувають експортні та імпорتنі, які враховують величину витрат за доставку товару від експортера до імпортера. Розмежовують ціни закритого і відкритого секторів світового товарного ринку.

Ціни закритих ринків мають відносну стабільність, вони більше піддаються регулюванню, проявляються в дії внутрішньофірмових умовно розрахункових трансфертних (перевідних) цін, які встановлюють монополії виробників незалежно від вимог ринку дня скорочення податкових оплат.

Ціни відкритого сектора ринку змінюються під впливом попиту на товар і його пропозиції, відбивають зміни товарної кон'юнктури, факторів стихійного (вільного) ринкового ціноутворення (ціни ринку «спот», біржові котирування).

За рівнем пристосування цін до дійсно ринкового стану відрізняють базисні ціни і ціни фактичних операцій. До базисних цін належать довідкові та офіційні ціни продаж, ціни прейскурантів, каталогів, проспектів. Ціни фактичних торговельних операцій відбивають реальний рівень ринкових цін на аукціонах, товарних біржах, контрактні, а також розрахункові (середньостатистичні) ціни.

Численність внутрішньоторговельних цін негативно впливає на визначення рівня світових цін на товари. Як світові ціни виступають ціни

звичних торговельних операцій, типових для світової комерційної практики. Вони розповсюджуються на значну частину світової торгівлі, доступні будь-якому продавцеві і покупцеві світового ринку. Як світові ціни виступають експортні ціни головних постачальників даного товару на світовий ринок (наприклад, ціни на нафту установлюють країни ОПЕК) та імпорتنі ціни провідних покупців (імпортерів) даного товару, а також ціни важливих центрів міжнародної торгівлі (міжнародних товарних бірж, аукціонів та ін.). В умовах високої конкуренції на світових товарних ринках експортерами товару стають провідні національні виробники найбільш конкурентоспроможної продукції з найменшими витратами на її виробництво – національні монополії та ТНК.

Багато ринків зводиться до трьох агрегованих: ринок благ (сукупність ринків товарів і послуг); фінансовий ринок (сукупність ринків цінних паперів і грошей); ринок чинників виробництва (сукупність ринків праці та капіталу) (рис. 1.12).

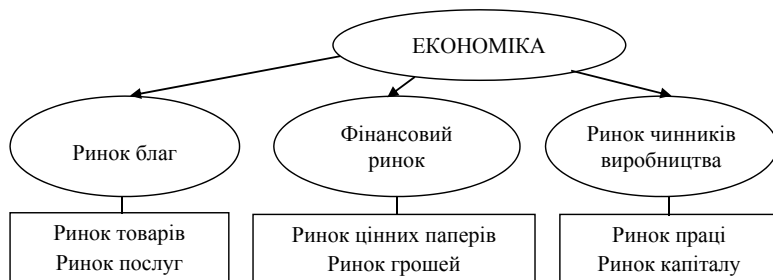


Рис. 1.12. Сукупність ринків в економіці

Джерело: складено автором [120, с. 66].

На ринку благ рівновага досягається, якщо обсяг ВВП дорівнює запланованим витратам усіх суб'єктів товарного ринку на купівлю товарів і послуг, які вироблені в країні. Попит і пропозиція доходу на цьому ринку залежать від загального рівня цін:  $Y_s = Y_d$ . На ринку грошей рівновага досягається, якщо кількість запропонованих банківською системою грошей в економіці врівноважується попитом на них:  $M = M$  (рис. 1.13).

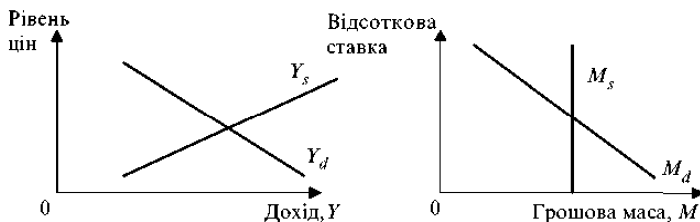


Рис. 1.13. Ринок благ та ринок грошей

Джерело: складено автором [120, с. 67]



Ринок цінних паперів, або ринок кредиту, охоплює всю сукупність довгострокових паперів, які приносять відсоток. Ціна цінних паперів є обернено залежною величиною від ставки відсотка:  $1/r$ . Рівновага досягається, якщо попит і пропозиція на ринку цінних паперів збігаються:  $B_s = B_d$  (рис. 1.14). На ринку праці рівновага досягається, якщо кількість запропонованих робочих місць врівноважується з пропозицією робочої сили:  $N_s = N_d$  (рис. 1.14).

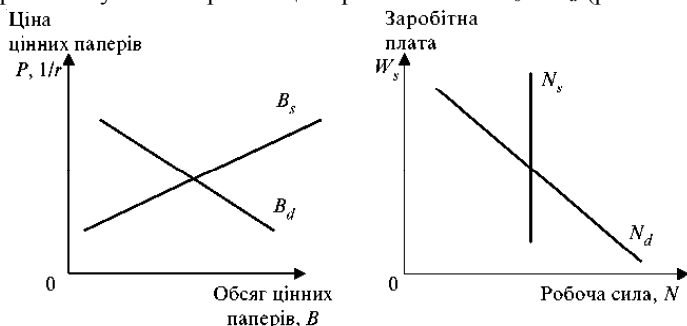


Рис. 1.14. Ринок цінних паперів та ринок праці

Джерело: складено автором [120, с. 67].

Модель «попит-пропозиція» – це модель мікроекономічної рівноваги. Рівновага товарного ринку – стан ринку, коли для продажу пропонується така кількість товару, яку споживач готовий купити. Закон попиту та пропозиції – ціна будь-якого товару змінюється, щоб врівноважити попит і пропозицію. Рівноважна ціна – ціна, яка врівноважує попит і пропозицію (рис. 1.15).

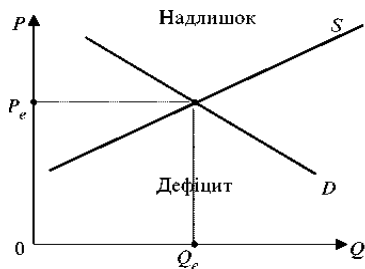


Рис. 1.15. Модель «попит-пропозиція»

Джерело: складено автором [120, с. 68].

Якщо попит на товар перевищує пропозицію товару, виникає дефіцит пропозиції, або надлишковий попит. Якщо попит на товар менший за пропозицію товару, виникає надлишок пропозиції, або дефіцит попиту.

Модель сукупного попиту та сукупної пропозиції – базова модель макроекономічної рівноваги (рис. 1.16).

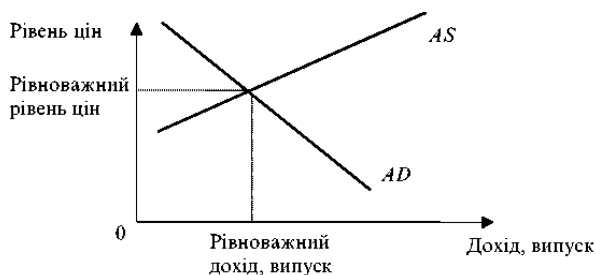


Рис. 1.16. Кейнсіанська модель AD-AS

Джерело: складено автором [136, с. 69].

Модель сукупного попиту і сукупної пропозиції аналізує причини коливань рівня цін і реальних обсягів національного виробництва. Сукупний попит і сукупна пропозиція агрегуються відповідно з рівноважних величин попиту і пропозиції на усіх ринках товарів і послуг.

Сукупний попит ( $AD$ ) – це загальний обсяг вітчизняних товарів і послуг, які готові купити домогосподарства, фірми, держава та економічні суб'єкти інших країн за певного рівня внутрішніх цін.

Від'ємний нахил кривої сукупного попиту визначається трьома ціновими чинниками: 1) ефектом багатства; 2) ефектом відсоткової ставки; 3) ефектом обмінного курсу.

Сукупна пропозиція ( $AS$ ) – це обсяг товарів і послуг, який пропонується економікою для продажу за кожного рівня цін (рис. 1.17). Величина сукупної пропозиції визначається наявними в економіці капіталом, працею і технологією і може бути записана на основі виробничої функції.

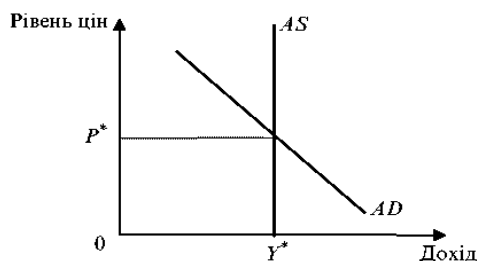


Рис. 1.17. Класична модель сукупної пропозиції

Джерело: складено автором [136, с. 70]

Класична модель сукупної пропозиції – модель для довгострокового періоду.

Цінові чинники сукупної пропозиції:

1. Зміна відсоткової ставки;
2. Зміна рівня цін.

Нецінові чинники сукупної пропозиції:

1. Зміни цін на ресурси;
2. Зміни в продуктивності праці;
3. Зміни податків з підприємств і субсидій.

При зміні нецінових чинників змінюються середні витрати. Пряма сукупної пропозиції зміщується ліворуч або праворуч.

Перетин прямих сукупного попиту  $AD$  та довгострокової прямої сукупної пропозиції  $AS$  визначає рівноважний дохід, випуск та рівноважний рівень цін. Коли економіка досягає довгострокової рівноваги, тоді заробітна плата і ціни змінюються таким чином, щоби короткострокова пряма сукупної пропозиції  $LAS$  також пройшла через цю точку. В точці  $A$  має місце подвійна рівновага (рис. 1.18).

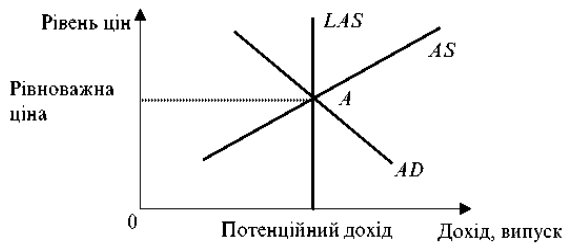


Рис. 1.18. Подвійна рівновага в моделі AD-AS

*Джерело:* складено автором [120, с. 70].

В макроекономіці базовою інвестиційною функцією є функція, яка залежить від відсоткової ставки. Реальна відсоткова ставка – плата за придбання грошового капіталу для інвестування. Функція інвестицій є спадною і відображає обернену залежність між відсотковою ставкою та інвестиціями. Фактичні інвестиції поділяють на планові та непланові. Цей поділ відображається в моделі економічної рівноваги «випуск-витрати», графічна інтерпретація якої має назву «кейнсіанський хрест» (рис. 1.19).

Бісектриса означає, що фактичні і планові витрати збігаються, «+» – незаплановане зростання, «-» – зменшення інвестицій у товарно-матеріальні запаси.

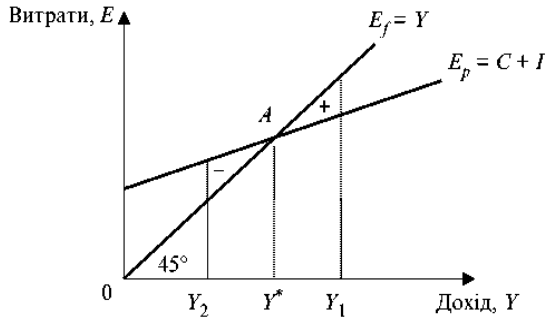


Рис. 1.19. Модель «витрати-випуск»

Джерело: складено автором [120, с. 71].

У точці  $A$ , де витрати збігаються з доходом, досягається рівність планових і фактичних інвестицій, тобто встановлюється макроекономічна рівновага. Якщо фактичний дохід перевищує рівноважний, фірми виробляють більше, ніж покупці купують. Відбувається непланове зростання інвестицій у товарні запаси і виробництво буде мати тенденцію до спаду, оскільки економіка постійно прагне досягти рівноваги. Якщо рівноважний дохід перевищує фактичний, відбувається непланове скорочення інвестицій у товарні запаси і виробництво буде мати тенденцію до зростання.

Таким чином, глобальний ринок товарів, послуг, робочої сили, капіталів і знань створює загально-світовий економічний простір і відіграє важливу роль у забезпеченні структурної перебудови національних економік. Але разом з цим він призводить до поглиблення диспропорцій у світовому господарстві.

На рис. 1.20 відображено власне бачення автора структурної сегментації глобального ринку.

У стані загальної економічної рівноваги глобального ринку діє закон Вальраса (1834–1910), за яким в економіці, яка складається із  $n$  взаємопов'язаних ринків, на  $n$ -му ринку завжди буде рівновага, якщо вона буде досягнута на усіх інших  $n-1$  ринках. Закон впливає з того, що сукупний попит і сукупна пропозиція усіх благ виражаються через їхні ціни: товарів і послуг  $Y$  через  $P$ , цінних паперів  $B$  через  $1/r$ , праці  $N$  через  $W$ , грошей  $M$  через  $1$ .

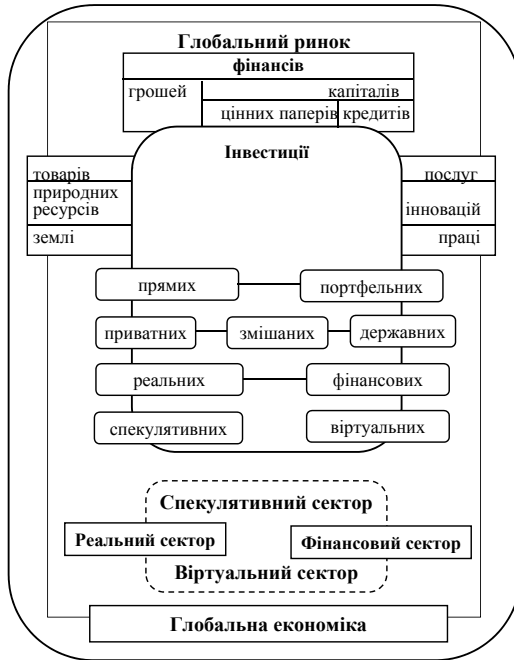


Рис. 1.20. Структурна сегментація глобального ринку  
*Джерело:* складено автором.

Модель набуває вигляду:

$$PY_d + (1/r)B_d + WN_d + M_d = PY_s + (1/r)B_s + WN_s + M_s. \quad (1.1)$$

Згрупуємо змінні ліворуч. Модель Вальраса набуває вигляду:

$$P(Y_d - Y_s) + (1/r)(B_d - B_s) + W(N_d - N_s) + (M_d - M_s) = 0. \quad (1.2)$$

Макроекономічний аналіз за законом Вальраса повинен досліджувати  $n-1$  ринок. Тому з аналізу, як правило, вилучається найскладніший – ринок цінних паперів. В основу макроекономічного аналізу покладено модель економічного кругообігу [120, с. 67; 141, с. 112].

Модель економічного кругообігу за участю держави (рис. 1.21) для закритої економіки містить у собі сектори: домогосподарства, фірми та держава, і два види ринку: ринок благ і ринок ресурсів. Потoki «доходи-витрати» діють у протилежних напрямках, а сумарний потік доходів дорівнює сумарному потоку витрат в умовах рівноваги.

Держава бере участь у регулюванні економіки (національного ринку) трьома способами: 1) збиранням податків; 2) здійсненням державних витрат; 3) регулюванням кількості грошей в економіці.

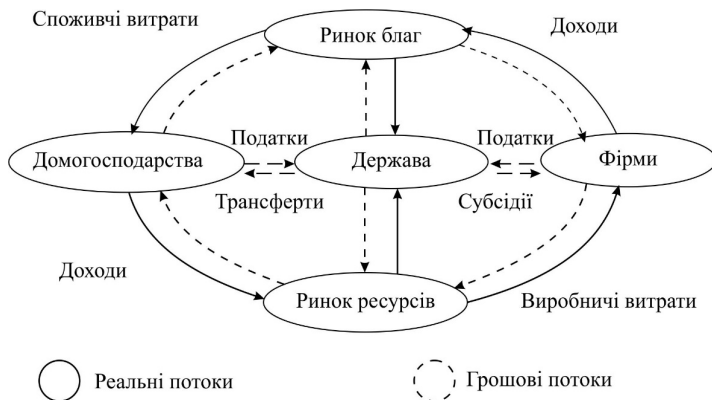


Рис. 1.21. Модель економічного кругообігу за участю держави  
*Джерело:* складено автором [120, с. 68; 141, с. 112].

Сучасному ринку, яким він є в більшості країн світу, характерні наступні риси [141, с. 21, 22]:

- це ринок, у якому правила гри багато в чому визначаються не тільки внутрішніми закономірностями національного ринку, як особливої форми організації господарства, але й економічною політикою держави, а також цілого ядра інших інститутів і установ як національного, так і загальносвітового характеру, коротше кажучи, – це ринок, що випробує сильний вплив різних інституціональних структур;

- це ринок недосконалої конкуренції, у якому своєрідно сполучаються елементи конкуренції з недосконаlostями, наприклад, з монополізмом тією чи іншою мірою й у тій або іншій формі;

- на ринку сформувався й діє новий склад господарюючих суб'єктів, на ньому панують транснаціональні корпорації, які дають понад 80% світового торговельного обороту;

- це ринок нових видів товарів, технологій, інформації, цінних паперів тощо;

- це ринок, на якому діють не тільки вільні ціни, але й монополні ціни, а також ціни, установлені або регульовані державою;

- ринок має розвинену інфраструктуру, тобто комплекс установ і інститутів, які підвищують ефективність функціонування цього ринку;

- це відкритий ринок, у якому національний ринок по суті — частина єдиного світового ринку, де правила гри визначаються міжнародними нормами.

У сучасному світі особливо гостро постає питання про соціальну спрямованість ринкової економіки. Загальновідомо, що розрив у рівні життя між багатими та бідними країнами за останнє століття сильно виріс. Нерівномірність у розподілі доходів збільшувалася й усередині країн.

Прискорення зростання виробництва й населення супроводжується зростанням бідності й убогості.

Слід відзначити, що в XX і XXI ст. якісно змінилася ринкова система господарства. В сучасних умовах у жодній розвиненій країні світу немає класичного ринку в його колишньому розумінні. Держава нині бере активну участь у формуванні макроекономічних ринкових процесів. При цьому мається на увазі держава в її нинішньому вигляді, яка почала активно втручатися в економічне, політичне й духовне життя суспільства. Однак відношення суспільства до втручання держави в економіку на різних етапах політичного розвитку було неоднаковим [141, с. 23].

Об'єктивна необхідність втручання держави в ринкову економіку виникає з того, що ринковий механізм породжує цілу ланку негативних наслідків. Крім того, саме громадське життя вимагає втручання держави як особливого інституту, який володіє винятковим і загальновизнаним правом перерозподілу фінансових ресурсів. Адже життя сучасного суспільства неможливо уявити без державної системи освіти, охорони здоров'я, спорту, без правоохоронних структур й армії.

Система функціонування сучасного ринку, з урахуванням економічної ролі держави, представлена на рис. 1.22.

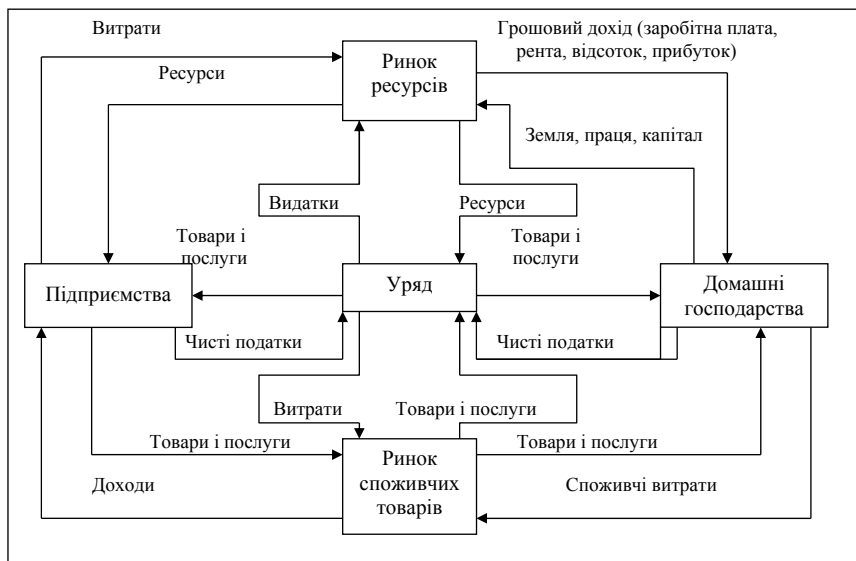


Рис 1.22. Система функціонування сучасного національного ринку  
*Джерело:* розроблено автором [141].

Центральною ланкою державних фінансів є державний бюджет — кошторис доходів і видатків. Основне джерело доходів бюджету — податки. Система видатків містить у собі різні трансферти (від лат. *transfere* — переносити) — прямі платежі у формі пенсій, допомог, стипендій, дотацій тощо. Процес керування державним бюджетом, державними видатками й оподаткуванням прийнято називати фіскальною політикою.

Моделі фіскальної політики [120, с. 71, 72].

Припустімо, держава збирає податки  $T$  і здійснює витрати на придбання товарів на рівні з домогосподарствами та підприємствами  $G$ .

Модель має назву кейнсіанська модель за участю держави та набуває такого вигляду:

$$\begin{aligned} Y &= AD, \quad AD = C + Y + G, \quad C = c_0 + c'(Y - T), \quad I = I(r), \\ G &= G_0, \quad Y = AD = c_0 + c'(Y - T) + I + G, \end{aligned} \quad (1.3)$$

де  $Y$  — дохід;  $AD$  — сукупний попит;  $C$  — споживання;  $G$  — державні витрати;  $c_0$  — автономні споживчі витрати;  $c'$  — гранична схильність до споживання;  $T$  — податки;  $I(r)$  — інвестиції, що залежать від відсоткової ставки.

Виведемо значення мультиплікатора державних витрат через диференціювання рівняння:

$$Y(1 - c) = c_0 - c'T + I + G. \quad (1.4)$$

$$\frac{dY}{dG}(1 - c') = 1; \quad \frac{dY}{dG} = \frac{1}{1 - c'} = m_G. \quad (1.5)$$

Отже, мультиплікатор державних витрат дорівнює:

$$m_G = \frac{\Delta Y}{\Delta G} = \frac{1}{1 - MPC}, \quad (1.6)$$

де  $MPC$  — гранична схильність до споживання,  $\Delta Y$  — зміна доходу,  $\Delta G$  — зміна державних витрат.

Якщо планові витрати враховують вплив податкових надходжень  $T = tY$ , мультиплікатор державних витрат відображає залежність автоматичних податкових вилучень від зміни ВВП і має вигляд:

$$m_{G/T} = \frac{1}{1 - MPC(1 - t)}, \quad (1.7)$$

де  $t$  — гранична ставка оподаткування.

Мультиплікатор податків означає, що зростання податків на  $\Delta T$  зменшує випуск у  $-c'/(1 - c')$  разів.

$$\Delta Y = m_T \Delta T; \quad (1.8)$$



$$m_T = -\frac{MPC}{MPS}. \quad (1.9)$$

За класичним визначенням бюджет – це грошове вираження збалансованого кошторису доходів і видатків за певний період. Бюджет вважається дефіцитним, якщо видатки перевищують надходження, нормальним – якщо вони рівні, профіцитним – якщо надходження перевищують видатки.

Модель державного бюджету:

$$BD = -S_g, \quad S_g = T - T_r - N - G, \quad (1.10)$$

де  $S$  – державні заощадження;  $T$  – податки;  $T_r$  – трансферти;  $N$  – виплата відсотків за державним боргом;  $G$  – державні видатки.

Якщо  $S < 0$ , бюджет є дефіцитним, якщо  $S > 0$  – профіцитним.

Важливу роль у державному регулюванні виконують фінансово-кредитна система. Модель банківської системи може бути представлена наступним чином [120, с. 73–74].

Депозити комерційних банків служать резервами грошової системи. Сума коштів, що внесені як депозити на банківські рахунки і не видані як кредити, тобто досяжні для забезпечення вимог вкладників у будь-який момент, становить обов'язкові резерви комерційного банку  $TR$ . Часткове банківське резервування – система, за якої банки тримають у резервах тільки частину загальної суми внесків. Це означає, що всі комерційні банки повинні мати обов'язкові резерви  $R$  пропорційно до суми відкритих депозитів  $D$ . Норма обов'язкового резервування встановлюється законом і визначається як відношення суми обов'язкових резервів до суми залучених депозитів:  $r - RID$ . Надлишкові резерви – величина, на яку фактичні резерви банку перевищують його обов'язкові резерви:  $E - TR - R$ .

Банківська система загалом може надати позики, обсяг яких у кілька разів перевищує її початкові надлишкові резерви. Коефіцієнт  $I_2$  називається простим депозитним, або банківським, мультиплікатором. Простий депозитний мультиплікатор ( $m - I_2$ ) визначає максимальну кількість нових депозитних грошей, що створюється однією грошовою одиницею надлишкових резервів при заданому рівні норми обов'язкового резервування.

Модель банківської системи набуває вигляду:

– норма обов'язкового резервування  $r - RID$ ;

– надлишкові резерви  $E - TR - R$ ;

– простий депозитний мультиплікатор  $m - I_2$ .

Модель банківської системи з урахуванням депозитних і готівкових грошей враховує: роль Центрального банку, поведінку комерційних банків,

можливий відтік частини грошей з депозитів банківської системи у готівку [136, с. 74–75].

Коефіцієнт депонування грошей – це відношення готівки до депозитів:  $c$  –  $CID$ . Коефіцієнт депонування характеризує структуру зберігання населенням ліквідних коштів у вигляді їх розподілу між готівковими грошима  $C$  і коштами на поточних (чекових) депозитах  $D$ .

Грошовий мультиплікатор:  $m_c = (c + 1)/(c + z)$ .

Модель набуває вигляду:

– резервна норма  $r$  –  $RID$ ;

– коефіцієнт депонування  $c$  –  $CID$ ;

– надлишкові резерви  $E$  –  $TR-R$ ;

– грошовий мультиплікатор  $m_c = (c + 1)/(c + z)$ .

Важливе місце у моделюванні національного ринку відіграють балансові моделі [120, с. 74–75].

В основі створення моделей міжгалузевго балансу (МГБ) лежить балансовий метод – взаємне зіставлення наявних матеріальних, трудових і фінансових ресурсів та потреб у них.

Основу інформаційного забезпечення балансових моделей в економіці становить матриця коефіцієнтів затрат ресурсів за конкретними напрямками їх використання. У моделі МГБ таку роль відіграє технологічна матриця.

Принципова схема МГБ виробництва і розподілу сукупного суспільного продукту у вартісному вираженні наведена у схемі (рис. 1.25). В основу схеми покладено поділ сукупного продукту на 2 частини: проміжний і кінцевий. Усе народне господарство поділено на  $n$  галузей. При цьому кожна галузь представлена у балансі як виробнича і як споживча.

Таблиця 1.2

Схема міжгалузевго банку

Споживчі галузі Виробничі галузі	Споживчі галузі					Кінцевий продукт	Валовий продукт
	1	2	3	...	$n$		
1	$X_{11}$	$X_{12}$	...	...	$X_{1n}$	$Y_1$	$X_1$
2	$X_{21}$	$X_{22}$	...	...	$X_{2n}$	$Y_2$	$X_2$
3	...	...	...	I...	...	... II	...
...	...	...	...	...	...	...	...
$n$	$X_{n1}$	$X_{n2}$	...	...	$X_{nn}$	$Y_n$	$X_n$
Амортизація	$c_1$	$c_2$	$c_3$	...	$c_n$		
Оплата праці	$v_1$	$v_2$	$v_3$	III...	$v_n$	IV	
Чистий дохід	$m_1$	$m_2$	$m_3$	...	$m_n$		
Валовий продукт	$X_1$	$X_2$	$X_3$	...	$X_n$		$\Sigma X_i$

Джерело: складено автором [120, с. 74–75].

Виділяють 4 частини, які мають різний економічний зміст. Вони називаються квадрантами балансу.

I – таблиця міжгалузевих матеріальних зв'язків.

II – кінцева продукція усіх галузей матеріального виробництва.

III – національний дохід як сума чистої продукції та амортизації.

IV – кінцевий розподіл і використання національного доходу.

У матричній формі модель МГБ можна записати:

$$X = AX + Y,$$

$$\text{де } X = \begin{pmatrix} X_1 \\ \dots \\ X_n \end{pmatrix} \text{ – вектор-стовпець валової продукції} \quad \text{де } Y = \begin{pmatrix} Y_1 \\ \dots \\ Y_n \end{pmatrix} \text{ – вектор-стовпець кінцевої продукції}$$

$A = (a_{ij})$ , де  $a_{ij}$  – коефіцієнт прямих матеріальних витрат на виробництво одиниці продукції, що показує, яка кількість продукції  $i$ -ї галузі необхідна, враховуючи тільки прямі затрати, для виробництва одиниці продукції – галузі.

Підсумовуючи викладене слід відзначити, що державне регулювання економіки не можна недооцінювати, але не можна і абсолютизувати та переоцінювати. Це регулювання стає ефективним, якщо воно дотримується трьох найважливіших принципів: у процесі регулювання виключаються дії, що порушують нормальні ринкові зв'язки; держава впливає на ринок переважно економічними методами й інструментами; держава здійснює постійний контроль за ефективністю своїх дій і їхню кореляцію, якщо в цьому виникає потреба.

### 1.3. Теоретичні підходи та практики ринкової адаптації економіки

Становлення геоekonomіки як напрямку економічної думки відбувалося одночасно із розпадом соціалістичної системи господарювання, появою метарегіонів країн, які розпочали трансформаційні процеси побудови ринково-орієнтованої національної економіки. Йдеться передусім про метасторію країн Центральної та Східної Європи (1989 р.), а також країн колишнього СРСР (1991 р.). При цьому визнається, що на етапі «реального соціалізму» не було розроблено формалізованої моделі соціалістичної системи взагалі й соціалістичної економіки зокрема [108, с. 5; 142]. Дискусійною виявилася й «вихідна база переходу від державного соціалізму до ринкового капіталізму» [108, с. 5; 143]. Наголошується, що підходи до реформування в країнах Центральної та Східної Європи після 1990 р. мали прагматичний характер і були позбавлені теоретичної бази.

Натомість у країнах із капіталістичним способом виробництва протягом століть розроблялися численні концепції макроекономічного розвитку, у яких визначалася основна проблема сучасної економічної теорії щодо ролі держави в механізмах ринкової економіки. Вітчизняні вчені відзначають домінування двох концепцій щодо економічної ролі держави: кейнсіанства і лібералізму (табл. 1.3). Представлені економічні концепції капіталістичного способу виробництва розглядають національну економіку як комбінацію: конкурентного ринку на основі приватної власності, включаючи монополію; регулюючої ролі держави [145, с. 29].

Таблиця 1.3

**Основні форми й методи державного регулювання капіталістичної економіки**

Кейнсіанство	Неолібералізм
<ul style="list-style-type: none"> <li>– жорстка податкова політика, включаючи прогресивно зростаючі податкові ставки на доходи підприємців;</li> <li>– збільшення бюджетних витрат на стимулювання виробництва, включаючи створення потужного державного сектора економіки, а також на соціальні й регіональні програми;</li> <li>– збільшення бюджетного дефіциту в період економічного спаду для стимулювання попиту;</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– ліберальна податкова політика;</li> <li>– скорочення й взагалі мінімізація бюджетних витрат як на економіку (у т.ч. урізування до мінімуму різних дотацій, субсидій як регіонам, так і галузям економіки, включаючи сільське господарство й т.п.), а також на соціальні потреби (переведення освіти, охорони здоров'я, комунального господарства, дошкільних установ і навіть пенсійної системи на ринкові відносини й т.п.);</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>– стимулювання зростання реальних інвестицій, особливо у високоефективні й наукомісткі виробництва, зменшення різних форм заощаджень, не пов'язаних з економічним зростанням;</li> <li>– жорсткі адміністративні заходи, спрямовані на обмеження монополізму й регулювання ринку в інтересах більшості населення (різноманітні форми пільг, заборон, ліцензування, квотування, сертифікації тощо.);</li> <li>– підтримка ефективного виробника</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– неприпустимість у принципі бюджетного дефіциту;</li> <li>– скасування будь-яких адміністративних обмежень, що заважають вільній конкуренції й підприємницькій діяльності;</li> <li>– свобода пересування капіталу як усередині країни, так і між країнами;</li> <li>– повна лібералізація зовнішньоекономічної діяльності;</li> <li>– ліквідація неефективних виробництв, у т.ч. через систему банкрутств</li> </ul>

*Джерело:* [145, с. 29].

Кейнсіанство знаменувало перехід до принципово нового розуміння ринкової економіки – до того, що ринкова економіка потребує регулювання і що це регулювання економіки є фіскальною (бюджетно-податковою) політикою держави. Але в середині 70-х років криза наздогнала вже державно-регульовану ринкову економіку, а отже, і кейнсіанську модель ринкової економіки. Причина цієї кризи – надмірне державне втручання в економіку.

Виникла потреба у новій концепції, яка, зберігаючи регульований характер ринкової економіки, допомогла б знайти державі «економічний» механізм свого втручання в економіку, а не «адміністративний».

Саме це завдання прагне виконати широко відома монетаристська концепція як форма лібералізму. В рамках цієї концепції держава не відмовляється від регулюючих функцій. Проте їхній акцент переміщується у бік все більш непрямих заходів дії, особливо на пропозицію, процес виробництва (замість дії на відтворення через попит). Головна ж роль у реалізації цілей розвитку і соціально-політичної стабілізації економіки країни відводиться ринковим силам (для чого усувається цілий ряд прямих форм державної регламентації економічної діяльності). Інструментом монетаризму в регулюванні економіки є грошово-кредитна політика держави.

Жодна економічна система, що має у своїй основі ринкове господарство, не може прожити без втручання тією чи іншою мірою держави в економіку. І на це існують свої об'єктивні причини [120; 144–146]:

1) правове забезпечення функціонування ринкового механізму. Ретельно відпрацьоване законодавство – могутній регулятор ринку. Він встановлює «правила гри» на ринку, що перетворює ринок з дикого в цивілізований, оснований не тільки на взаємовигідному обміні, а й на дотриманні правових правил для економічно слабшої сторони – звичайного громадянина, споживача, дрібного виробника тощо.

Найперше має бути забезпечене право власності. Власник, невпевнений в недоторканності своєї власності, побоюватиметься її відчуження і обмеження свого права на неї і не зможе використовувати на повну силу творчий і матеріальний потенціал.

Важливу роль у правовому забезпеченні має державна протидія необмеженій владі монополій. В економічно розвинених країнах розроблено антимонопольне законодавство, що обмежує недобросовісне суперництво.

Велике значення має законодавство про захист прав споживачів. Приймаються серйозні санкції проти продажу неякісних товарів, помилкової інформації про діяльність фірм тощо. Розроблено закони щодо захисту інтелектуальної власності, діяльності банківської сфери та інших галузей економіки. Нарешті, кримінальне законодавство, направлене проти крадіжок, насильства, вбивств, створює стабільну ситуацію в країні і таким чином також покращує функціонування ринку.

Ринок в окремих випадках виявляється нездатним забезпечити виробництво певних товарів – так званих суспільно-необхідних товарів. Держава фінансує подібні сфери з бюджетних коштів. Відомо, що витрати на оборону є на сьогодні однією з вельми значних статей у витратній частині

бюджету. Велику витратну статтю становлять кошти, що виділяються на соціальні потреби і на утримання державного апарату;

2) державі належить істотна роль в компенсації екстерналії (зовнішніх витрат). Існує два основні способи мінімізації негативних екстерналії.

Перший спосіб – застосування адміністративних заходів відносно тих, хто викликає негативні екстерналії. На державу покладається здійснення контролю за негативними зовнішніми ефектами із застосуванням цивільного кодексу, штрафних санкцій, ринкових ліцензій на викид відходів до певного рівня забруднення навколишнього середовища.

Крім встановлення норм і застосування заборон, тобто крім прямого адміністративного втручання, держава використовує й інший спосіб – непрямий метод боротьби з негативними екстерналіями через податкову сферу. Суть його полягає в тому, що виробники, які є основними винуватцями виникнення негативних зовнішніх ефектів, обкладаються податками.

Окрім негативних екстерналії, існують і позитивні екстерналії, коли вигоду отримує не тільки безпосередній споживач цього блага, а й «треті особи». Державу заохочує виникнення позитивних екстерналії. З цією метою проводиться субсидування. Держава субсидує охорону здоров'я, освіту, різні благодійні програми, оскільки від реалізації заходів у цих сферах виграють не тільки безпосередні споживачі блага, а й суспільство в цілому загалом;

3) стабілізація макроекономічних процесів. Нарешті, державі належить важлива роль у згладжуванні макроекономічних коливань, до яких схильна економіка.

Незважаючи на значні розбіжності у поглядах, загалом можна сказати, що всі концепції регулювання тяжіють до одного з двох напрямів: неокейнсіанського, або неоконсервативного. Але існує загальне розуміння того факту, що, по-перше, держава в змозі згладжувати циклічні коливання, і, по-друге, держава має це здійснювати в цілях досягнення і підтримки економічної стабілізації. Є й загальне розуміння того, яка повинна бути загальна лінія поведінки держави, направлена на подолання циклічних коливань. У фазі спаду всі заходи держави мають бути спрямовані на стимулювання ділової активності. У сфері податкової політики це означає зниження ставок, надання податкових пільг на нові інвестиції, проведення політики прискореної амортизації. При цьому прихильники кейнсіанських поглядів більше сподіваються на зростання державних витрат, які розглядаються як стимулятор накопичення. Податкові заходи доповнюють бюджетні, і в комплексі вони ведуть до стимулювання сукупного попиту, а зрештою – і виробництва.

Прихильники неоконсервативних поглядів більшу увагу приділяють податкам, зниження яких веде до зростання ділової активності, але загалом

вони розглядають податково-бюджетну політику як доповнення до політики кредитно-грошової. Кредитно-грошова політика в цей період досягає тієї ж мети, що й податково-бюджетна, і припускає проведення кредитної експансії. На практиці це означає, що знижуються кредитні ставки за видані позики, збільшуються кредитні ресурси банків, що веде до збільшення капіталовкладень, посилення ділової активності, зниження безробіття. Проте це може мати й негативні наслідки, оскільки в тривалій перспективі веде до посилення інфляційних тенденцій;

4) забезпечення соціального захисту. Такого захисту потребують практично всі ринкові суб'єкти, включаючи підприємців, яким має бути гарантована недоторканність їхньої власності, право на вільне розпорядження доходами і можливість підприємництва в будь-якій сфері ринкової економіки.

Пріоритетними вважаються такі напрями соціального захисту: а) гарантія мінімальної заробітної плати; б) забезпечення зайнятості; в) індексація фіксованих доходів;

Йдеться про часткове відшкодування державою грошових втрат населення в результаті інфляційного зростання цін на споживчі товари. Таке відшкодування досягається перерахунком фіксованих доходів відповідно до індексу роздрібних цін. Індексації також підлягають заощадження в банках, державні облігації в банках, державні облігації, страхові поліси.

Аргументи на користь державного регулювання значно перевищують негативні сторони, негативні ефекти державного втручання. Але проблему фіаско державного регулювання, яка неминуче присутня навіть в ідеальній ринковій моделі, не можна залишити без уваги. Дисбаланс позитивних і негативних результатів державного втручання щодо останніх неминуче призводить до непоправних втрат у будь-якій економіці.

Завершуючи огляд основних положень концепцій кейнсіанства й монетаризму, слід відзначити: «Майже в усіх країнах, що стали на шлях перетворень, спостерігався цікавий феномен: вакуум у теоретичній галузі миттєво заповнився концепцією монетаризму, який більш ніж будь-яка інша сучасна західна теорія відповідав вимогам часу» [146, с. 210, 211]. Саме монетарна теорія була покладена в основу стабілізаційних програм, що реалізовувалися за підтримки МВФ.

Попри всі нюанси і різноманітні теоретичні підходи, можна виділити два основні сценарії макроекономічної стабілізації: ортодоксальний і гетеродоксний [120].

Ортодоксальний сценарій стабілізації – сукупність макроекономічних заходів, що включає ліквідацію (мінімізацію) бюджетного дефіциту, проведення жорсткої кредитно-грошової політики й фіксацію номінальної

грошової маси або обмінного курсу валюти як «якір» для рівня цін. Якщо ці заходи вводяться урядом швидко і жорстко, то вони називаються «шоковою терапією» [147].

По-перше, саме слово «шок» підкреслює необхідність достатньо короткого часового проміжку для успішного здійснення макроекономічної стабілізації. В цьому разі йдеться про теоретичну концепцію, яка припускає не поступову, крок за кроком протягом багатьох років, боротьбу з інфляцією, а ліквідацію її за короткостроковий відрізок часу – 1–2 роки. Захисники цього підходу пояснюють свої теоретичні міркування такою важливою обставиною: боротьба з інфляцією, що розтягнулася на багато років, сформує стійкі інфляційні очікування. Отже, уряд зіткнеться з інфляційною інерцією, зруйнувати яку буде дуже складно.

По-друге, ортодоксальний сценарій припускає усунення або мінімізацію дефіциту державного бюджету. Небезпечний навіть не стільки сам дефіцит, скільки інфляційні методи його фінансування.

По-третє, ортодоксальна програма макроекономічної стабілізації припускає боротьбу з нею за допомогою так званого «якоря». В економічній теорії номінальний «якір» – це макроекономічний показник, який фіксується на певному рівні при здійсненні стабілізаційних програм. Як «якір» можуть фіксуватися обмінний курс валюти, номінальна грошова маса, номінальна заробітна плата.

Економічна теорія, а також практика стабілізаційних програм, представляє такі напрями: скорочення номінальної пропозиції грошей; лібералізація цін; збільшення реального обсягу виробництва; зниження швидкості обертання грошей. Важливо відмітити, що навіть успішно проведена грошова реформа підриває довіру населення до уряду внаслідок неминучої конфіскації. Крім того, разове знищення грошового навісу без радикальної зміни всієї системи ціноутворення і реформи в бюджетно-податковій сфері не дає гарантії від нового наростання грошової маси. Лібералізація цін так само, як і грошова реформа, знищує надмірну грошову масу, але вже через підвищення загального рівня цін. При цьому зростання цін може наочно продемонструвати, який був надлишок грошової маси перед «відпуском» цін [148].

Отже, ортодоксальний сценарій припускає усунення грошового тиску вже на самому початку ринкових перетворень. Але успіх ортодоксальної програми можна вважати суттєвим, якщо слідом за цим кроком і навіть одночасно з ним проводиться жорстка фінансова політика. Дефіцит державного бюджету, який покривається за рахунок емісії, постійно відтворюватиме ситуацію надмірного сукупного попиту, розкручуватиме інфляційну спіраль. Якщо неможливо досягти бездефіцитного бюджету, то перевищення витрат над доходами повинно



покриватися за рахунок неінфляційних джерел. Бюджетні дефіцити мають не тільки країни, що переходять до ринку, а й багато країн ринкової економіки. Для досягнення бездефіцитного бюджету необхідне як скорочення витратної частини бюджету, так і підвищення його дохідної частини. Інший процес, що приводить до зменшення бюджетного дефіциту, – підвищення ефективності збору податків і, взагалі, реформа податкової системи. Практично всі країни, що здійснювали стабілізацію, стикалися з ефектом Танзі-Олівера, суть якого полягає в знеціненні податкових надходжень до держбюджету через високі темпи інфляції.

Стабілізація фінансової системи припускає, разом з ліквідацією бюджетного дефіциту, проведення жорсткої грошово-кредитної політики. Іншими словами, необхідна політика «дорогих грошей». Ортодоксальна програма макроекономічної стабілізації спирається на взаємозв'язки, що існують між пропозицією грошей, процентною ставкою, інвестиціями, обсягом сукупного попиту й реальним випуском продукції.

Лібералізація цін при переході до ринку неминує супроводжується їхнім стрибкоподібним зростанням. Тому важливо «заморозити» грошову масу, що могло б загальмувати інфляцію. Центральний банк, що проводить жорстку грошову політику, обмежує темпи приросту грошової маси, особливо кредитну емісію. Цей захід супроводжується підвищенням процентних ставок, що робить кредит менш доступним. Важливе місце в ортодоксальному сценарії відводиться встановленню реальних позитивних ставок відсотка. Це означає, що зростання номінальних ставок відсотка має обганяти темп інфляції. Політика «дорогих грошей» викликає дефляційний ефект: зменшуються засоби на балансах підприємств у реальному виразі, отже, скорочується реальний випуск і, зрештою, знижуються темпи інфляції. Платою за зменшення рівня інфляції неминує стає падіння обсягів виробництва, банкрутство підприємств, зростання безробіття [149].

Очевидно, такі наслідки не можуть зробити популярними заходи щодо проведення жорсткої кредитно-грошової політики в жодній країні, що проводила макроекономічну стабілізацію. Будь-які спроби пом'якшити кредитно-грошову політику можуть обернутися провалом ортодоксального сценарію загалом. Тому успіх стабілізаційної програми величезною мірою залежить від жорсткості намірів реформаторів, їх здатності протистояти тиску численних лобістських груп, що вимагають пільгових кредитів, безвідплатного фінансування, списання боргів і т. п.

Звернімося ще до одного способу боротьби з інфляцією в перехідній економіці – стабілізації національної валюти за допомогою цінового «якоря» у вигляді фіксованого номінального валютного курсу. По-перше, найважливішим завданням при боротьбі з інфляцією є подолання інфляційних очікувань

суб'єктів господарства. Зафіксований на певному рівні валютний курс, що виключає його непередбачувані коливання, допоможе подолати невизначеність та інфляційні очікування як імпортерів, так і експортерів товарів.

По-друге, саме підтримка валютного курсу на фіксованому рівні висуває жорсткі вимоги до кредитно-грошової і фіскальної політики держави. Інакше у Центрального банку може просто не виявитися необхідної кількості резервів валюти для підтримки фіксованого курсу, оскільки сама фіксація припускає використання валютних інтервенцій для підтримки обмінного курсу.

По-третє, зменшуються масштаби втечі від національної валюти, її конвертації в іншу, сильнішу, валюту (наприклад доларизація в Росії), якщо обмінний курс фіксований [150].

Усі перелічені пункти можуть дійсно обмежувати інфляцію тільки в тому разі, якщо урядова програма економічних реформ користується довірою населення країни. Якщо домашні господарства і бізнес упевнені в тому, що уряд дотримуватиметься задекларованих цілей (мінімізація дефіциту держбюджету, відміна субсидій і пільг збитковим підприємствам тощо), то самі по собі ці психологічні установки здатні стримати інфляційну інерцію і валютний якір стримає зростання загального рівня цін в країні.

Складність здійснення макроекономічної стабілізації на основі фіксації номінального курсу пов'язана з небезпекою завищення або заниження реального обмінного курсу валюти. Так, наприклад, завищений реальний курс стримує експорт, робить вітчизняні товари менш конкурентоздатними. Виникають проблеми з незбалансованістю платіжного балансу і, зрештою, неминучість чергової девальвації національної валюти стає очевидною.

Завищення реального обмінного курсу в багатьох країнах, що намагалися використовувати валютний якір, відбувалося тому, що фіксація номінального курсу не супроводжувалася суворими заходами щодо усунення глибинних причин інфляції і, передусім, дефіциту державного бюджету.

Як ціновий «якір» може використовуватися й інший макроекономічний показник – грошова маса. Обмеження темпів приросту грошової маси в рамках ортодоксальної програми стабілізації повинно сприяти стисненню сукупного попиту. Лібералізація цін, припинення субсидування підприємств допомагають зменшити навантаження на державний бюджет. Використання показника пропозиції грошей як цінового якоря пов'язане, як наголошувалося вище, зі спадом виробництва, особливо на перших стадіях реалізації програми.

Проблемою проведення макроекономічної стабілізації на основі грошової маси є також складність (або неможливість) попереднього оголошення графіка майбутньої емісії грошей, за аналогією з графіком майбутніх девальвацій обмінного курсу. У другому випадку сам показник номінального курсу валюти

має парне визначення і може легко змінюватися. За умови ж «грошового якоря» використовується цілий ряд агрегатів – M1, M2 тощо [151].

Гетеродоксний сценарій, або неортодоксальний підхід до макроекономічної стабілізації, – це жорстка кредитно-грошова і податково-бюджетна політика у поєднанні з регулюванням цін і доходів. По суті, гетеродоксний підхід припускає і мінімізацію дефіциту державного бюджету, і обмеження бюджету грошей, і фіксацію номінального обмінного курсу, але доповнюється ця типова ортодоксальна програма контролем над заробітною платою і цінами, тобто використанням зарплатного «якоря» (фіксується рівень номінальної заробітної плати). Можна дати класифікацію стабілізаційних програм, як ортодоксальних, так і гетеродоксних, на основі вибору того чи іншого «якоря», що проводилися в різних країнах світу впродовж останніх двадцяти п'яти років (табл. 1.4).

Таблиця 1.4

#### Класифікація програм стабілізації

Номінальний «якір»	Ортодоксальна	Неортодоксальна
Монетарний	Росія, Казахстан, Україна	Латвія, Литва, Перу, Болгарія, Румунія, Словенія
Валютний	Аргентина, Чилі, Уругвай	Аргентина, Естонія, Ізраїль, Мексика, Перу, Польща

*Джерело:* складено автором на основі річних звітів МВФ (2010–2015 рр.) та: [http://www.fin-econ.ru/works/tyv\\_chip\\_geofinance](http://www.fin-econ.ru/works/tyv_chip_geofinance).

Аналіз неортодоксальних програм макроекономічної стабілізації дозволяє зробити такі висновки: по-перше, ці програми бувають успішними лише на початкових етапах довгострокових програм стабілізації; по-друге, для неортодоксального сценарію характерна легкість, з якою на перших порах вдається збити інфляцію; по-третє, порівняно невеликі витрати для боротьби з інфляцією.

Важливо відзначити, що одного єдиного теоретичного сценарію стабілізації, відповідного для всіх країн, на практиці не існує. І це цілком очевидно, оскільки різні країни не схожі одна на одну, принаймні в названих нижче аспектах: тривалість і ступінь інфляційної інерції; наявність розвиненої ринкової інфраструктури; ступінь довіри до уряду; готовність різних соціальних груп нести тягар витрат боротьби з інфляцією.

В основу першої хвилі реформ у колишніх соціалістичних країнах був покладений так званий «Вашингтонський консенсус», у рамках якого з метою швидкого включення всіх країн в орбіту периферійного капіталізму були розроблені рекомендації з реформування «нових ринкових економік» у дусі неолібералізму. Ці рекомендації були розраховані на країни «третього світу», але автоматично перенесені на країни Східної Європи й СНД. «Вашингтонський консенсус» став основою для проведення одного з

найжорстокіших експериментів над людьми в сучасному світі, особливо в постсоціалістичних країнах, що розвиваються [143, с. 34].

Насамперед йдеться про тривалий трансформаційний спад, спричинений структурними деформаціями під впливом зовнішніх та внутрішніх чинників (табл. 1.3). Розпад традиційних коопераційних зв'язків був для всіх держав «надзвичайним шоком як із боку попиту (втрати традиційних ринків), так і з боку пропозиції (зміна умов придбання ресурсів). Крім того, відкритість економіки в межах стратегії лібералізації виявляє недосконалість її структури з точки зору критеріїв ринкового господарства» [143, с. 219].

Дані табл. 1.5 свідчать, що Україна у порівнянні з країнами ЄврАзЕС найпізніше завершила трансформаційний спад (у 1999 р.). При цьому достатньо високі середньорічні темпи економічного зростання у 2000–2006 рр. не дозволили Україні, Росії та Киргизстану подолати ВВП у порівнянні з роком досягнення мінімального рівня ВВП. Найглибше падіння ВВП зафіксоване в Таджикистані – у 1996 р. залишилося лише 31 % від рівня 1990 р. (серед вагомих чинників спаду – громадянська війна).

Таблиця 1.5

### Трансформаційний спад та наступне зростання ВВП пострадянських країн у 1991–2006 рр.

Показник	Біло- русь	Казах- стан	Киргиз- стан	Росія	Таджик- кистан	Узбеки- стан	Укра- їна
Рік найбільшого падіння	1995	1995	1995	1998	1996	1995	1999
Тривалість трансформаційного спаду, років	5	5	5	8	6	5	9
Мінімальний рівень ВВП, 1990=100%	65	61	51	57	31	81	41
Тривалість періоду неперервного зростання, років	11	11	11	8	10	11	7
Середньорічні темпи зростання ВВП, %	7,1	6,5	4,5	6,7	7,4	4,9	7,3
Рівень ВВП 2006 р., % до мінімального рівня ВВП	214	201	152	168	205	169	164

Джерело: [152, с. 12].

На початку трансформаційного періоду країни регіону були змушені дотримуватися рекомендацій «Вашингтонського консенсусу», а саме: підтримання фіскальної дисципліни (мінімальний дефіцит бюджету); пріоритетність охорони здоров'я, освіти та інфраструктури серед державних витрат; зниження граничних ставок податків; лібералізація фінансових ринків для підтримки реальної ставки за

кредитами на невисокому, але позитивному рівні; вільний обмінний курс національної валюти; лібералізація зовнішньої торгівлі (в основному за рахунок зниження ставок імпорتنних мит); зниження обмежень для ПІІ; приватизація; дерегулювання економіки; захист прав власності.

В цьому аспекті у розвитку країн регіону можна виокремити декілька етапів: трансформаційного спаду (1992–1995 рр.) для переважної більшості країн); відновлення економічного зростання (1995–1998 рр.), подолання впливів валютно-фінансової кризи (1999–2000 рр.), забезпечення позитивної динаміки економічного зростання (2001–2008 рр.), спад і подолання наслідків глобальної економічної кризи (2009–2010 рр.) волатильність темпів економічного зростання внаслідок дії глобальних, регіональних та національних чинників впродовж 2011–2016 рр.

Період економічного зростання країн регіону реально розпочався після валютно-фінансової кризи 1998 р. і завершився у 2008 р. – із розгортанням глобальної фінансової кризи (див. додаток Б, табл. Б.1). Починаючи з 2009 р. динаміка ВВП більшості країн характеризується значною нерівномірністю, появою періодів спаду. Так, у період 1991–1995 рр. найбільших втрат зазнали Грузія, Таджикистан, Азербайджан, Молдова та Україна. У 2000 р. Україна посіла 3-є місце серед пострадянських країн за глибиною падіння – її ВВП становив 47 % у порівнянні з 1991 р. У 2007 р. (напередодні глобальної кризи) ВВП України становив лише 79 % від рівня 1991 р., тоді як більшість промислово розвинених країн регіону збільшила свій ВВП на 50–88%. ВВП Росії збільшився за цей період лише на 10 % (табл. 1.6).

*Таблиця 1.6*

**Співвідношення ВВП країн пострадянського простору у періоді  
трансформаційного спаду та зростання**

Країна	1995 / 1991 рр.	2000 / 1991 рр.	2007 / 1991 рр.	2007 / 2000 рр.
Азербайджан	42	59	188	317
Вірменія	60	70	177	229
Білорусь	66	90	152	171
Грузія	36	48	84	175
Казахстан	69	78	154	197
Киргизстан	55	72	97	134
Молдова	48	42	61	151
Росія	65	71	110	156
Таджикистан	41	41	75	183
Узбекистан	82	99	152	153
Україна	52	47	79	167

*Джерело:* [152, с. 17].

Важливою для забезпечення економічного зростання є проблема стабілізації «...лібералізованої економіки загалом і особливо таких її галузей,

як фінанси, банківська справа, грошовий обіг і кредит, валютний ринок, фондовий ринок, страхові послуги тощо. Досягнення стабілізації у цьому важливому секторі економіки виражається в динаміці показників інфляції. Від її рівня залежить міра прозорості вартісних відносин взагалі, конкретні оцінки таких величин, які виконують поряд з іншими й роль нормативу ефективності, як процентні ставки, у тому числі за кредитами та депозитами, обмінні курси валют, ставки окремих видів податків і багато іншого. Від неї залежить і наявність дешевих або доступних за ціною кредитів, особливо довгострокових інвестиційних ресурсів» [150, с. 221].

В цьому аспекті слід відзначити, що у період спаду економіки до 1997 р. інфляція більшості країн регіону вимірялася тисячами і сотнями відсотків, починаючи з 1998 р. – десятками відсотків (до 2004 р.). У подальшому інфляційні процеси на рівні понад 10% спостерігалися в різних країнах у різні періоди (додаток Б, таблиця Б.2).

Підсумовуючи викладене, можна зробити такі головні висновки щодо системних реформ:

– сильні інститути важливіші за швидкість реформ. Стрімке руйнування колишніх інститутів соціалістичної економіки без адекватного створення інститутів ринкової економіки і ослаблення традиційних для всіх країн інститутів примусу веде спочатку до економічного спаду, а не економічного зростання. Це особливо добре видно з досвіду більшості країн СНД, не підготовлених до «шокової терапії». У цих країнах одночасна відмова на початку 1990-х рр. від державного планування, промислової політики, регульованих цін та інших соціалістичних інститутів в умовах, коли планові зобов'язання і зв'язки могли бути легко порушені, коли у більшості господарських агентів були відсутні ринки товарів і досвід роботи на цих ринках, коли нових законів можна було дотримуватися слабкіше, ніж старих (наприклад, не дотримуватися ухвали уряду, ухилятися від податків, не виконувати рішення суду), – все це обернулося економічним шоком і хаосом, що призвело до тривалого «трансформаційного спаду». В ході тривалого спаду значна частина трудових, наукових і виробничих ресурсів виявилася втраченою, сформувалася могутня тіньова економіка і кримінальне середовище, слабко виріс малий бізнес і конкуренція, але зміцнилися олігархічні групи. У багатьох країнах зміцненню ринкових інститутів багато в чому заважають олігархічні групи, які можуть активно впливати на нинішні слабкі інститути і тому зацікавлені не в зміцненні прав власності і конкуренції, а надалі їх використанні для переділу активів на свою користь;

– найбільш ефективний той приватний сектор, який спирається на власні, а не приватизовані ресурси. Це передусім знов створені малі та середні

підприємства. Досвід країн показує, що у приватизованих підприємств, особливо великих, більше проблем з господарюванням в ринковому середовищі, ніж у підприємств, створених із самого початку для роботи в цьому середовищі. Хоча з часом різниця між ними стирається, зростання виробництва на нових підприємствах допомагає послабити падіння виробництва на старих, а також забезпечує широку підтримку реформ з боку нових власників;

– успіх роботи приватизованих підприємств багато в чому залежить від їхнього корпоративного управління. Приватизація повинна вести до поліпшення корпоративного управління, а не до різноманітного маніпулювання активами і доходами з боку менеджерів приватизованих підприємств і привілейованих власників – привласнення ними активів і доходів на свою користь за рахунок меншоритарних інвесторів, капіталізації активів на свою користь, укриття доходів підприємств від оподаткування. Від цих та інших дефектів корпоративного управління приватизованими підприємствами можуть уберегти націленість приватизації на перехід державних підприємств у руки стратегічних інвесторів, високі вимоги до звітності підприємств, захист прав акціонерів і прав власності (наприкінці 1990-х рр. на 70 % підприємств в Росії і Україні порушувалися права власності), а також відсутність поспіху з приватизацією великих державних підприємств і банків, багато хто з яких може успішно господарювати і в ринкових умовах;

– керівництво країни, проводячи реформи, повинне дотримуватися загальнонаціональних інтересів, а не потрапляти в полон інтересів невеликої частини суспільства, що відразу виграла на першому етапі реформ від приватизації і допомоги з боку. Цьому може допомогти активне заохочення конкуренції, податкове і кредитне сприяння малому бізнесу (а не великому), дебіурократизація господарського життя за одночасного посилення судових і виконавчих органів, активна боротьба зі злочинністю, законодавство, що забезпечує прожитковий рівень мінімальної заробітної плати. Умови господарювання мають бути сприятливі для широких верств суспільства, а саме суспільство має відчуті матеріальні вигоди від реформ.

У країнах, що переходять до ринкової системи господарювання, під макроекономічною стабілізацією розуміють передусім подолання кредитно-грошової і податково-бюджетної диспропорції.

## РОЗДІЛ 2

### МЕТОДОЛОГІЯ ДОСЛІДЖЕННЯ ФІНАНСОВИХ РИНКІВ

*Акула буде рада, якщо весь світ опиниться під водою  
(прислів'я)*

#### 2.1. Еволюція моделей функціонування фінансового ринку

У світовій, регіональних та національних економіках постійно відбувається кругообіг фінансових ресурсів. Суб'єктами фінансових ринків є домогосподарства, підприємства, держава, транснаціональні корпорації, різноманітні фінансові інститути (банки, страхові компанії, пенсійні фонди тощо). Фінансові інститути є посередниками кругообігу фінансових ресурсів. Діяльність всіх суб'єктів нерозривно пов'язана з функціонуванням фінансового ринку. Господарська політика компаній, держави, та фінансових інститутів повинна враховувати становище на фінансовому ринку.

У класичному розумінні фінансів та кругообігу фінансових ресурсів є багато понять, які взаємопов'язані між собою, але кожне з них має певний зміст. Основні з них: фінансовий ринок, світовий фінансовий ринок, фінансова система, фінансовий сектор, фінансовий ресурс. За сферою поширення виділяють світові, національні, регіональні та місцеві фінансові ринки. У даному підрозділі розкривається суть переформатування фінансових ринків нових незалежних країн як складової геоекономічного простору сучасності.

Фінансовий ринок – це грошові відносини, що складаються в процесі купівлі-продажу фінансових активів під впливом попиту та пропозиції на позичковий капітал, рух якого втілюється в цінних паперах. Поняття «фінансовий ринок» охоплює різноманітні ринки, котрі складаються з багатьох інститутів [186]. Кожний ринок має справу з певним типом зобов'язань (цінних паперів), обслуговує різних клієнтів, діє в різних регіонах. Геоекономічний регіон нових незалежних країн має особливі форми трансформації фінансових ринків в процесі переходу до ринкової економіки. Розвинута ринкова економіка взагалі передбачає існування багатьох типів різноманітних ринків. Серед яких:

– ринки матеріальних активів (physycal asset markets) та ринки фінансових активів (financial asset markets). Ринки матеріалі переходу льних активів, які називаються ринками відчутних (tangible), або реальних (real), активів, торгують пшеницею, кавою, золотом, автомобілями, нерухомістю, комп'ютерами тощо, фінансові ринки – частками капіталу (акціями), облігаціями, векселями, заставними та іншими вимогами на реальні активи;



– ринки спот (spot markets); ринки ф'ючерсів (futures markets). На першому ринку купівля та продаж мають здійснюватися на умовах «спот», тобто протягом декількох днів. На другому – на певну дату в майбутньому (наприклад: першотравневий ф'ючерс);

– ринки грошей, або фінансові центри (money markets), ринки кредитних зобов'язань, тривалістю до одного року. Важливими грошовими ринками є Нью-Йорк, Лондон, Токіо, Париж;

– ринки капіталів (capital markets), які є ринками довгострокових кредитних зобов'язань та часток капіталу акціонерних товариств;

– заставні ринки (mortgage markets), де обертаються позики під житлові будинки, комерційну й промислову нерухомість та під фермерську землю;

– ринки споживчого кредиту (consumer credit markets), де надаються позики на автомобілі та побутову техніку, навчання та відпочинок тощо.

Світовий фінансовий ринок – це сукупність національних і міжнародних ринків, які забезпечують напрям, акумуляцію та перерозподіл грошових капіталів між суб'єктами ринку за допомогою фінансових інститутів з метою досягнення нормального співвідношення між пропозицією та попитом на капітал. Грошовий сектор, у який входять фінансовий та кредитний, є специфічним ринком з його оборотами та прибутками. Світовий фінансовий ринок надає суспільству фінансові послуги, постачаючи їх у необхідний час та у необхідне місце грошима. Як товар гроші обертаються у таких секторах світового фінансового ринку, як кредитний, ринок цінних паперів, валютний, страховий та інші.

Світовий фінансовий ринок за своєю економічною суттю являє собою систему відносин та механізм збору та перерозподілу на конкурентній основі фінансових ресурсів між країнами, регіонами, галузями та інституційними одиницями (рис. 2.1).

Розвиток фінансових ринків нових незалежних країн та формування їхньої структури відбуваються загалом відповідно до визнаних у світі теоретичних та методологічних засад ринкової економіки, тенденцій та закономірностей розвитку світового господарства, проте у прискореному темпі та в умовах поширення глобальних викликів фінансового характеру.

Сучасний фінансовий ринок має глобальний характер, складну ієрархічну структуру. Фінансові ринки та суб'єкти фінансових відносин пов'язані всеохоплюючою міжнародною телекомунікаційною мережею, завдяки якій перекази платежів і торгівля фінансовими активами провадяться практично цілодобово. При цьому формуються наднаціональні інститути, до сфери компетенції яких входять певні сегменти фінансових ринків.

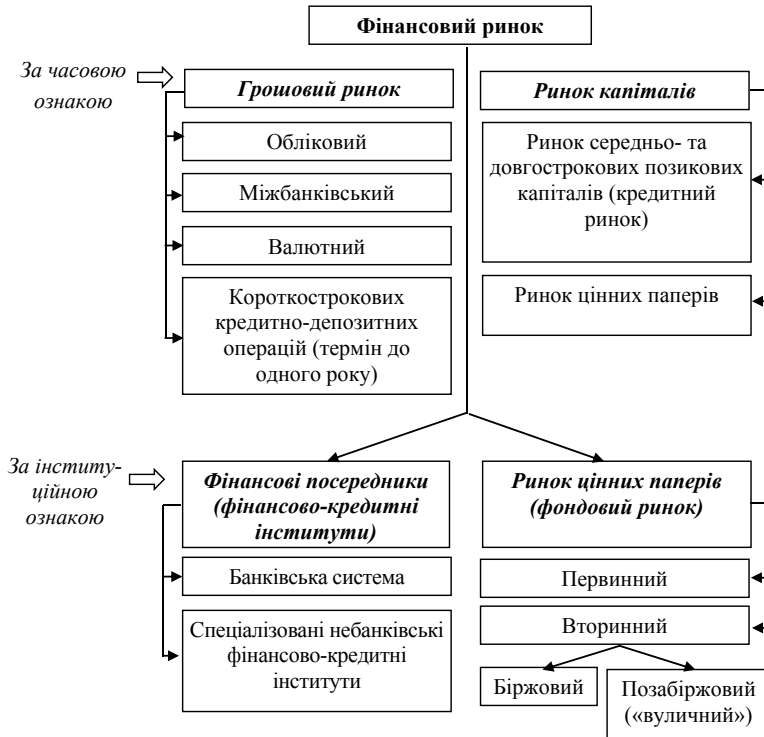


Рис. 2.1. Схема фінансового ринку  
Джерело: складено за [187].

Ринки класифікують також як первинні (primary markets), на яких нові випуски зобов'язань продаються та купуються вперше; та вторинні (secondary markets) – такі, на яких відбуваються подальші продаж та купівля непогашених зобов'язань. Вторинні ринки існують також для деяких видів позик, заставних ринків та інших фінансових активів.

Стан будь-якої економіки значною мірою зумовлений ефективністю переливу фінансових ресурсів від тих, хто має заощадження, до тих, хто на певний момент має потребу в капіталі. Що різноманітніша з точки зору суб'єктів економіки та розмірів структура заощаджень та інвестицій, то більшою є необхідність в існуванні фінансового ринку. Фінансовий ринок має велике значення для забезпечення адекватних капіталовкладень та економічного зростання.

Умовою динамічного розвитку економічного середовища в умовах глобалізації виступає фінансова рівновага, яка заснована на взаємодії таких факторів: поточної та довгострокової ліквідності, рівноважної структури

капіталу, який визначає фінансову стійкість, рентабельність та ефективність використання капіталу. Глобальні фінансові технології стимулюють виробництво нових фінансових продуктів, які виступають інструментами управління капіталом та зниження ризиків. За допомогою глобальних технологій транснаціональні фінансові корпорації прагнуть установити свій контроль над банківськими та небанківськими фінансовими інститутами локальних ринків. Політика інтеграції та «втягування» найбільш цінних ресурсів, яка проводиться глобальними гравцями ринку фінансових послуг, націлена на перетворення процесів глобалізації в американізацію [165; 188].

Фінансові ринки в умовах глобалізації значно перевершили реальні ринки обсягом продажу, ціни на деривативні інструменти почали здійснювати сильний вплив на ринки товарів та послуг. Частка фінансового капіталу розвинених країн переважає в структурі активів, доходи від операцій на фінансових ринках займають суттєве положення у структурі їхніх доходів.

Рух фінансових потоків та угоди з грошовим капіталом здійснюються не тільки через фондовий, а й через інші взаємопов'язані сегменти – кредитний, валютний, страховий ринки.

В умовах глобалізації зросли потоки фіктивного капіталу, які пов'язані з операціями з цінними паперами. Незважаючи на посилення віртуалізації угод на фінансовому ринку та послаблення його зв'язку з реальними потоками грошового капіталу, зберігається прямий та зворотний зв'язок цього ринку з відтворенням.

В останні роки на фінансовому ринку розвинених країн чітко проявляється тенденція, яка відображає зниження наглядових функцій центральних банків та їх переключення на монетарні питання (Велика Британія, Японія, Корея та інш.).

Реалізація ризиків глобалізації з 2007 р., яка проявляється у збільшенні обсягу банківських кредитів нефінансовим організаціям на понад 50 %, бурхливий розвиток споживчого та іпотечного кредитів, світова криза ліквідності стали серйозним випробуванням для ліквідності українського фінансового ринку, особливо кредитного. Цьому сприяла зростаюча зовнішня заборгованість великих корпорацій, банків, які не змогли рефінансувати власні борги за рахунок світового фінансового ринку. На кредитному ринку переважають короткострокові депозитні та кредитні операції. Недостатньо розвинуті фінансові послуги, які засновані на зв'язку комерційного банківського кредитування та фондових операцій. Україна відстає від зарубіжної практики розвитку послуг факторингов та форфейт-інститутів. Для подальшого розвитку синдикуваного кредитування потрібна підтримка у формі державних гарантій. На українському фінансовому ринку обмежено

використовувалися інноваційні фінансові інструменти, що, з одного боку, ускладнювало роботу з ризиками, а з іншого боку, знижувало небезпеку глобального тиску на українські фінансові інститути [165].

Світова банківська система розвивалась в умовах глобалізації як чотиришарова структура. Найвищий рівень представлено невеликою групою наднаціональних банків та фінансових організацій, які працювали під егідою ООН та інших міжнародних організацій, завданнями яких є регулювання фінансових ринків та фінансове забезпечення політики ООН, інших міжнародних організацій. До другого рівня можна віднести центральні банки, які контролювали діяльність національних комерційних банків. Третій рівень представлено глобальними ТНБ (транснаціональними банками), які мають систему дочірніх банків. До четвертого рівня можна віднести звичайні комерційні банки, які становлять понад 90 % чисельності всіх банків. Глобалізація ринку капіталів західних країн привела до структурних змін. З'явилися нові фінансові та нефінансові інститути, а також механізми, які забезпечують рух фінансових активів [165; 188–190].

Зростання глобального ринку капіталів і в новому тисячолітті супроводжується суттєвим зниженням ролі банків та паралельним посиленням ринкових інститутів як головних фінансових посередників. Міжнародний банківський бізнес мав розвиток як депозитний та процентний. Процентний та депозитний бізнес упродовж тривалого часу дозволяв банкам успішно заробляти високу маржу та удосконалювати свої технології. Основні цілі удосконалювання технологій полягають у тому, щоб постійно підвищувати власну капіталізацію за рахунок вкладів акціонерів та клієнтів, а також завойовувати довіру клієнта на основі збільшення числа і якості послуг з обслуговування і тривалого зберігання його грошей у банку. Основною інноваційною перевагою в цьому разі було освоєння технологій консолідації капіталу за дорученням клієнта (грошей, цінних паперів, коштовностей, нерухомості тощо) з коштів із рахунків, розкиданих у банках всього світу [165; 191–192].

В умовах глобалізації на світовому фінансовому ринку домінують великі покупці електронних біржових паперів за онлайн-поставками цінних паперів. За рахунок оптових покупок послуг за низькими цінами інвестиційні комерційні банки як найбільші фінансові інститути суттєво знижують трансакційні витрати та ризики власних клієнтів, сприяючи розвитку ринку корпоративних цінних паперів як найбільш динамічного сегмента фінансового ринку. Інформаційно-фінансова система обмежила розвиток класичних комерційних банків за рахунок використання власних переваг, ведучи процентний та депозитний бізнес та одночасно розвиваючи сучасний інвестиційний бізнес. Інформаційно-фінансова система має високий рівень

стандартизації та автоматизації кастодіальних та кредитних функцій і захисту від невиконання зобов'язань за поставками.

Крім того, що інформаційно-фінансова інфраструктура забезпечує широку пайову участь інвесторів із різних країн різної структурної власності в транснаціональній торгівлі цінними паперами, понизить трансакційні витрати та ризики, сприятиме зменшенню боргів (як власних, так і державних), виведенню українських цінних паперів на зовнішні ринки капіталу та рівноправній участі країни у боротьбі з часткою спекулятивного капіталу та його відтоком, в обліку й контролі інвестиційних трансакцій за стандартами Global Custody [165].

Стратегія управління полягає у виборі та обґрунтуванні політики ефективного розміщення фінансових ресурсів комерційної організації; тактика управління – у конкретизації поставлених цілей у вигляді системи планів та їхнього ресурсного забезпечення за різними параметрами (часовим, матеріально-технічним, інформаційним, кадровим тощо). У сучасному фінансовому бізнесі виживають найбільш пристосовані та динамічні компанії, при цьому, щоб зберегти стійкість в умовах глобальної фінансової кризи, вони повинні стрімко змінюватися. Інформаційні технології швидко змінюють не тільки модель управління, а й профіль сучасного фінансового бізнесу [159, с. 99].

В умовах глобальних ризиків найбільш ліквідним активом фінансової організації є інформаційно-фінансовий капітал, а точніше, накопичена інформація про ризики взаємодії з клієнтами та контрагентами. Глобалізація сприяла не тільки прискореній капіталізації та системній інтеграції різних форм фінансових інститутів на основі використання інноваційних фінансових інструментів та технологій, але і формуванню в них інших функцій на основі розвитку організаційного капіталу й інформаційно-комунікаційного капіталу, які сприяли становленню інтегрованих фінансових груп [159, с. 100; 188; 189].

На глобальному ринку фінансово-кредитних послуг поступово відбувалася диверсифікація фінансових організацій. Процес розвитку мереж універсальних фінансових організацій за рахунок витіснення спеціалізованих фінансових структур підготував створення інтегрованих фінансових груп, які спеціалізуються на комплексному обслуговуванні клієнтів – фінансових супермаркетів.

Банки пропонують клієнтам конкурентоспроможні комплекси послуг на базі інтернет-технологій, включаючи мобільний банкінг та підтримку рахунків у системах електронної комерції. Для банківського ринку подібна картина означає, що значна частина його клієнтури дозріла для інтернет-комунікацій, що від обширної армії потенційних та реальних клієнтів банк відділяє всього одне натискання комп'ютерної кнопки.

Реальною проблемою фондових ринків, що формуються, є брак ліквідності. Малоформатні фірми, які становлять більшість на фондових ринках, мають дуже низьку ліквідність. Перед фондовими ринками країн, що розвиваються, постають три основні проблеми [174, с. 100; 188; 189]:

- традиційно низька ліквідність компаній, які становлять більшість учасників ринку, які зареєстровані на фондових ринках країн, що розвиваються;

- проблема регулювання та розповсюдження ринкової інформації, особливо чутливої для невеликих фірм;

- економія на масштабах фінансових ринків.

У підвищенні конкурентоспроможності національних фінансових інститутів найбільшу роль відіграє консолідація фінансового капіталу, укрупнення банків, посилення їхньої взаємодії з небанківськими фінансовими інституціями (страховими, лізинговими, керуючими компаніями). Транснаціональні банки та глобальні фінансові корпорації, які виступають в умовах глобалізації у якості центрів економічної влади, забезпечують перерозподіл ресурсів за рахунок використання нових фінансових технологій. Динаміка розвитку фінансового ринку визначається сьогодні не тільки вартістю активів, але й якістю комунікацій з клієнтами, задоволенням клієнтів послугами, що пропонуються, ставленням до клієнтів з боку службовців фінансових компаній, ступенем професіоналізму управлінського персоналу фінансових організацій, розвитку програмно-інформаційного забезпечення послуг, маркетингу фінансових послуг [159, с. 100; 188; 189; 193].

Масовий прихід іноземних банків стимулює зміни у банківському секторі країни, яка приймає. Саме банки-інвестори привносять капітал та досвід управління у таких сферах, як інформаційні технології, гарантії розміщення кредитів, операції з активами та пасивами, розробка нових банківських продуктів тощо, що особливо важливо для банківської системи країн, які розвиваються, де передача банківських технологій відіграє важливу роль у створенні кредитної культури. Позитивним прикладом значного ефекту, який надали прямі іноземні інвестиції на модернізацію фінансового сектора та консолідацію банківського капіталу, є банківський сектор Польщі [165, с. 101].

Нині інформаційні технології є рушійною силою кардинальних структурних змін у банківському бізнесі, які відкривають банкам цілодобовий вихід на будь-які географічно віддалені ринки. Нові технології дають банкам можливості розвитку, але вони несуть в собі певні ризики. По-перше, нові технології змінюють характер взаємин банку та клієнта, роблять більш простішою процедуру зміни клієнтом банку, що обслуговує. Віртуальний банк несе в собі ризик деперсоналізації відносин банку та клієнта. По-друге, якщо

стратегія впровадження нових технологій недостатньо розроблена, це може потягнути за собою серйозні негативні наслідки. По-третє, нові технології можуть сприяти зміні правил конкурентної боротьби у традиційній банківській сфері. Вже сьогодні, наприклад, є тенденція витіснення банків із сфери посередництва у платежах [176, с. 101].

Глобальна інформаційно-мережева економіка з розвитком процесів транснаціоналізації являє собою високою мірою ускладнене переплетення виробництва, капіталів, інформації, технологій, ринків праці та всіх інших ланок отримання максимального прибутку, який контролюється трьома центрами економічної могутності, а також транс- та міжнародними корпораціями та банками. З розвитком транснаціоналізації капіталу світова економіка стала більш інтегрованою, мінливою та більш взаємопов'язаною. Процвітання або занепад тієї або іншої економіки, тієї або іншої держави і навіть того або іншого регіону залежать від джерел та структури накопичення капіталу і того, хто їм керує всередині світової економіки [176, с. 101].

Особливого значення у сучасній глобальній фінансовій економіці набуває зберігання, систематизація та ефективне використання вже накопиченої інформації з тим, щоб від кожного елемента знання отримати максимум новоствореної вартості та корисного ефекту. Використання інформаційних ресурсів на глобальному фінансовому ринку характеризується ефектом мережевої інтеграції. В умовах фінансової глобалізації всесвітня інформаційно-фінансова мережа перетворилась у глобальне комерційне середовище, яке розвивається за власними внутрішніми законами, що знову формуються, яке здійснює сильний вплив на традиційну економіку та її основних економічних агентів. Інтегруючись в традиційну економіку, інтернет-економіка не втрачає власної самоідентифікації, нарощує її потенціал; нові технології, які засновані на ERP, CRM тощо, також змінюють традиційні засоби організації та управління виробництвом та перетворюють їх на нові [176, с. 101].

Розвиток інформаційно-мережевої глобалізації заснований на транснаціоналізації виробництва та капіталу та тісно пов'язаний зі стратегією максимізації гнучкості процесів. З транснаціоналізацією капіталу та появою ТНК і ТНБ виникла необхідність у глобальному регуляторі інтеграційних процесів. Фінансова глобалізація сприяла формуванню міжнародних регуляторів, які управляють фінансовими потоками та регулюють рух капіталу. СОТ, МВФ, Світовий банк є основними акторами глобальної економіки, які визначають динаміку інтеграційних процесів, розширюючи або скорочуючи інвестиційні потоки, контролюючи процес глобального накопичення капіталу [179, с. 101; 194].

Процес глобального регулювання дав новий імпульс розвитку транснаціональних банків у зв'язку з тим, що процеси фінансової глобалізації розвиваються при відкритих кордонах для вільного пересування капіталу через різні зони та пласти глобальної капіталістичної системи. Національні держави з ринками, що формуються, змушені проводити політику «відкритих дверей» перед агентами глобальної світової економіки, залучаючи ресурси транснаціональних компаній і банків [179, с. 101; 194].

Таким чином, глобалізацію економічної діяльності можна визначити як процес фінансового контролю та управління всіма її видами у світовому масштабі в інтересах країн економічного авангарду фінансової економіки. У геоekonomічному просторі цей процес знаходить вираження в посиленні економічної могутності країн фінансового центру відносно країн фінансової периферії [179, с. 102].

Професор Стерновської школи бізнесу Нью-Йоркського університету Н. Рубіні відмічає, що новим трендом фінансової глобалізації після кризи виступає більш жорстка система фінансового регулювання. Вчений виділяє такі основні особливості та принципи глобального регулювання фінансової економіки після системної кризи [165, с. 102; 195].

По-перше, відбувається розширення поля регулювання, яке спрямоване на діяльність регуляторів. Всі організації, які фінансуються із залученням позикових коштів, повинні бути включені до сфери дії регулятора, щойно їхній розмір перевищить певний мінімум, внаслідок тенденції «вибірковості у покритті», коли учасники ринку переносять власну діяльність з однієї фінансової сфери в іншу, де правила регулювання є менш жорсткими або існує імовірність приховування інформації про діяльність від регулятора.

По-друге, подушка безпеки, яка виражається у вимогах до рівня власного капіталу як невід'ємного елемента самострахування у фінансовій сфері та рівні ліквідності. Прикладом може виступати американський банк Bear Stearns з відносно низьким рівнем власного капіталу у ставленні до операцій, у яких він брав участь. Вимоги до капіталу повинні бути уніфіковані у всій фінансовій системі та стосовно кожного класу ризиків.

По-третє, проциклічність, або залежність економічних систем та капіталу від циклічного розвитку економіки (списання поганих іпотечних боргів, переоцінка та погіршення якості активів). Інститути, капітал яких зменшується у кризові періоди, необхідно зобов'язати підвищити його рівень за певний період часу.

Транснаціональні компанії та банки в умовах глобалізації економіки прагнуть до збільшення обсягів інвестицій на ринки, які розвиваються, при цьому будь-які інвестиційні рішення ухвалюються в умовах високої швидкості



старіння інформації. В умовах фінансової глобалізації найбільші ТНБ розвивають комплекс різних стратегій, які мають напрям на розвиток їхньої інвестиційної діяльності. Найбільші фінансові ТНК виступають учасниками ринку інвестиційних послуг, випускаючи облигації, акції, деривативи, забезпечуючи супровід угод злиття та поглинання, отримання синдикованих кредитів. Фінансові компанії підписуються на випуски цінних паперів та спільно з банками створюють синдикати. Банки скуповують непродані цінні папери, отримуючи комісійні [165, с. 102].

У сучасній економіці світові фінансові центри (СФЦ) є невід'ємною ланкою інтеграції світових фінансових ринків, яка відіграла важливу роль у фінансовій глобалізації. Світові фінансові центри – центри зосередження банків та спеціалізованих кредитно-фінансових інститутів, які здійснюють міжнародні валютні, кредитні, фінансові операції, угоди з цінними паперами, золотом. Фінансовий центр – це місце тяжіння та концентрації фінансового капіталу, фінансових та товарних ринків, обумовлене ефективністю використовуваних основних ресурсів, конкурентоспроможністю економіки, розвиненістю законодавчої, нормативно-правової, технологічної та соціальної баз, в інтересах створення на цій основі комфортних умов для розвитку бізнесу [165, с. 102–103; 194].

На сьогодні існує декілька видів класифікації міст за ступенем участі у глобальному фінансовому ринку: фінансові центри вищого ешелону: Лондон, Нью-Йорк, Токіо; багатонаціональні фінансові центри: Майамі, Лос-Анджелес, Франкфурт-на-Майні, Амстердам, Сінгапур; важливі національні центри: Париж, Цюрих, Мадрид, Мехіко, Сан-Паулу, Сеул, Сідней.

Класифікація фінансових центрів з урахуванням значущості міста на світовій арені [192, с. 103; 194]:

- глобальний фінансовий центр являє собою значущу концентрацію фінансових інститутів, які виступають як пов'язані ланки між учасниками фінансової сфери світового, національного та регіонального рівнів;

- міжнародний фінансовий центр – виконує координацію діяльності учасників фінансового сектора при укладанні міжнародних угод в зазначеній частині світу;

- спеціалізований фінансовий центр є визнаним світовим лідером у визначеній сфері фінансового ринку: банківської сфері, сфері страхування тощо;

- національний фінансовий центр проводить торговельні операції, у тому числі міжнародні, у обсязі, який зіставний з сукупними і фінансовими показниками країни, де розташований фінансовий центр;

- регіональний фінансовий центр – проводить торговельні операції регіонального масштабу у межах однієї країни.

Основою сучасної економіки є фінансова глобалізація – ключовий фактор економічного розвитку. На сьогодні можна констатувати факт переважання ролі фінансового капіталу в інтенсифікації питань економічної глобалізації загалом. Внаслідок цього глобалізація фінансового капіталу займає центральне місце в наукових дискусіях економістів з питань глобалізації. Багато фахівців справедливо визначають економічну глобалізацію як розвиток глобальних фінансових ринків, зростання світових потоків капіталу й посилення активності міжнародних корпорацій [195, с. 103].

Глобалізація потоків фінансового капіталу є основною тенденцією у сучасних умовах. Вочевидь, що акціонування та розвиток економіки як цілісної системи в умовах глобалізації без участі глобального капіталу неможливе. Глобальні фінанси супроводжують і опосередковують економічні відносини на всіх рівнях. Не варто забувати про існування самостійного ринку фінансового капіталу з власним механізмом, цілями та специфікою розвитку. Образно кажучи, світові фінансові потоки виконують функцію кровоносної системи у складному організмі глобальної економіки. Сучасний етап розвитку фінансової економіки демонструє зрілий стан, коли фінансова доміганта повністю підкоряє економічний розвиток. Фінансова економіка сьогодні кидає нові виклики та накладає обмеження на звичні форми функціонування економіки [160, с. 103].

На сучасному етапі розвитку найактивніше їдуть процеси фінансової глобалізації, що викликані збільшенням взаємозалежності країни, яка пов'язана зі зростанням обсягів та різноманіттям міжнародних операцій у сферах фінансової, валютної, розрахункової, страхової, фондової, кредитної взаємодії.

Процес фінансової глобалізації полягає у поступовому об'єднанні фінансових ринків у єдиний світовий ринок, який сприяє безперешкодному оперативному обертанню коштів.

На рис.2.2 зображено авторське бачення тришарової структури сучасного світового фінансового ринку, які взаємодіють між собою, але існують окремо.

Так, під міжкраїнною фінансовою сферою маються на увазі всі фінансові відносини між країнами на державному рівні (підписання міжкраїнних договорів тощо); другий рівень транскорпоративний – фінансові потоки капіталу їдуть на транскорпоративному рівні з центрами у головних офісах ТНК, на цьому рівні можуть бути задіяні ті самі країни, але іншими каналами; третій рівень – віртуальний – це надрівень, який формується самостійно і за власними правилами.

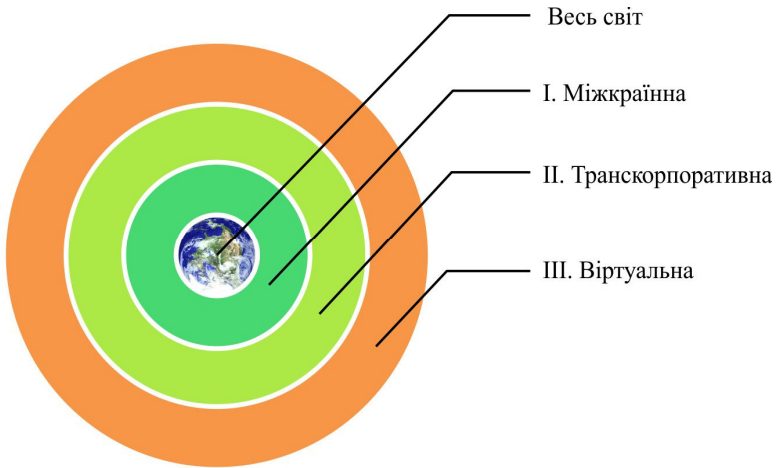


Рис. 2.2. Схема сфер світового фінансового ринку

*Джерело:* складено автором.

Фінансова глобалізація включає такі складові: міжнародні фінансові ринки; економічні суб'єкти, які функціонують на цих ринках у вигляді ТНК, ТНБ, фінансових корпорацій, урядів та центральних банків національних держав, міжнародних фінансових організацій тощо; нові фінансові інструменти, які виникають на основі обертання традиційних об'єктів купівлі-продажу на світових фінансових ринках (інвестиції, кредити, цінні папери і т.ін.); технологічна основа фінансової глобалізації, яка пов'язана зі створенням всесвітніх інформаційних мереж.

Важливими передумовами фінансової глобалізації стали [160, с. 104]:

- лібералізація національних фінансових, кредитних ринків, допуск на них нерезидентів, скасування обмежень на проведення ряду операцій;
- посилення конкуренції на міжнародних ринках (як між національними та іноземними кредитно-фінансовими інститутами, так і між банківськими та небанківськими фінансовими установами) за сфери впливу;
- становлення нових національних регіональних фінансових ринків та включення їх у загальну ринкову систему;
- розвиток сучасних електронних технологій, засобів комунікації та інформатизації, які дозволяють зв'язати між собою як національні фінансові ринки, так і ринки різних фінансових інструментів.

Глобалізація посилює зв'язок між рухом валютних курсів, процентними ставками та котируваннями акцій у різних країнах. Вона проявляється також у взаємодії нових фінансових інструментів у просторі та часі.

Глобальні фінанси виникли у результаті дії двох різнорівневих процесів, які відбуваються у світовій економіці. З одного боку, відбулось розповсюдження фінансових відносин усередині країни на світогосподарські зв'язки. З іншого боку, у світовій економіці виокремилась фінансова складова. Обидва ці процеси призвели до формування системи глобальних фінансів. Глобальні фінанси є складовою частиною світової економіки та являють собою сукупність фінансових ресурсів усього світу.

Категорія «глобальний фінансовий ринок» належить до категорії «міжнародні фінанси» та є її складовою. Сегментація глобального фінансового ринку може бути проведена за рядом ознак. Базова сегментація основана на цілях перерозподілу та передбачає виділення у складі фінансового ринку грошового ринку та ринку капіталів [160, с. 105].

Грошовий ринок – це ринок відносно короткострокових операцій до року, на якому відбувається перерозподіл ліквідності, вільної грошової готівки, на ньому відбуваються угоди з активами у ліквідній формі, які можуть бути використані як засіб платежу для погашення різноманітних зобов'язань. Найбільш ліквідним активом, як відомо, є гроші у вигляді банкнот та залишків на поточних (розрахункових) рахунках та кореспондентських рахунках комерційних банків. Високою ліквідністю володіють державні короткострокові цінні папери, які також можуть використовуватись для погашення зобов'язань їх володарів. Поряд з цим на грошовому ринку обертаються й короткострокові комерційні боргові зобов'язання, які випущені першокласними фірмами та корпораціями (наприклад векселі, комерційні папери), які часто мають форму цінних паперів та приймаються учасниками ринку як засіб погашення зобов'язань.

Грошовий ринок обслуговує рух оборотних капіталів у компаніях та організаціях, короткострокових банківських кредитів, вексельний ринок та ринок високонадійних державних цінних паперів.

На ринку капіталів відбувається перерозподіл вільних капіталів та їх інвестування у різні доходні та фінансові активи. На цьому ринку відбуваються відносно довгострокові операції, які забезпечують формування власного капіталу фірм, а також залучення інвестицій. Суворої межі між грошовим ринком та ринком капіталу не існує, оскільки ті самі інструменти можуть обертатись як на грошовому ринку, так і на ринку капіталів. Різниця між цими секторами полягає у функціях, які вони виконують.

Загальною функцією грошового ринку є регулювання ліквідності всіх учасників ринку та економіки загалом. Функціями ринку капіталів є формування та перерозподіл капіталів економічних агентів, а також корпоративний контроль. Основною відмінністю грошового ринку від ринку

капіталу є ліквідність активів, які обертаються на них, та час виконання зобов'язань, тобто на грошовому ринку обертаються високоліквідні короткострокові зобов'язання, а на ринку капіталів середньо- та довгострокові зобов'язання терміном більше року, а також часткові цінні папери, ліквідність яких більш низька, ніж у інструментів грошового ринку.

На фінансовому ринку відбуваються угоди з фінансовими інструментами, під якими за стандартами фінансової звітності розуміють будь-які договори, у результаті яких одночасно виникають фінансовий актив в одній компанії та фінансовий обов'язок в іншій.

Залежно від виду фінансових інструментів, які є об'єктом купівлі-продажу, виділяють такі сегменти фінансового ринку: 1) валютний ринок; 2) кредитний ринок; 3) ринок цінних паперів; 4) ринок золота; 5) ринок страхових послуг.

На рис. 2.3 відображено власне бачення автора структурної сегментації світового фінансового ринку.

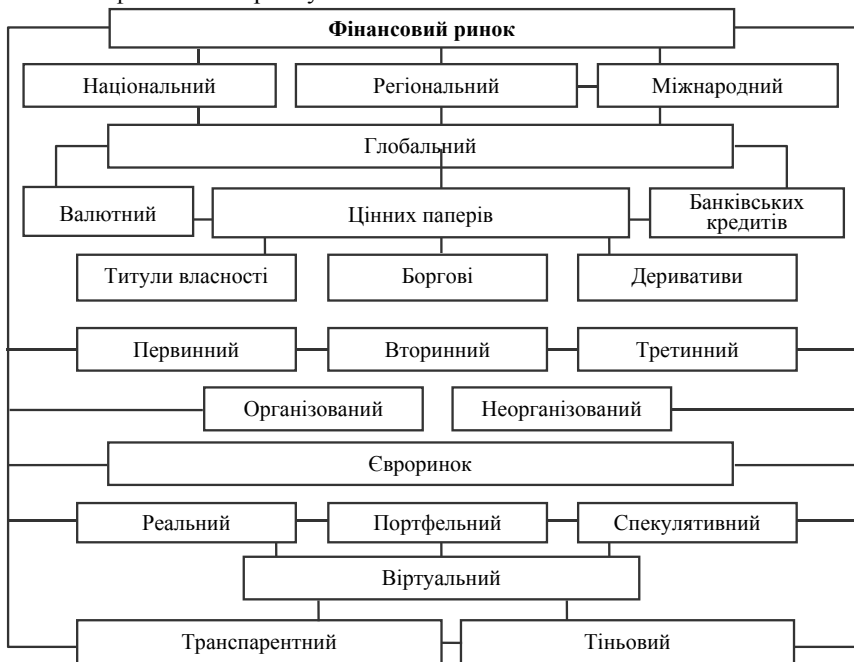


Рис. 2.3. Структурна сегментація світового фінансового ринку

Останнім часом розвиваються ринки з похідними фінансовими інструментами. Відповідно до стандартів похідні фінансові інструменти мають три ознаки [160, с. 105; 196]:

– вартість їх залежить від величини базисної змінної (курс; процентна ставка тощо);

– для їх придбання необхідні невеликі початкові інвестиції в порівнянні з іншими контрактами.

Розрахунки за ними здійснюються у майбутньому.

На валютному ринку відбуваються угоди з купівлі-продажу іноземної валюти у готівковій та безготівковій формах. У країнах з перехідною економікою угоди з валютою відбуваються за безпосередньої участі банків, які є учасниками бірж, і разом з ними складають інфраструктуру валютного ринку.

На кредитному ринку відбуваються угоди з надання одними економічними агентами тимчасово вільних грошових коштів у позику іншим; вони можуть надаватись безпосередньо – ринок міжгосподарського кредиту, банками будь-яким економічним суб'єктам – ринок банківського кредиту, державою – ринок державного боргу, населенню – ринок споживчого кредиту.

Ринок цінних паперів – угоди між емітентами цінних паперів й інвесторами зазвичай за участю посередників. Виділяють грошовий сегмент – короткострокові ліквідні цінні папери, сегмент капітального фінансування – ринок титулів власності, сегмент довгострокового фінансування – ринок боргових зобов'язань. На ринку золота відбувається торгівля золотом, іншими коштовними металами та каміннями. Ці фінансові активи розглядаються інвесторами як надійний засіб збереження вартості.

Відносно відокремленим сегментом фінансового ринку є страховий ринок, на якому обертаються страхові контракти. Включення страхового ринку до складу фінансового визначається тим, що частина страхових контрактів являє собою договори накопичувального страхування, які передбачають акумуляцію заощаджень населення, які в цьому разі є альтернативним варіантом інвестування заощаджень. Крім того, страхові компанії керують значними сумами страхових резервів, які інвестують у різні сегменти.

На ринку похідних фінансових інструментів продаються різні контракти, які використовуються покупцями як для цілей спекуляції, так і для цілей страхування ризиків. Ринки похідних фінансових інструментів можна розглядати як самостійний сегмент або як складову частину інших ринків: валютного – валютні опціони, ринку цінних паперів, кредитного ринку і т.ін.

В економічній літературі пропонуються різні підходи до структурування фінансового ринку [212, с. 106]. Розглянемо підхід, коли фінансовий ринок включає п'ять основних сегментів, де валютний ринок набуває самостійного статусу, а не включається у грошовий ринок. Ринок цінних паперів є складовою ринку капіталу, підрозділяється на два сегменти не залежно від того, хто є емітентом цінних паперів, а залежно від їх призначення: для формування

статутного капіталу або для залучення у тимчасове використання позикових коштів (див. рис. 2.4).

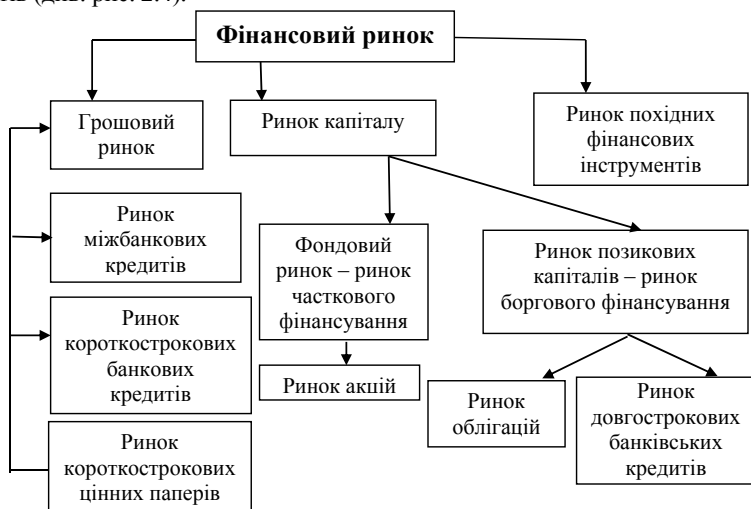


Рис. 2.4. Структура фінансового ринку

Джерело: побудовано за [189].

Останнім часом дедалі частіше в економічній літературі почала використовуватись інша сегментація фінансового ринку, що пов'язано з розвитком та поглибленням процесу інтернаціоналізації господарських зв'язків, а також із глобалізацією, тобто процесами стирання меж між національними ринками та міжнародною інтеграцією у кредитно-фінансовій сфері. Остання обставина спричинила поштовх для розробки та переходу всіх країн на єдині міжнародні стандарти складання фінансової звітності; це дозволило стандартизувати окремі поняття у сфері фінансів, кредиту, обліку, привести згідно з ними законодавчо-нормативну базу держав- учасниць та згідно з цим по-іншому розглядати фінансовий ринок та його складові.

Фінансовий ринок – це певний інституційний та функціональний устрій, який забезпечує трансформацію заощаджень в інвестиції та вибір напрямів їхнього найбільш ефективного використання в економіці. Фінансовий ринок – це ринок фінансових інструментів, які опосередковують процес трансформації заощаджень в інвестиції. Сегменти у цьому разі виокремлені відносно однорідності фінансових інструментів, а також згідно з видом здійснюваних операцій (рис. 2.5).

Спотовий (касовий) ринок			
Ринок золота	Валютний ринок	Кредитний ринок	Ринок цінних паперів
↓	↓	↓	↓
Термінові контракти на золото	Термінові контракти на валюту	Кредитні та процентні термінові контракти	Термінові контракти на цінні папери
Терміновий ринок, або ринок похідних фінансових інструментів			

Рис. 2.5. Сегментація фінансового ринку

Джерело: складено за [193].

У складі фінансового ринку зазвичай виділяють кредитний ринок (ринок банківських кредитів), ринок цінних паперів (включаючи ринок похідних фінансових інструментів) та валютний (або валютно-грошовий) ринок. Як правило, до фінансового ринку відносять також ринок страхових послуг. В окремих випадках складовою частиною фінансового ринку виділяють ринок золота.

Водночас, незважаючи на досягнутий прогрес у пізнанні фінансового ринку, в навчальній та спеціальній економічній літературі зустрічається не зовсім зрозуміла та важко пояснювана структура фінансового ринку, який є симбіозом старого та нового підходів до його сегментування (рис. 2.6).

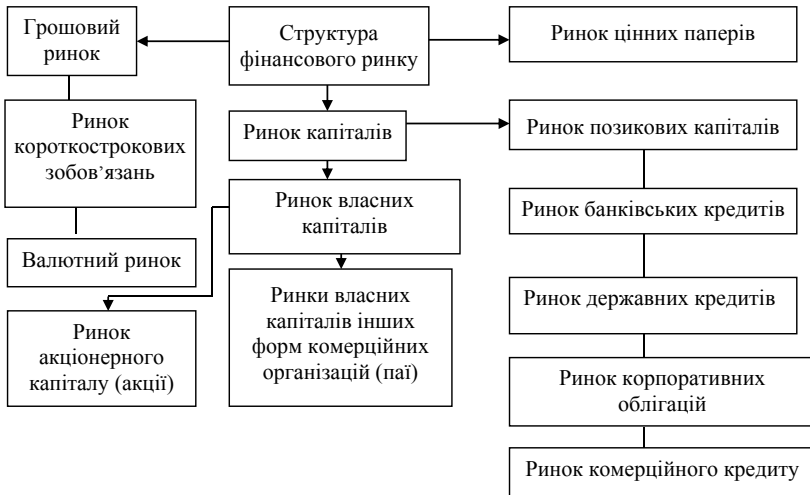


Рис. 2.6. Структура фінансового ринку

Джерело: побудовано за [190].



Багато авторів розуміють фінансовий ринок у цілому як своєрідну єдність грошового, кредитного, банківського та фондового ринків. Ринок цінних паперів буває не сегментованим; валютний ринок вписують у склад грошового ринку; не виокремлюється ринок золота та інших дорогоцінних металів та каміння, а також похідних фінансових інструментів. Багато вчених розуміють фінансовий ринок загалом як своєрідну єдність грошового, кредитного, банківського та фондового ринку. Без розкриття сутності кожного з названих елементів фінансового ринку важко зрозуміти, як співвідноситься економічний склад кредитного ринку з банківським та грошовим.

Певний інтерес викликає схема структурування фінансового ринку (рис. 2.7), згідно з уявленням його як ринку капіталів, яку запропонувала Л. Кузнецова у монографії «Структура фінансового ринку: теоретичний та інституційний аналіз» [197].

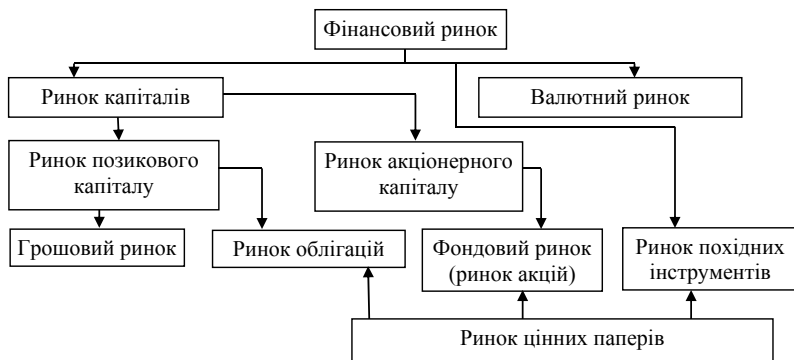


Рис. 2.7. Схема структурування фінансового ринку  
Джерело: побудовано за [198].

В основу універсальної схеми структурування фінансового ринку (рис. 2.8) були покладені різні критерії (предмет угоди, технологія перерозподілу вільних грошей в економіці, сприйняття фінансового ринку як ринку капіталу або як ринку грошових запозичень).

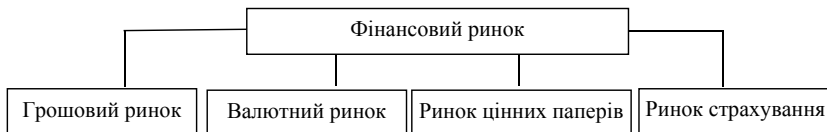


Рис. 2.8. Класична схема структурування фінансового ринку  
Джерело: складено автором [160, с. 109].

Всі наведені схеми мають загальний характер, кожен із виокремлених сегментів може бути структурований відповідно до змісту виконуваних на ньому операцій та складу учасників, що доводить складність механізму акумуляції та перерозподілу частково вільних коштів господарства, держави та населення, яка лежить в основі фінансового ринку.

У працях зарубіжних учених дається саме таке просте, але разом з тим містке визначення фінансового ринку. Так, Л. Дж. Гітман та М. Д. Джонк посилення пишуть: «Фінансові ринки – це механізм, який об'єднує тих, хто пропонує фінансові ресурси, з тими, хто їх має». Долан та Кемпбелл посилення дають таке визначення фінансового ринку: «Фінансовий ринок – сукупність механізмів, які направляють потік грошових коштів від власника до позичальника» [160, с. 09]. В підручнику американського вченого Ф. Мишкіна «Економічна теорія грошей, банківської справи та фінансових ринків» [194] фінансовий ринок визначається як ринок, на якому відбувається перекачування коштів від тих людей, в яких спостерігається їх надлишок, до тих, у кого їх бракує. Білоруська вчена І. Теплякова у праці «Фінанси та фінансовий ринок» характеризує фінансовий ринок як економічну категорію та дає таке визначення: «Фінансовий ринок як економічна категорія – це сукупність ринкових економічних відносин та інститутів, які забезпечують функціонування механізму мобілізації та перерозподілу фінансових ресурсів між різними суб'єктами у різних галузях та на різних ринках» с [165, с. 109; 199].

Найбільш точне визначення фінансового ринку із зазначенням кінцевої цілі його функціонування дали А. Золотарьов та І. Смирнов: «Фінансовий ринок – це складна, відкрита, цілеспрямована система, яка розвивається у взаємозалежності ринків і підсистем (сегментів), на яких відбувається обертання різних фінансових інструментів, що забезпечують ефективну трансформацію акумульованих в економіці заощаджень в інвестиції за умови вільного переливу капіталу між ринками» [165, с. 109; 199].

Треба звернути увагу, що досить часто замість поняття фінансового ринку використовують поняття «ринок позичкових капіталів» як найбільш широке та загальне, яке знаходить власну визначеність у протиставленні товарним ринкам та ринкам робочої сили. Фінансові ринки при цьому ототожнюються з фондовими [165, с. 109].

Таке ототожнення є не зовсім вдалим. По-перше, на ринках позичкових капіталів обертаються боргові фінансові інструменти, які виражають відносини позики. Відповідно до наведеного підходу пайові (капітальні) інструменти, насамперед акції, також продаються – купуються на ринках позичкових капіталів, що не відповідає суті пайових інструментів. По-друге, під фінансовими ринками зазвичай розуміють ринки, на яких обертаються

будь-які фінансові інструменти. Це найбільш широке поняття, яке функціонально охоплює ринки капіталів та грошові ринки, а за видами фінансових інструментів – валютні, кредитні та ринки цінних паперів, а також ринки золота та страхових контрактів.

Протягом усього періоду становлення й розвитку фінансових ринків відбувалося формування відповідного напрямку економічної теорії як самостійного вчення і як складової інших концепцій. Так, сутність поняття «фінансовий ринок» розкривається в рамках теорій та концепцій макроекономіки, фінансів, міжнародної економіки, міжнародних фінансів тощо. Основні напрями сучасної економічної теорії, в рамках яких ведеться дослідження фінансового ринку, представлено в табл. 2.1. Слід зазначити, що загальним є усвідомлення зростаючого значення фінансових ринків в економіці і можливості прояву негативних наслідків у результаті його неефективного функціонування. Істотні відмінності стосуються позиції відносно необхідності державного і наддержавного регулювання.

Теоретичні тлумачення поняття «фінансовий ринок» містять безліч дискусійних питань, що стосуються сутності фінансового ринку, його структури, виконуваних функцій, а також його класифікації та моделей.

Еволюція тлумачень поняття «фінансовий ринок» відбувалася у декількох напрямках:

– залежно від рівня ієрархії світової економіки – національний, регіональний, світовий (глобальний);

– залежно від розширення видів фінансових активів, інструментів, функцій, інститутів тощо, зокрема ринок цінних паперів, фондовий, капіталів, грошовий, валютний, кредитний ринок тощо.

Певне уявлення щодо тлумачення поняття «фінансовий ринок» залежно від рівня ієрархії світової економіки надає організаційна схема взаємозв'язку фінансових ринків (рис. 2.9).

*Таблиця 2.1*

**Основні напрями сучасної економічної думки з дослідження фінансових ринків**

Напрямок економічної думки	Сутність концепції та представники
1	2
Неокласичний напрям	Характерно сприйняття фінансового ринку як саморегульованого механізму С. Росс, Г. Марковіц, В. Шарп, Ф. Блек і М. Шоулс
Неокласичний синтез	Представники, з одного боку, поділяють погляди неокласичного напрямку на мікроекономічні основи ринку, з іншого – не згодні з принципом його саморегулювання. Дж. Тобін, Ф. Модільяні Р. Мертон

Продовження табл. 2.1

1	2
Нова інституційна економіка	Фінансовий ринок розглядається як «сукупність інститутів, здатних концентрувати і транслювати інформацію, зменшувати інформаційну асиметрію і, внаслідок цього, мінімізувати транзакційні витрати» Д. Норт
Еволюційна теорія	Досліджує процес еволюції інститутів фінансового ринку та його зв'язок з мотивованим поведінкою агентів і вигодами, одержуваними всієї системою. Функціонування фінансового ринку розглядається як невід'ємний елемент інституційного середовища ринкової економіки
Нова економічна історія	Інституційне середовище розглядається як результат тривалого процесу вибору і обміну.
Теорія інтеграційних утворень	Фінансовий ринок виступає основним чинником становлення і розвитку інтеграційних структур різного типу.
Теорія глобалізації	К. Оме ставить на перше місце фінансову глобалізацію, формуючи світовий фінансовий ринок, що стоїть над усіма іншими ринками. Ю.Осипов підкреслює виникнення фінансової опіки над економікою і господарством загалом. Є. Авдокушин виділяє фінансову економіку в якості однієї з трьох складових частин «нової економіки»
Критика близька до кейнсіанства.	П. Волкер вважає, що ринок не може перебувати в стійкій рівновазі й існує загроза фінансових криз через зростаючу волатильність. К. Ділнот вважає, що підсумком функціонування сучасної фінансової системи є фінансові бульбашки, «піраміди», великі банкрутства, фінансові кризи і, як наслідок, підрив довіри до фінансової системи та її саморуйнування. Т.Співалі вважає, що теорії мейнстриму виправдовують реальні структури і процеси, що призвели до фінансової кризи

Джерело: складено автором з використанням [187, с. 17, 18].

Перетини кіл позначають конвергенційні аспекти фінансових взаємовідносин суб'єктів національних ринків, певні спільні частини фінансових ринків.

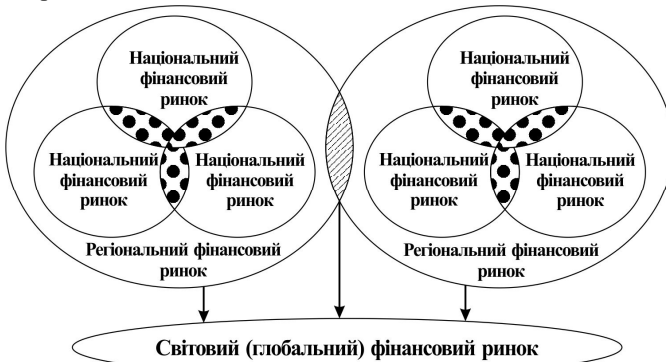


Рис. 2.9. Організаційна схема взаємозв'язку фінансових ринків

Джерело: складено з використанням [203, с. 144].

Відомі зарубіжні економісти пов'язують функціонування фінансового ринку із забезпеченням переходу грошових коштів або капіталу від власників надлишкового капіталу до позичальників.

Наприклад, Г. Менк'ю визначає фінансові ринки як інститути, за допомогою яких люди, що здатні заощаджувати, можуть запропонувати свій капітал тим, які хочуть взяти позику. Основними фінансовими ринками він називає ринок облігацій і ринок акцій [178]. Дж. Стігліц і К. Уолш розглядають фінансовий ринок та ринок капіталу як синоніми і мають на увазі, що ринок забезпечує рух заощаджень від тих домогосподарств і фірм, доходи яких перевершують їхні витрати, до тих фірм і домогосподарств, які хочуть витратити більше, ніж дозволяє їхній поточний дохід [179].

В. Бойс і М. Мелвін вважають, що фінансові ринки сприяють алокації (розподілу) ресурсів і це відбувається завдяки таким діям фінансових інститутів [180]:

- фінансові інститути відіграють роль посередників між накопичувачами та позичальниками і відбирають позичальників таким чином, щоб грошові кошти були спрямовані на здійснення найкращих проектів;

- фінансові інститути спостерігають за поведінкою позичальників, щоб позикові кошти використовувалися за призначенням;

- фінансові інститути знижують ризик інвестицій, оскільки видають позики різним домогосподарствам і фірмам та за допомогою такої диверсифікації зменшують імовірність великих втрат.

Р. Бейлі розглядає фінансові ринки або ринки капіталу як сукупність формальних і неформальних інститутів, що постійно розвиваються і які служать для обміну активами. Під активами автор має на увазі фінансові інструменти. Залежно від активів, які торгуються, Р. Бейлі виділяє такі види ринків капіталу: ринок акцій, ринок облігацій, ринок грошей (короткострокових цінних паперів), товарна біржа (товарами можуть бути дорогоцінні метали або сільськогосподарська продукція), ринок матеріальних активів (нерухомості), валютний ринок і ринок похідних фінансових інструментів [181].

Ю. Коваленко пропонує розглядати фінансовий ринок як:

- «1) ринок, де обертається капітал; ринок, де обертаються капітали і кредити; форма організації грошових коштів;

- 2) сфера торгівлі фінансовими активами (інструментами);

- 3) сукупність фінансових інститутів (фінансових посередників; банківсько-фінансових інститутів)» [182, с. 80, 81].

Стосовно трактування сутності фінансового ринку відзначимо множинність підходів та можливість систематизації визначень за певними класифікаційними ознаками. Зокрема, встановлено, що найбільш

характерними ознаками його ідентифікації є: економіко-правові відносини, відносини стосовно фінансових ресурсів (активів, інструментів тощо), системно-інституційна (табл. 2.2).

Таблиця 2.2

**Ідентифікація сутності поняття «фінансовий ринок»**

Ознака класифікації	Автор і сутність визначення
1	2
Економіко-правові відносини	В. Шелудько: «Фінансовий ринок являє собою систему економічних та правових відносин, пов'язаних із купівлею-продажем або випуском та обігом фінансових активів» [183]
	Ю. Євлахова: «Фінансовий ринок – це система економічних відносин, в якій здійснюються акумуляція і розподіл грошових коштів на основі двостороннього руху вартості між учасниками відтворювальних відносин відповідно до об'єктивних ринкових законів і під впливом методів та інструментів регулювання з боку органів державної влади та саморегулюючих організацій» [184]
	Н. Шморгун, І.Г.Головко: «...це економічні відносини між підприємствами, державою, населенням з приводу перерозподілу тимчасово вільних грошових коштів на основі повної економічної самостійності та механізму саморегуляції ринкової економіки» [185]
	Ю. Коваленко: «фінансовий ринок – це система економіко-правових відносин, що пов'язана з перерозподілом тимчасово вільних фінансових ресурсів між домогосподарствами, фінансовими і нефінансовими корпораціями/квзікорпораціями, НКО, а також державою на основі взаємодії попиту і пропозиції цих ресурсів». [182, с. 82]
	М. Буднік та ін.: «фінансовий ринок – це система економіко-правових відносин, що пов'язані з випуском та обігом фінансових інструментів» [186, с. 7]
	М. Грідчина, В. Захожай: «Фінансовий ринок – це сукупність економічних відносин щодо фінансових інвестицій, які регулюють потоки коштів від їх власників до позичальників» [187]
	С. Еш: «фінансовий ринок розглядається як економічні відносини, суб'єктами яких виступають держава, а також фінансові посередники, які на стабільній, впорядкованій основі забезпечують перерозподіл фінансових ресурсів серед учасників ринку і ті суб'єкти, які бажають передати в користування вільні фінансові ресурси». [188, с. 16, 17]
Відносини стосовно купівлі-продажу фінансових ресурсів	Н. Рязанова: «це грошові відносини, що складаються в процесі купівлі-продажу фінансових активів під впливом попиту та пропозиції на позичковий капітал, рух якого втілюється в цінних паперах» [189]
	Н. Кузнецова, І. Назарчук: «це частина загального ринкового простору, що охоплює фінансові зв'язки та значну кількість форм кредитних відносин і включає ринок банківських кредитів і ринок цінних паперів» [190]
	В. Опарін: «це сукупність обмінно-перерозподільних відносин, пов'язаних з процесами купівлі-продажу фінансових ресурсів, необхідних для здійснення виробничої та фінансової діяльності» [191]
	С. Маслово, О. Опалов [192]; В. Васильєва, О. Васильченко [193, с. 8]: «...це ринок, на якому визначаються попит і пропозиція на різноманітні фінансові інструменти»

1	2
	І. Бланк «у найбільш загальному вигляді фінансовий ринок є ринком, на якому об'єктом купівлі-продажу виступають різноманітні фінансові інструменти і фінансові послуги» [194]
	В. Смагін: «Сутність фінансового ринку як економічної категорії виявляється через економічні відносини з приводу купівлі-продажу фінансових активів, у процесі яких формуються попит і пропонування, а також ціни на них з метою фінансового забезпечення національного виробництва» [195]
Системно-інституційна	В. Ходаківська, В. Беляев: «це саморегулююча система ринків, де концентрується попит і пропозиція на різні фінансові активи та послуги, що пов'язані з придбанням активів; це сфера економічних відносин між суб'єктами ринку в процесі формування та реалізації попиту і пропозиції фінансових активів» [196]
	О. Смолянська: «є механізмом нагромадження та перерозподілу фінансових ресурсів країни; організованою або неформальною системою торгівлі фінансовими інструментами, основну роль в якій відіграють фінансові інститути, які направляють потоки грошових коштів від власників до позичальників» [197]
	Н. Теплякова: «Фінансовий ринок як економічна категорія – це сукупність ринкових економічних відносин та інститутів, що забезпечують функціонування механізму мобілізації та перерозподілу фінансових ресурсів» [198]
	В. Павлов, І. Пилипенко І. Кривов'язюк: «Фінансовий ринок є цілісною системою, яка складається із взаємопов'язаних і взаємодоповнювальних елементів, кожний із яких спроможний окремо впливати на розвиток цієї системи» [199]

Джерело: складено автором з використанням [211, с. 15,16].

**Сучасні фінансові трансформації** – результат тривалої еволюції, проте їх безпосередньою причиною послужили скасування золотого стандарту і крах Бреттон-Вудської системи. В результаті цього на початку 80-х років ХХ ст. стала формуватися принципово нова – глобальна фінансова система, складовою частиною якої стали найбільш сильні фінансові центри: Нью-Йорк – Лондон – Токіо – Цюрих.

З використанням висновку щодо лідерства фінансової сфери в системі глобальних економічних трансформацій розроблено *критеріальний підхід до визначення характеристик фінансових трансформацій*, обґрунтовано, що *фінансова трансформація* – це об'єктивний феномен, підготовлений еволюцією економічних відносин, прояв глибинної суперечності між капіталом, з одного боку, та власністю і капіталом – з іншого, в результаті якого влада перейшла до останнього, що, у свою чергу, зумовило збільшення

числа та ролі фінансових інститутів, фінансову інтеграцію не тільки суб'єктів національного господарства, а й національних економік, розробку нових фінансових методів та інструментів і, в кінцевому рахунку, домінування фінансів в економічних відносинах (на сучасному етапі на зміну похідному характеру фінансів в економічних відносинах прийшли фінанси як акумулятор потенційної вартості).

Фінансова трансформація означала зміну домінуючого фактора в економічних відносинах і встановлення фінансової домінанти в них. Це зумовило збільшення числа та ролі фінансових інститутів, фінансову інтеграцію не тільки суб'єктів національного господарства, а й національних економік, розробку нових фінансових методів та інструментів і, в кінцевому рахунку, домінування в економічних відносинах.

Якщо спочатку історичне місце фінансів в економічних відносинах носило похідний характер (фінансове посередництво), то сучасні фінанси - акумулятор потенційної вартості. Вони відносно незалежні від реального сектора економіки і здатні перетворювати на вартісну форму фактори часу, очікування, соціально-економічні та політичні параметри країни.

У результаті фінансових трансформацій в сучасній дійсності стали формуватися *геофінанси* – фінанси планетарного масштабу і новий тип економіки – *фінансова економіка*, фінансоміка, фінансономіка.

В результаті узагальнення наявних трактувань виділено такі *ознаки сучасних фінансових трансформацій*:

- посилення вартості і вартісних величин в управлінні з одночасним зменшенням простору, що не піддається вартісному вимірюванню; віртуалізацію вартості;
- посилення інтеграційних процесів між фінансовими інститутами, що відносяться до різних сегментів фінансового ринку;
- вихід фінансових інститутів за рамки фінансового посередництва та проникнення в системні процеси інших сегментів економіки;
- зміна вектора розвитку національних фінансових систем, надання їм геофінансової спрямованості;
- зміщення центру економічної влади у сферу обігу фінансового капіталу, особливо глобального;
- трансформацію ділової активності та фінансової поведінки економічних агентів;
- зростання ролі фінансової інформації, її перетворення на об'єкт купівлі-продажу і формування інформаційного сегмента фінансового ринку.

*Посилення вартості і вартісних величин в управлінні або абсолютизація вартості*: вартість стає головним ресурсом, основним фактором, важливим



засобом і провідною метою економічних агентів одночасно. З економічного відношення, яке формується в процесі виробництва і обміну, виходячи за їх межі, вартість починає контролювати економічний простір.

Контроль над вартістю дозволяє гнучко і масштабно керувати бізнес-процесами та їх результативністю і ефективністю в значних мережах. Вартість стає головним показником оцінки ефективності господарської діяльності. Механізм управління вартістю, що концентрує зусилля на ключових вартісних показниках, перетворює вартість в інтегруючий контрольно-управлінський інструмент, що забезпечує якісне поліпшення будь-яких стратегічних та оперативних вирішенні економічного суб'єкта.

*Віртуалізація вартості і радикальне зрушення від реальної до віртуальної вартості.* Інерційні фінанси і традиційне фінансування на основі власних і позикових джерел з вкладенням коштів у класичні активи означають на практиці відносно повільне зростання. Більш висока динаміка досягається завдяки відповідній роботі на ринку загалом і фінансовому ринку зокрема. Це означає, що поряд з реальними фінансовими ресурсами фактором генерування вартості стають нематеріальні активи та поведінкові закономірності, що формуються найчастіше в неекономічній та ірраціональній формах (ділова репутація, лояльність споживачів, бренд, рейтинги та т.п.). Ірраціональність у діях економічних агентів та її роль у генеруванні вартості сприяли становленню нового наукового напрямку поведінкові фінанси, в рамках якого сформульовані:

– теорії перспектив – теорія обґрунтовує несиметричність очікувань суб'єктів прийняття фінансових рішень (ступінь задоволення від придбання набагато нижче ступеня незадоволення від втрати такої ж суми), неадекватні оцінки ймовірності, дискретність прийнятих рішень;

– поведінки інвесторів – сутність теорії в недостатньо швидкій реакції інвесторів на нову інформацію, що надається ринком, це відноситься й до позитивної, й до негативної інформації про компанії-емітенти;

– шумової торгівлі – внаслідок постійної присутності на ринку неперевіраних даних, чуток, рад «експертів», операції на ньому часто відбуваються не на підставі своєчасної та достовірної інформації, а на підставі «шуму»;

– ефекти натовпу – неіндивідуальна діяльність в групі перетворюють індивіди на єдиний організм, що володіє колективною свідомістю, і часто приймає рішення, нівелюючи особисті інтереси на користь колективній свідомості;

– ефект інформаційного каскаду – в умовах обмежених можливостей своєчасного отримання та обробки великого обсягу інформації використання принципів поведінки інших агентів ринку найчастіше стає єдиним рішенням у ситуації невизначеності.

Ірраціональність і суб'єктивність у діях економічних агентів знаходиться в основі фінансових пірамід і фінансових «бульбашок», які показують, що вартість можна генерувати навіть на стадії майбутнього розорення. Фінансові піраміди та фінансові «бульбашки» – результат спекулятивної логіки, яка здатна в короткострокових періодах створювати віртуальну вартість.

Частково віртуальна вартість генерується на фондовому ринку у вигляді курсової вартості цінних паперів. Це підтверджує залежність котирування від політичних заяв, гучних декларацій, сумнівних чуток, господарських розбіжностей, судових розглядів і інших неекономічних відносин, які мають тенденцію до провокацій.

*Посилення інтеграційних процесів на фінансовому ринку* проявляється у зближенні і переплетенні функцій інститутів, що відносяться до різних його сегментах: банкам, страховим компаніям, недержавним пенсійним фондам, професійним учасникам фондового ринку. Страхові організації, пенсійні та благодійні фонди, інвестиційні компанії та ін. зруйнували монополію банків на акумуляцію та розподіл грошових коштів і стали альтернативними джерелами формування фінансового капіталу.

В результаті інтеграції та універсалізації інституціональних учасників фінансового ринку клієнтам надається розрахункове, платіжне, кредитно-депозитне, інвестиційне, страхове обслуговування на основі взаємодоповнюючих інноваційних фінансових технологій, що дозволяє досягти максимальної повноти спектру надаваних послуг у поєднанні з високою надійністю проведених операцій. Внаслідок такої інтеграції та універсалізації на фінансовому ринку формуються мережі фінансових супермаркетів (Merrill Lynch, Salomon Brothers, Goldman Sachs, First Boston та ін.), де клієнт отримує повномасштабний фінансовий сервіс.

*Проникнення в системні процеси інших сегментів економіки.* Оскільки вихідною функцією фінансів є обслуговування життєдіяльності господарюючих суб'єктів, традиційно фінансовим інститутам, насамперед, банкам відводиться посередницька роль в платіжних та розрахункових і позиково-депозитних операціях. У цих умовах основним видом генерованого доходу спочатку був процентний дохід, а сама діяльність фінансових інститутів ставилась до фінансового посередництва.

Крім профільної діяльності, фінансові інститути займаються прямими інвестиціями, виступаючи в якості стратегічного інвестора, беруть участь у проектному фінансуванні або інвестують в нерухомість, а також здійснюють лізингові та факторингові операції, розвивають інформаційний сервіс і

консалтинговий бізнес. Значна частина з перерахованого знаходиться за межами традиційно фінансової діяльності, між тим, розвиток фінансових інститутів в цих напрямках активізується, наприклад, консалтинговий бізнес в доходах великих банків часто складає більше 25 %.

*Зміна вектора розвитку національних фінансових ринків в напрямку геофінансів.* З розвитком науково-технічного прогресу відбувається стиснення економічного простору. У цих умовах національні фінансові системи трансформуються в напрямку глобалізації. Оскільки фінанси є наймобільнішим ресурсом, вони органічно вписуються в цей процес, внаслідок якого формується глобальний фінансовий ринок з притаманним йому фінансовим капіталом.

Глобальний фінансовий капітал є екстериторіальним, вільно рухається у світовому господарському просторі, вільний від державних рамок і внаслідок цього агресивний, масштабний, динамічний.

Він перетворює геоекономічний простір у своїх інтересах, виступає каталізатором змін економічних відносин, параметрів та інститутів, трансформує процес відтворення незалежно від національних кордонів, здійснює наддержавний контроль над ним, примусово формує механізм перерозподілу вартості, створюваної в рамках національних господарств. Під його впливом капітал з національною ідентифікацією набуває підлеглий характер, але при цьому національні фінансові ресурси посилюються за рахунок простого, диверсифікованого, економічного доступу до світового фінансового капіталу.

## **2.2. Тенденції та закономірності розвитку світового фінансового ринку**

Багатозначність визначень поняття «фінансовий ринок» кореспондується із багатозначністю термінів, якими ідентифікуються суб'єкти та об'єкти ринкових відносин. Йдеться, передусім, про фінансові інститути, фінансові ресурси, фінансові активи, фінансові інструменти.

Суб'єктами фінансового ринку виділяють домогосподарства (у т.ч. фізичні особи), суб'єкти господарювання (компанії, організації, товариства тощо як юридичні особи), а також державу й фінансові інститути (комерційні банки, кредитні спілки, пенсійні фонди, страхові та інвестиційні компанії,

біржі тощо) (рис. 2.10). При цьому фінансові інститути виступають на ринку як посередники та/або як самостійні учасники ринку.

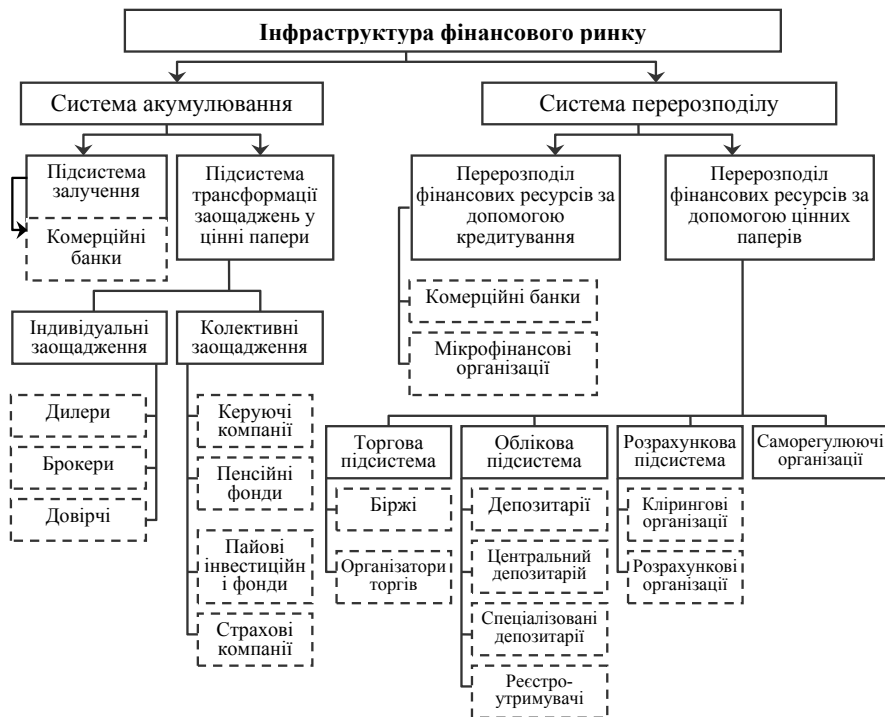


Рис. 2.10. Інфраструктура фінансового ринку країн, які розвиваються  
Джерело: складено автором

Фінансові ресурси, які обертаються на фінансовому ринку, – це грошові кошти та цінні папери. Рух фінансових ресурсів на фінансовому ринку супроводжується певними фінансовими інструментами, зокрема борговими цінними паперами (облігаціями, векселями, деривативами, ощадними сертифікатами тощо), різними видами кредитних інструментів, а також інструментами власності (наприклад акціями).

Відмінні риси фінансових активів та фінансових ресурсів наочно простежуються у міжнародних стандартах. Адже «фінансовий актив – це будь-який актив, що є:

- грошовими коштами;
- інструментом власного капіталу іншого суб'єкта господарювання;

– контрактним правом: отримувати грошові кошти або інший фінансовий актив від іншого суб'єкта господарювання; обмінювати фінансові інструменти з іншим суб'єктом господарювання за умов, які є потенційно сприятливими;

– контрактом, розрахунки за яким здійснюватимуться або можуть здійснюватися власними інструментами капіталу суб'єкта господарювання та який є: непохідним інструментом, за який суб'єкт господарювання зобов'язаний або може бути зобов'язаний отримати змінну кількість власних інструментів капіталу; похідним інструментом, розрахунки за яким здійснюватимуться або можуть здійснюватися іншим чином, ніж обміном фіксованої суми грошових коштів або іншого фінансового активу на фіксовану кількість власних інструментів капіталу» [200].

Наступним дискусійним питанням, що стосується функціонування фінансового ринку, є питання про його принципи та функції.

Принципи фінансового ринку – це «основні правила, за якими відбувається побудова реального й ефективного фінансового ринку» [211, с. 16].

Важливу роль для розвитку національного фінансового ринку відіграють рекомендації міжнародних організацій незалежних експертів, зокрема «Групи Тридцяти», яка розробляє стандарти фінансових ринків. Зокрема, цією організацією було розроблено й запропоновано головні принципи для фондового ринку: цілісність, централізація, прозорість, застосування системи електронного обігу цінних паперів [211, с. 16]. Функціонування сучасного фінансового ринку потребує дотримання таких принципів: створення ефективних механізмів регулювання та контролю, відповідності національного нормативно-правового забезпечення фінансового ринку міжнародним стандартам, охорони інтересів і прав суб'єктів ринку.

Сутність та перелік функцій фінансового ринку розглядаються вітчизняними та зарубіжними вченими з урахуванням загальноринкових та специфічних характеристик [209, с. 13, 14; 211, с. 19; 187, с. 32; 225–231]. Думки окремих авторів щодо функцій фінансового ринку наведено у Додатку В. До загальноринкових слід віднести функції ціноутворення, перерозподільну, посередництва, оптимізації транзакційних витрат, формування доходу для суб'єктів ринку, перерозподілу ризиків тощо. Специфічними функціями фінансового ринку є: «мотивована мобілізація заощаджень суб'єктів господарювання і трансформація акумульованих коштів у позичковий та інвестиційний капітал; реалізація вартості фінансових активів і організація процесу доведення фінансових активів до споживачів; перерозподіл на взаємовигідних умовах коштів з метою їх ефективного

використання; фінансове обслуговування учасників економічного кругообігу і забезпечення процесів інвестування у виробництво; прискорення обороту капіталу та вплив на грошовий обіг; формування ринкових цін на окремі види фінансових активів; страхова діяльність і формування умов для мінімізації ризиків; здійснення фінансових операцій, пов'язаних з експортом-імпортом фінансових активів; розміщення урядових і муніципальних цінних паперів для кредитування органів влади; розміщення державних кредитних ресурсів серед суб'єктів господарювання» [209, с. 13, 14].

Підсумовуючи викладене, слід визнати, що множинність трактування поняття «фінансовий ринок», його функцій, суб'єктів та об'єктів характеризує складну ієрархічну систему окремих видів фінансових ринків з різноманітними сегментами кожного з цих видів.

У цьому зв'язку важливими для цього дослідження є такі визначення: «Під світовим фінансовим ринком треба розуміти складне переплетіння, взаємозалежність, інтеграцію національних та міжнародних ринків, що забезпечує перелив грошово-кредитних ресурсів між країнами, регіонами, галузями та окремими суб'єктами бізнесу. Це глобальний механізм, що забезпечує балансування світового попиту і пропозиції на капітал» [209]. «Світовий фінансовий ринок історично виникає на базі національних фінансових ринків під впливом концентрації виробництва та капіталу й інтернаціоналізації світогосподарських зв'язків. Упровадження інформаційних технологій у банківській та фінансові сферах дало значний поштовх глобалізації фінансових ринків» [218].

Глобальний фінансовий ринок об'єднує національні фінансові ринки країн та міжнародний фінансовий ринок, що різняться умовами емісії та механізми обігу фінансових активів [223]. Він сформувався під впливом інтеграційних процесів, розвитку міжнародного поділу праці, інтернаціоналізації суспільного виробництва, концентрації та централізації фінансового капіталу, лібералізації ринкових відносин. У широкому тлумаченні світовий фінансовий ринок визначається як система ринкових відносин, що забезпечує акумуляцію та перерозподіл міжнародних фінансових потоків або активів .

З функціонального погляду, фінансовий ринок – це система ринкових відносин, де об'єктом операцій є грошовий капітал і яка здійснює акумуляцію та перерозподіл світових фінансових потоків для забезпечення безперервності та рентабельності виробництва [224; 225, с. 39].

З інституційної точки зору світовий фінансовий ринок визначають як сукупність фінансово-кредитних організацій, які виконують посередницькі функції у перерозподілі фінансових активів між кредиторами та

позичальниками, продавцями та покупцями фінансових ресурсів [224; 226, с. 14].

З погляду організації управління світовий фінансовий ринок – це:

«а) організаційний механізм міждержавного руху та перерозподілу капіталів, придатних для використання за межами свого утворення та походження, на міграцію яких впливає ринковий попит та пропозиція, а також регулюючі дії держав та міжнародних валютно-фінансових центрів;

б) глобальна цілісна система національних та регіональних фінансових ринків, що включає сукупність ринкових форм торгівлі фінансовими активами та об'єднана уніфікацією операцій, спільними умовами функціонування й закономірностями еволюції» [201, с. 142].

Функціонування сучасних фінансових ринків не обмежується національними кордонами. Важливою тенденцією розвитку світових ринків є формування фінансових суперринків (фінансових центрів). Характерними ознаками міжнародних ринків є глобалізація угод та операцій, поширення міжнародних фінансово-економічних інститутів та регіональних банків розвитку, застосування єдиних міжнародних нормативів тощо. Усе це поглиблює взаємопов'язаність міжнародних ринків.

Водночас не можна не погодитись з думкою Н. Гражевської, що «дискретний, стрибкоподібний, а не еволюційний характер «інституційної зміни» світової економіки в умовах глобалізації загострює потребу застосування більш гнучкого інструментарію та транспарентних методів глобального економічного співробітництва, посилення функцій контролю та нагляду за основними учасниками ринку, формування впорядкованої глобальної інституційної системи...» [214].

Світовий фінансовий ринок в умовах розвитку інформаційно-комунікаційних технологій – це система ринкових відносин, що забезпечує акумуляцію та перерозподіл міжнародних інформаційно-фінансових потоків шляхом переміщення їх платіжними мережами. Відповідно, під світовим фінансовим ринком треба розуміти складне переплетіння, взаємозалежність, конвергенцію інформаційно-комунікаційних систем національних та міжнародних ринків, що забезпечує перелив грошово-кредитних ресурсів між країнами, регіонами, галузями та окремими суб'єктами бізнесу.

Характерними рисами сучасного світового фінансового ринку є: величезний обсяг фінансових ресурсів та операцій; використання серверних мереж зв'язку; глобальність, тобто відсутність територіальних обмежень; цілодобовий режим операцій; залучення до операцій суб'єктів/інституцій із

високим рейтингом/репутацією; широкий діапазон використовуваних фінансових інструментів; уніфікація правил та стандартів операцій; високий рівень використання інформаційних технологій [222, с. 150; 228, с. 280].

Множинність тлумачень світового фінансового ринку проявляється й у методологічних підходах щодо його структуризації. Найчастіше виділяють такі головні елементи світового фінансового ринку – валютний ринок, ринок боргових зобов'язань, ринок титулів (або прав) власності та ринок похідних фінансових інструментів (деривативів) [222, с. 51].

Деякі автори класифікують ринки за сегментами: грошовий, капіталів, кредитний, цінних паперів, страховий, валютний тощо [239].

Крім того фінансові ринки класифікують [239]:

- за умовами передавання фінансових ресурсів: ринок позичкового капіталу; ринок акціонерного капіталу;
- за терміном обігу фінансових активів: ринок грошей, ринок капіталів;
- залежно від характеру пропозиції фінансових активів для продажу (нові або емітовані раніше): первинний, вторинний;
- за місцем торгівлі фінансовими активами: біржовий, позабіржовий;
- залежно від регіону: міжнародний, національний, регіональний.

Водночас між деякими структурними елементами світового фінансового ринку не можна провести чіткої межі. В його структурі тісне переплетіння та взаємозв'язок ринків є настільки сильними, що відокремлення чи визначення меж між ними є доволі умовним [240, с. 14]. Наприклад, міжнародний ринок облігацій є складовою частиною міжнародного ринку боргових зобов'язань, водночас за іншими критеріями він є складовим міжнародного ринку цінних паперів. Міжнародний ринок титулів (прав) власності, будучи структурним компонентом міжнародного ринку цінних паперів, є також одним із сегментів міжнародного ринку капіталів [222, с. 54; 228, с. 279].

З урахуванням останніх тенденцій та виникненням віртуальних валют у систему світового фінансового ринку необхідно включати також і глобальну мережу функціонування ринків віртуальних валют (рис. 2.11).

Світові потоки фінансових ресурсів під впливом конкурентної боротьби через інституційний механізм світового фінансового ринку спрямовуються в ті сфери та регіони світової економіки, де на них відчувається найбільший попит, а отже, є можливість отримати найбільші прибутки. При цьому, попри процеси конвергенції, кожний із сегментів світового фінансового ринку має характерні ознаки.



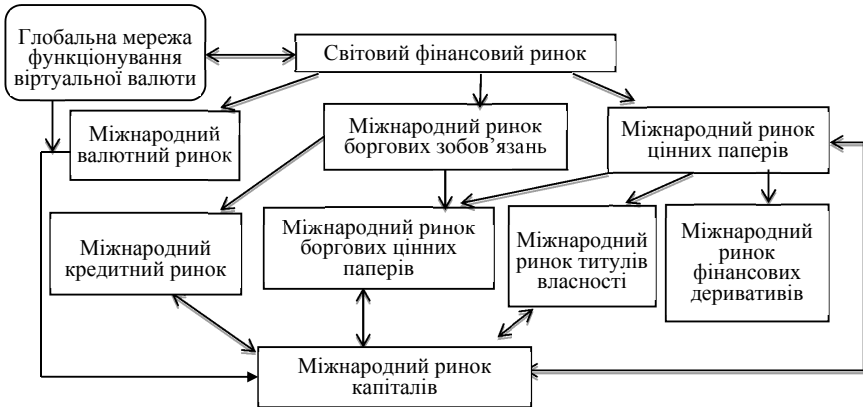


Рис. 2.11. Основні елементи світового фінансового ринку

*Джерело:* удосконалено автором на основі даних [228, с. 279].

Так, головною функцією грошового ринку є забезпечення міжнародної ліквідності – можливості швидко залучати достатню кількість фінансових ресурсів на наднаціональному рівні для операцій із споживчими товарами та операцій із цінними паперами [187]. Основними об'єктами цього ринку є короткострокові кредити (до одного року).

За допомогою ринку капіталів отримуються ресурси, що є необхідними для довгострокових інвестицій фірм, урядів та домогосподарств. Він поділяється на [228, с. 309]:

- кредитний ринок, де рух капіталу між країнами здійснюється на умовах терміновості, зворотності та платності відсотків;

- ринок цінних паперів з диференціацією останнього на первинний і вторинний за об'єктами купівлі-продажу – конкретними фінансовими інструментами;

- ринок страхового капіталу – особливий механізм перерозподільних відносин між суб'єктами міжнародного руху капіталу щодо добровільних або примусових внесків у цільові страхові фонди, призначені для покриття ризиків та понесених збитків за результатами операцій на міжнародному грошовому ринку та ринку капіталів.

На валютних ринках об'єктом купівлі-продажу є іноземна валюта та фінансові інструменти, що обслуговують відповідні операції з валютою. На цих ринках передусім задовольняються потреби суб'єктів господарювання у фінансових ресурсах для здійснення зовнішньоекономічних операцій. Крім того, на цих ринках встановлюється реальний валютний курс грошової одиниці певної країни щодо валют інших країн. Валютні ринки забезпечують

своєчасність здійснення міжнародних платежів і розрахунків, страхування валютно-кредитних ризиків, диверсифікації валютних резервів. Значні коливання курсових співвідношень роблять світовий валютний ринок важливим місцем проведення спекулятивних операцій.

Сучасні міжнародні валютні ринки склалися на основі розвитку та взаємозв'язків національних ринків. З погляду організації ринкового простору, де здійснюються операції купівлі-продажу іноземних валют, міжнародні валютні ринки є глобальною телекомунікаційно-комп'ютерною мережею, що з'єднує банки та брокерські компанії різних країн. Саме на цій основі відбувається швидкісна передача інформації про курси валют, попит та пропозицію, стан банків, новини в економіці та політиці, що забезпечує миттєві валютні трансакції [228, с. 293].

Глобалізація та телекомунікаційно-комп'ютерні мережі сприяли виникненню віртуальних валют, які стали сегментом валютного ринку, проте не мають традиційного нормативного забезпечення функціонування.

У 2014 р. Європейська банківська організація визначила віртуальну валюту як «цифрове представлення вартості, що не є визначеною центральним банком, але використовується фізичними або юридичними особами як засіб платежу і може передаватися, зберігатися і реалізовуватися в електронному вигляді» [300, с. 25]. Виділяють два основних типи віртуальних валют: конвертована (відкрита) і неконвертована (закрита). Відмінність полягає в можливості їхньої неофіційної конвертації у фіатні валюти і навпаки, адже «конвертованість» віртуальної валюти не гарантована жодним законодавством. А відповідні ринки функціонують лише за умов існування попиту та пропозиції. До конвертованих віртуальних валют відносять: Bitcoin, Liberty Reserve, Second Life Linden Dollars, до неконвертованих – Project Entropia, Q-coins і World of Warcraft Gold [251, с. 25]. Необхідно підкреслити, що інтеграція віртуальних валют у світовий фінансовий ринок відбувається саме через валютний ринок (рис. 2.12).



Рис. 2.12. Схема інтеграції віртуальних валют у світовий фінансовий ринок

*Джерело:* розроблено автором на основі [251].

За масштабами операцій валютний ринок багаторазово перевищує інші компоненти світового фінансового ринку. Так, обсяг щоденних операцій тут у середньому сягає 1,5 трлн дол. і зростає на 10 % щорічно. Основна частина міжнародних валютних операцій припадає на світові фінансові центри, провідними з яких є Лондон, Нью-Йорк і Токіо. Торгівля валютою опосередковується, головним чином, найбільшими банківськими установами. У світових фінансових центрах 3/4 торгівлі валютою ведеться 10–11 % банківських інституцій [251].

Міжнародний ринок боргових зобов'язань складається із двох головних сегментів: міжнародного кредитного ринку, що по суті є ринком банківських кредитних зобов'язань, та міжнародного ринку боргових цінних паперів, який переважно є міжнародним ринком облігацій.

Міжнародне кредитування відіграє надзвичайно важливу роль у розвитку світової економіки: забезпечує зростання світової торгівлі, підтримує прямі іноземні інвестиції ТНК, допомагає урядам отримати кредити міжнародних інституцій для стабілізації економіки або рефінансування зовнішньої заборгованості. Банк міжнародних розрахунків виокремлює такі специфічні види діяльності у сфері міжнародних кредитних операцій: позики та кредити, надані банками один одному як усередині країни, так і за її межами; позики та кредити, надані небанківськими установами як усередині країни, так і за її межами; міжбанківське повторне депонування (операції з євровалютами і діяльність на офшорних банківських ринках) [251, с. 311].

На міжнародному ринку боргових цінних паперів обертаються фінансові інструменти, що засвідчують боргові відносини між кредитором та позичальником. Крім найбільш типового боргового інструменту – облігацій, сюди належать і ринок середньострокових нот та деякі інші цінні папери.

У структуру міжнародного ринку боргових зобов'язань входить обіг короткострокових боргових зобов'язань (термін погашення від 1 дня до 1 року) та довгострокових боргових зобов'язань (термін погашення понад 1 рік). Серед довгострокових боргових зобов'язань виділяють такі види: державний борг, тобто боргові зобов'язання центральних або місцевих органів влади; гарантований державою борг приватних фірм; приватний борг, не гарантований державою.

Лише частина міжнародного ринку цінних паперів є сегментом міжнародного ринку боргових зобов'язань. Обіг тих цінних паперів, які є інструментами власності, відбувається на міжнародному ринку титулів власності – окремому важливому елементі світового фінансового ринку.

Міжнародні ринки титулів (прав) власності є сферою, де відбувається купівля-продаж цінних паперів, що засвідчують участь інвестора в капіталі підприємств. До таких цінних паперів слід віднести акції та депозитарні

розписки. Процеси приватизації, які відбуваються у країнах з перехідною економікою та країнах, що розвиваються, стимулюють зростання цього важливого сегмента фінансового ринку [251, с. 322].

Інноваційні процеси світового фінансового простору зумовили розвиток похідних фінансових інструментів (деривативів), що охоплюють обіг групи нових фінансових інструментів, які використовуються для передачі або нейтралізації ризиків. Фінансові деривативи – це інструменти торгівлі фінансовим ризиком, ціни яких прив'язані до інших активів (ціни товарів або акцій, курсу валюти, процентної ставки).

Сучасним механізмом, широко використовуваним на фінансових ринках, є сек'юритизація – процес перетворення малоліквідних фінансових активів на інструменти ринку капіталів, що придатні для продажу. На суми виданих кредитів випускають цінні папери і продають їх. Цей механізм дає змогу знизити кредитні ризики та забезпечити приплив грошей до настання термінів погашення кредиту.

Більш докладно методологічні основи функціонування фінансових ринків та їхніх сегментів розкрито у фундаментальних працях вітчизняних вчених О. Рогача, А. Філіпенка, Т. Шемет, Ю. Козака, Д. Лук'яненка, Ю. Макогона та ін. [232; 221].

Еволюційний аналіз функціонування фінансового ринку свідчить про те, що фінансовий ринок спочатку сформувався як інфраструктурний елемент економічної системи, що забезпечує безперервність відтворювального процесу і обслуговує торгівлю товарами та послугами. Але згодом, в результаті розвитку фінансів ринку, зростання його масштабів і значущості, виникають певні деформації та трансформації ролі фінансового ринку у забезпеченні стабільного економічного зростання. Насамперед, йдеться про феномен фінансизації та пов'язані процеси віртуалізації та інформатизації світової економіки.

«Типовим проявом фінансизації як об'єктивного процесу є відділення фінансових потоків від потоків матеріальних ресурсів та їхня циркуляція у середині фінансового сектора без спрямування на потреби реального сектора економіки. Важливим є те, що від масштабів такого відділення залежить сталість усієї економічної системи. Якщо воно набуває характеру тривалої тенденції, то наслідком дії цієї тенденції є порушення нормального відтворення основного капіталу, який занепадає, зменшується без належного відновлення та розширення, що призводить до падіння ВВП» [244, с. 225].

Вітчизняні вчені вважають, що «...інформатизація світової економіки сприяла її віртуалізації, і виграла від цього фінансова еліта світу. Саме вона швидше за інших зрозуміла всі вигоди віртуалізації фінансового капіталу й активно впровадила і впроваджує цифрові технології. Найшвидше

інформаційні новинки запроваджують біржовики та інвестиційні банкіри, зокрема першим знадобилося впровадження високочастотного трейдингу, коли тисячі операцій купівлі-продажу цінних паперів та відкриття позицій щодо деривативів здійснюються комп'ютерами за мілісекунди. Така технологія уже витісняє традиційну біржову торгівлю у залах» [244, с. 225].

Крім того, феномен фінансизації економіки знаходить прояв у такому [244, с. 225]:

- фінансова сфера використовує найновіші досягнення ІТ-індустрії, що виявляються в організації сучасних платіжних систем та цілодобової глобальної електронної торгівлі фінансовими інструментами, а також запровадженні високочастотного Інтернет-трейдингу;

- відбуваються одночасні процеси проникнення фінансових інституцій у нефінансові сегменти економіки і суб'єктів реальної економіки у фінансові;

- спостерігається сервісизація глобальної економіки (надання традиційних послуг через мережу та виникнення сфер віртуальної реальності (зокрема сегмента електронних ігор), що відволікають значні людські та фінансові ресурси;

- залучення до фінансової сфери значної кількості фізичних осіб, адже вибухове зростання глобального валютного ринку FOREX пов'язують, зокрема, і з тим, що за допомогою Інтернет-торгівлі там працюють мільйони фізичних осіб, і їх чисельність невинно збільшується;

- залучення до цієї сфери високопрофесійних кадрів, що створили і створюють фінансові інновації, обсяг яких постійно зростає;

- акумулювання коштів світової економіки у фінансовій сфері, поглиблення нерівностей у розподілі доходів, загострення боргової кризи;

- концентрація ресурсів в обмеженому колі фінансових інститутів, актуалізація системно-значущих фінансових установ.

Важливу роль у цьому відіграє електронізація світового фінансового ринку, що визначається розвитком відповідної інфраструктури, ключовими елементами якої є: мережа Інтернет, електронні платіжні системи (Інтернет.Гроші, ГлобалМані – укр., WebMoney, E-Gold, Liberty Reserve, PayPal, Moneybookers – міжнар.), електронні торговельні системи, віртуальні банки, великі бізнес-портали (наприклад UBS), веб-сайти фондових та валютних бірж, брокерських, інвестиційних, комерційний компаній тощо.

Інтернаціоналізація потоків капіталу – це не що інше, як зростання взаємозв'язку і взаємозалежності, взаємопроникнення і зрощення національних та міжнародних потоків капіталу, що виявляються 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.

А зміни фінансової й економічної кон'юнктури дають підставу говорити про розвиток нового процесу у сфері міжнародних фінансів – фінансової глобалізації, який водночас супроводжується і певним парадоксом. А саме – «парадоксом у світовій економічній глобалізації є те, що фінансова глобалізація (глобальний фінансовий сектор) існує і виявила себе уже постфактум, не будучи при цьому інтегрованою в напрямі конвергенційності» [129, с. 234, 235]. Причиною цього парадоксу і є саме електронізація світового фінансового ринку на базі розвитку інноваційного інфраструктурного забезпечення. «Фінансова глобалізація передує процесу фінансової інтеграції за змістом, широкомасштабністю охоплення та площинністю дії, але за формою і за глибинністю фінансових механізмів процеси міняються місцями. Спостерігається прямування до світового фінансизму, коли першоосновою уже є не надприбуток, а можливість отримувати доходи, функціонувати у глобальній системі, маючи свою нішу, брати участь у розподілі та перерозподілі економічних ресурсів» [129].

Міжнародні фінансові відносини розвиваються і під впливом, як уже зазначалося, змін у самих фінансах. Частка фінансових послуг у структурі світової торгівлі швидко збільшується у зв'язку з бурхливим розвитком ІТ, їхньою конвергенцією з фінансовим сектором. З'являються нові види фінансових послуг і фінансових інструментів. Фінансові зв'язки між державами змінюються, модифікуються та ускладнюються. На сьогодні світові фінансові потоки це – ПП; міжнародні банківські позики (яких серед них можна виокремити традиційні та євровалютні позики, за якими банк надає закордонні позики в іноземній валюті); міжнародні облигації (ці облигації можуть далі диференціюватися на іноземні облигації та міжнародні, або єврооблигації); міжнародний акційний капітал і переплетення національних фондових ринків (існує кілька шляхів оцінки трансформації національних ринків акцій під впливом фінансової глобалізації).

Відтак мобільність потоків капіталів зростає. Каталізатором прискорення зростання мобільності та зростання швидкості обертання валют виступає інтеграція віртуальних валют у світову фінансову систему. Крім того, поєднання більшої мобільності та чіткої орієнтованості, диверсифікації потоків капіталів сприяють чіткішій структуризації світового фінансового середовища загалом. Адже переорієнтація потоків капіталів також сприяє диверсифікації ризиків, зумовлюючи зміни у міжнародних портфелях у бік вигідніших ризиків. Завдяки інформаційним технологіям і фінансовим інноваціям оптимізаційне керівництво та управління ризиком протягом короткого часу зробили сучасне управління портфелем досить витонченою справою: ризики оцінюють, розподіляють, лімітують, об'єднують у нові,

ефективніші комбінації. Підвищення дохідності активів сприятиме прискоренню темпів економічного зростання, а інтеграція фінансових ринків – суттєвому поліпшенню добробуту суспільства.

Також необхідно підкреслити, що міжнародні потоки капіталів перевищують міжнародні потоки товарів і послуг. Їхній обсяг у понад 5 разів перевищує обсяг світової торгівлі. Внаслідок того, що кошти переміщуються швидше, ніж зміни у відсоткових ставках та курсах іноземних валют, міжнародна мобільність капіталу інтенсифікує нестійкість валютних курсів. Валютні курси стали більш мінливими до національної макроекономічної політики. Висока мобільність капіталу, одним із факторів чого є наявність розвинутої ІКТ-інфраструктури, призвела до посилення взаємозалежності національних економік, послабила автономію національних політик, незважаючи на існування плаваючих валютних курсів.

Підсумовуючи викладене, слід відзначити, що світові фінанси перебувають у процесі постійної трансформації. У цьому глобальному середовищі оперують такі провідні суб'єкти, як ТНК, ТНБ, портфельні інвестори, міжнародні офіційні позичальники (національні держави і міжнародні урядові та неурядові інституції). Саме вони опосередковують основну частину міжнародних фінансових потоків (рис. 2.13).



Рис. 2.13. Основні суб'єкти світового фінансового середовища  
*Джерело:* розроблено автором на основі [244].

Таким чином, у процесі електронізації, окрім основних компонентів світових фінансів, якими є світовий фінансовий ринок, фінанси транснаціональних корпорацій, банківський сектор, міжнародні портфельні

інвестиції, додаються ще й інформаційно-телекомунікаційні інституції та розробники програмного забезпечення. Всі ці складові впливають один на одного і перебувають у тісній взаємозалежності завдяки серверним мережам зв'язку.

Конвергенція та дивергенція у концепціях функціонування фінансових ринків проявляються у множинності тлумачень поняття «фінансовий ринок», принципів, функцій та класифікаційних ознак структури світового фінансового ринку, процесах фінансиалізації економіки, формування глобальних механізмів регулювання тощо.

Функціонування фінансового ринку забезпечується відповідним механізмом, основу якого складає сукупність інститутів, технологій, норм і правил щодо обігу фінансових активів та фінансових інструментів, а також укладання, виконання й контролю угод щодо їх купівлі-продажу. Нормативно-правова база регулювання та контролю взаємовідносин учасників ринку формується з урахуванням міжнародних норм і правил. Функціонування фінансового ринку неможливе без відповідної інституційної інфраструктури. До основних інститутів інфраструктури слід віднести: асоціації та інші об'єднання банків, установи гарантування вкладів, бюро кредитних історій, колекторські агентства тощо; інститути, які сприяють інформаційному забезпеченню фінансової діяльності (рекламні агентства, маркетингові та консалтингові компанії), надають супутні послуги (аудиторські компанії), забезпечують впровадження ІТ-продуктів та технологій, надійний та конфіденційний зв'язок (ІТ-компанії). Визначальними для характеристики стану і розвитку фінансового ринку є попит, пропозиція й ціна на фінансові активи та фінансові інструменти.

Ефективність взаємодії учасників ринку залежить, насамперед, від стану використовуваних фінансових інститутів та інструментів, організаційно-технологічних умов, рівня розвиненості законодавства у фінансовій сфері, ролі органів регулювання. Виділяють дві основні моделі організації фінансових ринків залежно від характерних ознак фінансової системи [223, с. 37; 246–248]:

– континентальна модель, де фінансова система орієнтована на банківське фінансування – bank based financial system. Цей тип фінансового ринку заснований на універсальних комерційних банках, що зберігають основну частину заощаджень у формі депозитів, і їхньої участі як покупців акцій і облігацій. Континентальна модель фінансового ринку широко розповсюджена в континентальній Європі (передусім у Німеччині), а також у Японії;

– англо-американська модель, де фінансова система орієнтована на ринок цінних паперів і систему інституційних інвесторів (страхові компанії, інвестиційні й пенсійні фонди) – market based financial system. Англо-



американській моделі властива орієнтація на публічне розміщення цінних паперів і значний рівень розвитку вторинного ринку. Ця модель є характерною для США й Великої Британії.

Континентальна (європейська) модель організації фінансових ринків характеризується такими рисами: активною участю банків на ринках цінних паперів; використанням емісії облігацій як основного способу залучення капіталу на ринку цінних паперів; активним контролем банками промислових компаній через володіння акціями.

Для англо-американської моделі функціонування фінансового ринку (ринку капіталу з «широкою участю») характерні такі риси: емісійна активність корпорацій; широке коло інвесторів; високий рівень організації фондового ринку; поділ банків на комерційні й інвестиційні.

На межі XX–XXI століть у багатьох європейських країнах фінансові ринки стали набувати рис англо-американської моделі, тим самим відбувається поступове зближення, конвергенція континентальної й англо-американської моделей фінансових ринків. У пострадянських країнах у ході ринкових реформ сформувалася континентальна модель функціонування фінансового ринку, яка має риси монетарної моделі, моделі позичкового капіталізму з основним кредитором МВФ, яка притаманна країнам Африки, Латинської Америки.

У сучасній науковій літературі усталеною є думка, що розвинений фінансовий ринок сприяє підвищенню ефективності економіки за рахунок перерозподілу фінансових ресурсів у найбільш перспективні галузі, забезпечуючи тим самим внесок в економічне зростання, а також містить у собі інвестиційний потенціал інноваційного розвитку економіки.

Так, Дж. Бенхабіб і М. Шпігель, обґрунтували позитивний взаємозв'язок між розвиненістю фінансового ринку та економічним зростанням [249].

Р. Левін вважає, що фінансові ринки, інструменти та інститути створені для того, щоб зменшувати інформаційні та транзакційні витрати. А те, наскільки добре вони виконують ці функції, впливає на норму заощадження, ухвалення інвестиційних рішень економічними агентами і темпи усталеного зростання [250].

Вважається, що розвиненість фінансового ринку сприяє більш ефективному розподілу капіталу. Так Дж. Ваглер розглядає взаємозв'язок між здатністю фінансового ринку перерозподіляти капітал і ступенем розвиненості сфери фінансів загалом [251]. Він визначає ступінь фінансового розвитку окремої країни як відношення розмірів ринку цінних паперів і кредитного ринку до валового внутрішнього продукту цієї країни. На його думку, для процесу розподілу фінансових ресурсів в економіці важливо, щоб, по-перше,

суб'єкти фінансового ринку могли виділяти правильні напрями для інвестування і, по-друге, вони повинні мати стимули робити це. Стимули тісно пов'язані з правами інвесторів та їх захистом.

Аналіз сучасних тенденцій світового фінансового ринку свідчить про нову якість функціонування, зміни характеру впливу на розвиток світового господарства, структурно-інституційні деформації національних, регіональних ринків і глобальної економіки.

Однією з найважливіших загальносвітових тенденцій є зростання значущості фінансового сектора. З 1980-х рр. у світі спостерігалось стрімке нарощування вартості фінансових активів – абсолютної і у відношенні до ВВП. Вартість світових фінансових активів, включаючи акції, приватний і публічний борг, банківські депозити, зросла з 12 трлн дол. США у 1980 р. до 195 трлн дол. США у 2007 р. (передкризовому році). Ці активи зростали швидше, ніж світова економіка загалом. У 1980 р. вартість глобальних фінансових активів приблизно відповідала величині світового ВВП, а наприкінці 2007 р. їхня вартість досягла вже 356 % світового ВВП [252].

Слід також зауважити, що глобальна фінансова криза 2007–2008 рр. та низка проблем у банківському секторі більшості країн і регіонів у посткризовий період зумовили значні коливання співвідношення глобальної (загальносвітової) вартості облігацій, акцій і активів банків та ВВП. Якщо у 2007 р. цей показник становив 421,1 %, то у 2008 р. – знизився до 352,0 %, у 2009 р. – підвищився до 401,5 %, у 2010 р. незначно понизився до 397,5 %, у 2011 р. знову зменшився до 366 %. У 2012 р. відбулося незначне зростання до 371,9, яке продовжилося у наступному році і становило – 379,7 % (рис. 2.14).

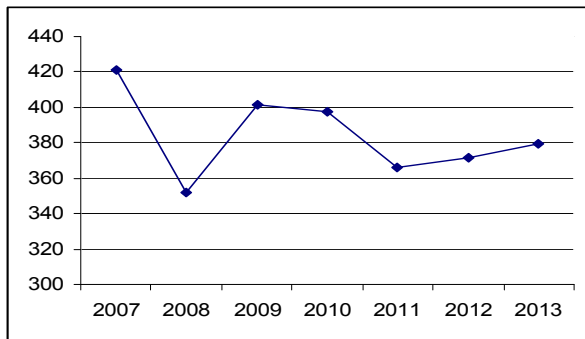


Рис. 2.14. Динаміка співвідношення глобальної (загальносвітової) вартості облігацій, акцій і активів банків та ВВП, %

*Джерело:* складено автором за даними МВФ [253–260].

У дослідженні береться лаг до 2013 року – року стабілізації після кризи. Зростання значущості фінансового сектора проявляється в: зростанні питомої ваги фінансових послуг у загальному обсязі послуг; збільшенні обсягів операцій на фінансових ринках у порівнянні з операціями на ринках товарів; зростанні частки фінансових активів у балансах підприємств; збільшенні частки фінансових інструментів у майні та заощадженнях населення при зменшенні частки банківських депозитів і реальних активів; різкому збільшенні кількості первинно розміщених акцій на фондовому ринку; зростанні ролі різного роду фінансових інновацій [261].

Під фінансовими інноваціями розуміють методи здійснення угод з новими видами фінансових активів або нових операцій з діючими активами і пасивами з метою ефективного використання фінансових ресурсів, підвищення прибутковості й ліквідності, зменшення ризиків [187; 262].

До фінансових інновацій відносять нові інструменти та інститути, фінансові технології. Прикладами фінансових інновацій є інвестиційні структуровані продукти, портфельне інвестування, деривативи, гібридні цінні папери. Тривають дискусії про вплив фінансових інновацій на економіку. Корисність фінансових інновацій пов'язується із подоланням недосконалостей ринку за рахунок перерозподілу ризиків, узгодження інтересів ринкових агентів, збільшення прибутковості вкладень на фінансовому ринку. Негативний вплив фінансових інновацій асоціюється з ослабленням фінансової стійкості і виникненням кризових явищ [187; 263].

Прискорене зростання фінансового сектора стимулювало появу тенденції відриву фінансового сектора від реального сектора економіки, пов'язаного із безпосереднім матеріальним виробництвом. В основі гіпотези відриву фінансового сектора від реального лежить перевищення темпів зростання показників фінансових ринків над аналогічними показниками реальної економіки і відхилення фінансових ринків від нормального виконання своїх функцій [187; 264]. Підсумком є відхилення цін фінансових активів від їхньої фундаментальної вартості, збільшення волатильності, зростання нестабільності фінансового сектора, збільшення ймовірності настання криз тощо.

Результатом розвитку фінансового ринку стало зростання його нестабільності і концентрація ризиків, що в сукупності із зростанням значення фінансового сектора в економіці зробило фінансовий ринок джерелом економічної нестабільності.

Основні детермінанти та складові процесу взаємодії фінансового і реального сектора економіки представлені на рис. 2.15.

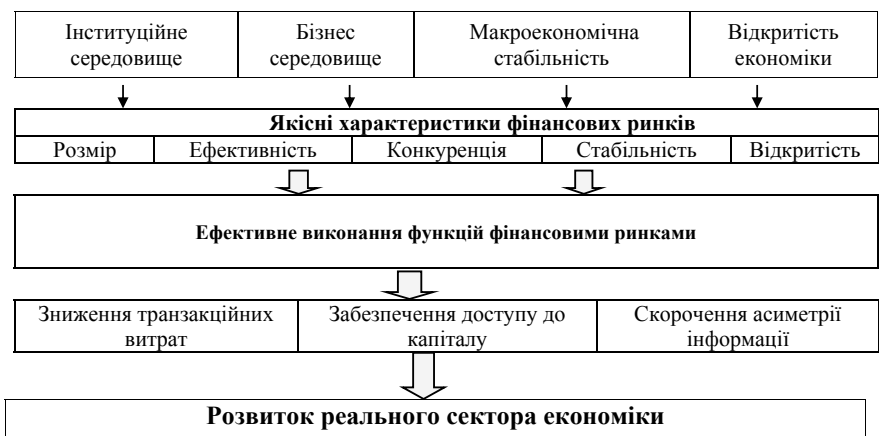


Рис. 2.15. Основні детермінанти та складові процесу взаємодії фінансового та реального сектора економіки

Джерело: [265].

Аналізуючи структурні зрушення, що відбуваються на світовому фінансовому ринку, встановлено, що найбільш стрімко розвивається світовий ринок грошей (загальних резервів без золота), динаміка якого не зазнала змін у кризовий і посткризовий період, а величина на кінець 2013 р. збільшилася проти 2007 р. на 88 %, тоді як світовий ВВП – лише на 38,4 % (табл. 2.3).

Таблиця 2.3

**Основні показники розвитку світового фінансового ринку,  
млрд дол. США**

Роки	ВВП	Загальні резерви (без золота)	Ринок акцій	Боргові цінні папери	Боргові цінні папери, % до ВВП	Банківські активи	Ринок цінних паперів і банківські активи	
							млрд дол. США	% до ВВП
2007	54545,1	6448,0	65105,6	79821,9	146,3	84784,5	229712,0	421,1
2008	60917,5	6787,8	33513,1	83529,6	137,1	97381,4	214424,0	352,0
2009	57843,4	8543,8	47188,9	92082,4	159,2	92969,5	232240,8	401,5
2010	62911,3	9639,3	55102,1	94842,2	150,8	100126,9	250071,2	397,5
2011	69899,2	10650,4	47089,2	98388,1	140,8	110378,2	255855,6	366,0
2012	72216,4	11403,5	52494,9	99134,2	137,3	116956,1	268585,2	371,9
2013*	75470,9	12127,7	62552,0	97288,6	128,9	126744,1	286584,7	379,7

Примітка. \* 2013 р. є останнім, за який експерти МВФ оновили зазначені показники у 2015 р.

Джерело: [253–260].

Попри всі проблеми, динамічно збільшуються й банківські активи – на 49,5 % за підсумками 2013 р. у порівнянні з докризовим 2007 р. Цей приріст є також вищим, ніж приріст ВВП, що також, як і у випадку ринку грошей, є ознакою «віртуалізації» фінансового ринку та відриву глобальних фінансів від реального сектора світового господарства. Світовий ринок боргових цінних паперів набув свого «піку» у абсолютних величинах у 2012 р. – понад 99 трлн дол. США. Водночас у процентному відношенні протягом зазначеного періоду обсяги цього ринку стабільно перевищують загальносвітовий ВВП, досягнувши «піку» у 2009 р. (159,2 %) і зниження до 129 % у 2013 р. І, нарешті, найбільших втрат від впливу глобальної фінансової кризи зазнав ринок акцій, який у 2008 р. «обвалився» майже удвічі (194 %) і на кінець 2013 р. досяг лише 96 % від абсолютної величини у 2007 р.

Окремі автори відзначають наростання суперечностей між реальним і фінансовим секторами. На думку А. Пархоменка [266], по-перше, йдеться про зміни структури фінансового сектора – зменшення частки комерційного кредиту і зростання частки операцій із похідними цінними паперами. По-друге, спостерігається домінування короткострокових форм фінансування, яке призводить до значного перевищення показників обороту на ринку капіталу. По-третє, існуючі процентні ставки перевищують темпи економічного зростання, отже, відбувається відрив частини фінансових ресурсів від реальних відтворювальних процесів і перетік у спекулятивну сферу. І нарешті, спостерігається диспропорція існуючої фінансової системи, яка виявляється в тому, що кількість фінансових інститутів, що можуть створювати пропозицію фінансових ресурсів, нічим не обмежена. У таких умовах банки кредитують тільки ті підприємства, які можуть собі це дозволити, а більш прибутковим для кредитних організацій стає акумуляція ресурсів для спекулятивних цілей. У результаті фінансовий сектор, створений, щоб забезпечити безперервність виробничого процесу, еволюціонував і розділився на дві частини. Перша продовжує обслуговувати функціонування реального сектора, а друга – забезпечує нарощування капіталу, задіяного в спекулятивних операціях. Поява такої диспропорції є однією з ознак структурно-інституційної деформації фінансового ринку.

Поряд із цим поширюється думка, що відрив фінансового сектора від реального створюється на основі фінансової віртуалізації, основою якої є використання фінансових деривативів. Фінансові деривативи (похідні цінні папери), з одного боку, перерозподіляють ризики, спрощують процес переливу вільних капіталів, забезпечують підвищення надійності фінансових ринків. З іншого боку, похідні інструменти породжують розрив дійсного і фіктивного капіталу та відчуження віртуальних фінансових відносин від

реального господарства. У результаті фіктивний (віртуальний) капітал підпорядковує процеси виробництва, керуючи дійсним капіталом, незалежно від його стану й ефективності [267].

Зазначені вище якісні та кількісні трансформаційні зрушення, що відбуваються у геофінансовому просторі, підтверджуються даними щодо змін у структурі світового фінансового ринку (табл. 2.4). Зокрема найбільш стрімке зростання у 1990–2012 рр. продемонстрували ринки біржових і позабіржових деривативів (відповідно у 23 та 275 разів), а їхня питома вага збільшилася, відповідно, з 0,8 до 1,9 % та з 1,8 до 22,2 %. При цьому у 2010 р. величини цих показників були ще вищими. Найбільшим світовим ринком є валютний ринок, розмір якого у зазначений період збільшився у понад 9 раз, а питома вага зменшилася з 78,9 до 68,4 %. Найменшу динаміку зростання у абсолютному обчисленні продемонстрували ринок акцій (у 5,9 раза), ринок боргових цінних паперів (у 5,5 раза) та кредитний ринок (у 2,8 раза). Водночас для цієї групи ринків спостерігається кількарразове зменшення їхньої питомої ваги у загальних обсягах світового фінансового ринку.

Таблиця 2.4

**Структура світового фінансового ринку у 1990–2012 рр.**

Сегмент	1990	2001	2010	2011	2012
Розмір ринку, <i>трлн дол. США</i> (частка у загальному обороті, %)					
Валютний ринок	215,4 (78,9)	452,2 (65,6)	1449,4 (62,1)	1719,2 (65,3)	1950,9 (68,4)
Ринок акцій	9,4 (3,4)	28,7 (4,2)	55,1 (2,4)	47,1 (1,8)	52,5 (1,8)
Ринок боргових паперів	18,0 (6,6)	41,8 (6,1)	94,8 (4,1)	98,4 (3,7)	99,1 (3,5)
Ринок біржових деривативів	2,3 (0,8)	23,8 (3,5)	77,7 (3,3)	58,3 (2,2)	54,4 (1,9)
Ринок позабіржових деривативів	4,8 (1,8)	111,1 (16,1)	601,0 (25,7)	647,8 (24,6)	632,6 (22,2)
Кредитний ринок,	23,0 (8,4)	32,0 (4,6)	57,0 (2,4)	60,0 (2,3)	64,0 (2,2)
у т.ч. синдіковані кредити	0,2 (0,1)	1,4 (0,2)	1,7 (0,1)	2,5 (0,1)	1,8 (0,1)

*Джерело:* [268, с. 19].

Проблема відриву фінансового сектора від реального сектора економіки проявляється в тому, що відбувається зміщення функціональної спрямованості фінансового ринку з обслуговування реальної економіки в самостійну сферу нарощування непродуктивного капіталу. Фінансовий ринок, що сформувався спочатку задля сприяння розподілу обмежених ресурсів у найбільш перспективні галузі економіки, в процесі своєї еволюції, і особливо в результаті змін, що відбувалися в кінці минулого століття, набув нових функцій, які сприяли деформаційним процесам. Саме з кінця минулого століття почали створюватися численні похідні інструменти, які повинні були забезпечити надійне перестраховування фінансових операцій. Після цього відбулося безконтрольне

наростання обсягу деривативів з повним відривом їх від реальних (забезпечених) активів, з чим пов'язане виникнення ключової суперечності фінансової економіки між обмеженими матеріальними ресурсами і можливістю створення фактично необмеженого обсягу фінансових ресурсів [237]. Як результат, відбувається утворення спекулятивної моделі економіки, котра визначає зрушення в поведінці інституційних інвесторів і економічних агентів на досягнення короткострокових вигод.

Процеси економічної та фінансової глобалізації, що проявляються у взаємопов'язаності національних економік, призводять до швидкого поширення фінансових криз з однієї країни в іншу, цілий регіон та світове господарство загалом [269–271]. Це відповідає концептуальним засадам міжнародного «інфікування» кризовими явищами. Практично це означає, що будь-які економічні кризи, незважаючи на їхнє походження, розповсюджуються між країнами через наявні зв'язки реального та фінансового секторів. В останні роки актуалізуються дослідження поширення криз як наслідку поведінки основних учасників ринку. В такому разі існує «ірраціональна» поведінка: стадний інстинкт, паніка, втрата довіри, несприйняття ризику.

Основними каналами розповсюдження кризи є [272; 273]: загальні шоки, коли глобальні зсуви у світовому господарстві можуть викликати переміщення капіталів та наступну кризу; торговий канал та конкурентні девальвації: регіональні кризи відбиваються на економіках інших країн; фінансовий канал: інфікування пов'язане, передусім, з портфельними інвестиціями, банкрутствами банків та інших фінансових інститутів тощо; інформаційні канали: біхевіорична поведінка суб'єктів фінансових відносин, наприклад валютна криза в одній країні посиляє сигнал спекулянтам, що режим фіксованого курсу в країнах з аналогічною макроекономічною політикою стає нестабільним.

До основних чинників глобального характеру відносять [274; 272]:

– високий рівень інтеграції різних секторів фінансових ринків, унаслідок чого «збурення» в одному сегменті швидко розповсюджуються практично на всі інші сегменти ринку. Йдеться про нову якість взаємозв'язку між різними ринками в економічній системі, наслідком чого є поява нової якості кризового потенціалу економіки;

– високий рівень глобалізації окремих та національних ринків, у результаті чого кризові явища досить швидко поширюються в регіональному та світовому масштабах і набувають рис світової кризи, яка вражає тією чи іншою мірою практично всі економіки світу;

– значний ризиковий потенціал фінансових інновацій. Наявні моделі та інструменти аналізу ризиків є неспроможними повною мірою оцінити такий

потенціал і визначити ті критичні моменти, коли потенційні ризики перетворюються на реальні проблеми. Це зумовлено тим, що спочатку з'являються фінансові інновації, а лише потім у процесі їх використання виявляються ризики. Разом з тим поява фінансових інновацій є об'єктивним явищем, а тому зміни системи регулювання не повинні бути такими, які б зупинили процес появи фінансових інновацій;

– процес економічного дерегулювання, який протягом останніх років був стрижнем економічної політики, має свої об'єктивні межі.

Глибинні причини кризи визначили лідери G20 [275; 276]:

– протягом періоду сильного економічного зростання, збільшення потоків капіталу й тривалої стабільності на початку нового століття учасники ринку намагалися одержати високі прибутки, але при цьому неадекватно оцінювали ризики й не змогли забезпечити необхідного технічного аудиту;

– значний внесок у формування системних проблем зробили також слабкі андеррайтингові стандарти, неефективні методи й інструменти керування ризиком, поява складних фінансових продуктів, характеристики яких були складними для розуміння, у результаті чого виникли надлишкові запозичення;

– політики, регуляторні інститути, органи нагляду в окремих розвинених країнах не змогли адекватно оцінити й відреагувати на ризики, які накопичувалися на фінансових ринках, вчасно й адекватно відслідковувати появу фінансових інновацій або повною мірою враховувати системні наслідки регуляторних дій;

– непослідовність і неефективність координації макроекономічної політики, неадекватні структурні реформи, які разом призвели до серйозного порушення відповідних пропорцій і функціонування ринку.

Останніми роками поширюється точка зору, відповідно до якої криза вибухнула в результаті значної недооцінки системного ризику [277, с. 75, 76]. Так, напередодні кризи низькі процентні ставки, надлишкова ліквідність і сприятлива макроекономічна ситуація підштовхували приватний сектор до прийняття на себе надмірних ризиків. Кредитні організації надавали позики, не проводячи необхідної оцінки платоспроможності позичальника, і створювали нові, все більш складні фінансові інструменти, прагнучи одержати високі доходи. Багато регуляторів і наглядових відомств перебували в стані самозаспокоєності й практично не реагували на появу уразливих місць.

У результаті національні фінансові системи й трансакції деформувалися, що знайшло прояв у таких процесах:

– посиленні складності й непрозорості фінансових систем;

– надмірному рівні левериджу фінансових установ і їхньої високої взаємозалежності;



- підвищенні ризику ліквідності;
- дії великих фінансових інститутів, які мали користь зі сформованого стереотипу «занадто великий, щоб збанкрутувати». Відсутність ринкової дисципліни дозволяла їм займати кошти під пільгові відсотки, працювати в умовах високого левериджу й пускатися в ризиковані операції;
- переміщенні фінансового посередництва в тіньовий банківський сектор.

Свого часу ОЕСР використовувала системний підхід для пояснення фінансової або системної кризи кінця минулого століття. Експерти ОЕСР розглядали фінансову систему як сукупність чотирьох підсистем: банківського сектора, національних фінансових ринків, міжнародних фінансових ринків, світової економіки. Зазначені підсистеми поєднані за допомогою торговельних і регуляторних механізмів. Відповідно, криза є потрясінням, що серйозно порушує функціонування системи або призводить до її повного розвалу, причому саме системні ризики мають потенціал викликати саме таку кризу. [275; 278, р. 18].

У цьому зв'язку слід відзначити, що системний ризик фінансового сектора – це «можливість виникнення зриву надання фінансових послуг, що викликається погіршенням стану всієї фінансової системи або її частини й має потенційні серйозні негативні наслідки для реальної економіки» [279, с. 34]. Термін «системний ризик» використовується для опису ступеня вразливості фінансового сектора, коли внутрішні або зовнішні негативні шоки знаходять поширення в мережі внутрішньо-секторальних зв'язків, а ефект первісного шоку підсилюється. Крім того, системним ризиком називають імовірність того, що фінансові проблеми одного фінансового інституту або групи інститутів по ланцюжку взаємозв'язків на фінансових ринках поширяться на інші інститути й у такий спосіб охоплять весь фінансовий сектор.

Зважаючи на викладене, слід визнати, що глобальна фінансово-економічна криза 2007–2009 рр. [153]:

- 1) системно охопила фінансові ринки та інститути фінансового сектора, зокрема грошовий обіг і кредит, міжнародні фінанси, державні, муніципальні та корпоративні фінанси;
- 2) негативно вплинула у середньо- і довгостроковому періоді на реальний сектор економіки, рівень зайнятості й добробут населення;
- 3) знайшла прояв:

– у фінансовому секторі й на фінансових ринках – у різкому зростанні частки проблемних банків і небанківських фінансових інститутів, боргів, що дедалі збільшуються; істотному скороченні кредитів, що надаються економіці і домашнім господарствам; ланцюгових банкрутствах; переході до збиткової моделі банківської та іншої фінансової діяльності; переважанні спекулятивної

фінансової діяльності над інвестиційною; масштабному падінні курсів цінних паперів; затримці розрахунків із наростаючим колапсом платіжної системи; виникненні масових збитків на ринку деривативів; неліквідності фінансових ринків і фінансових інститутів з ефектом «доміно»; банківській паніці;

– у міжнародних валютно-фінансових відносинах – у неконтрольованому падінні курсу національних валют; масовій втечі капіталів з країни; некерованому нарощуванні зовнішнього боргу і прострочених платежів держави та комерційних організацій; перенесенні системного ризику на міжнародний ринок і фінансові ринки інших країн;

– у сфері грошового обігу – в різкому некерованому зростанні цін із переходом у хронічну інфляцію; втечі від національної валюти, стрімкому впровадженні у внутрішній обіг конвертованої іноземної валюти, масовій появі грошових сурогатів;

– у сфері державних фінансів – у різкому падінні величини золотовалютних резервів і державних стабілізаційних фондів; виникненні дефіциту чи загостренні привнесеної кризою дефіцитності бюджету; швидкому скороченні обсягів податків; падінні бюджетного фінансування державних витрат; некерованому нарощуванні внутрішнього державного боргу;

4) є реалізацією системного ризику і супроводжується ефектом «доміно» якщо:

– криза одного або групи фінансових інститутів та компаній реального сектора, сегмента ринку чи системи розрахунків передається в розширеному обсязі через пересічні зобов'язання на інші групи фінансових інститутів та компаній реального сектора, інші сегменти ринку і системи розрахунків, поступово охоплюючи дедалі більшу частину ринку;

– криза фінансового ринку однієї країни чи групи країн передається іншій країні, як «фінансова інфекція», криза довіри інвесторів, що спричиняє неліквідність ринку.

Серед глобальних процесів особливо важливе значення має взаємодія між міжнародною торговельною системою й міжнародною валютно-фінансовою системою [283–289], а також реформування глобальної архітектури світової валютно-фінансової системи та взаємовідносин з міжнародними валютно-фінансовими інституціями [162; 290–293].

Відомо, що із середини 1980-х років багато країн, що розвиваються, одним із наріжних каменів своїх програм економічних реформ зробили інтегрування до міжнародної торговельної системи. Цей процес відбувався не тільки через активну участь у багатосторонніх торговельних переговорах у рамках ГАТТ, а й через швидку однобічну лібералізацію торговельних режимів. У багатьох країнах це супроводжувалося відкриттям фінансового сектора й лібералізацією режиму

рахунку операцій з капіталом. За оцінками, дотепер ця стратегія («модель відкритості») не дозволила більшості країн, що розвиваються, реалізувати ефективну взаємодію між сферою міжнародних фінансів, внутрішнім нагромадженням капіталу й зростанням експорту. Нині ефективна стратегія розвитку національної економіки вимагає більш комплексної платформи, ніж котру пропонує «модель відкритості». Перспективи розвитку країн, що розвиваються, залежать від здатності підвищити узгодженість між національними стратегіями розвитку й глобальними процесами задля уникнення руйнівного впливу системних ризиків [294, с. 12].

У цьому контексті, валюти відкритих у фінансовому відношенні країн, що розвиваються, виявилися досить нестійкими і підданими значним коливанням як внаслідок лібералізації режиму руху капіталу, так і відчутного збільшення масштабів і розмаїтості трансграничних фінансових операцій, напрям яких може швидко мінятися у зв'язку з раптовими змінами в очікуваннях міжнародних портфельних інвесторів. Така нестійкість нерідко сприяла виникненню проблем управління процентними ставками й обмінними курсами. Динаміка валютних курсів найчастіше характеризувалася тривалими періодами підвищення обмінних курсів, за якими йшла раптова й глибока девальвація.

Різкі зміни валютного курсу в одній країні можуть негативно позначатися на стані зовнішньоторговельного балансу інших країн, у яких обмінний курс залишається відносно стабільним. Наприклад, досвід азійської кризи вказує на конкурентні зниження обмінних курсів як на важливу форму розповзання кризи через канали торговельних зв'язків, оскільки країни, експортери яких безпосередньо конкурують із експортерами країни, зачепленої кризою, також відчують тиск на користь зниження курсів національних валют, щоб уникнути втрати міжнародної конкурентоспроможності. Крім того, внутрішній вплив різкого й раптового зниження обмінного курсу має складний характер: значне зниження обмінного курсу зазвичай поєднано із падінням внутрішньої економічної активності й з необхідністю скорочення імпорту проміжної продукції та засобів виробництва [294, с. 14–16].

Валютні кризи кінця ХХ ст. зумовили розгортання дискусій щодо необхідності змін у міжнародних торговельній, валютній й фінансовій системах задля створення можливостей для більш справедливого розподілу вигод від міжнародної торгівлі й забезпечення максимальної віддачі глобалізації для розвитку країн, що розвиваються. Зокрема постала необхідність комплексного розгляду проблем міжнародної торгівлі й пов'язаних питань розвитку платіжних балансів. Визнано, що рішення, які стосуються подальшого розвитку міжнародної валютно-фінансової системи, не повинні обмежуватися вузькими валютно-фінансовими інтересами, а повинні ґрунтуватися на розумінні того, що

вони здійснюють значний і довгостроковий вплив на розвиток реальних секторів як у розвинених країнах, так і в країнах, що розвиваються. Оптимальним рішенням цієї проблеми пропонувалося створення багатосторонніх або глобальних механізмів, аналогічних тим, які існують у багатосторонній торговельній системі [294, с. 20].

Підсумовуючи викладене, слід відзначити, що сучасний етап еволюції фінансового ринку, який відрізняється найбільш швидкими темпами розвитку фінансових інструментів і фінансових інститутів, а також прискореним зростанням кількості операцій, що здійснюються на фінансовому ринку, призвів до виникнення низки проблем. По-перше, відбувається зростання значущості фінансового ринку в економіці. Він перестає виконувати роль лише інфраструктурного елемента економічної системи, що забезпечує безперервність відтворювального процесу та обслуговує торгівлю товарами і послугами. З рангу обслуговуючих, фінансовий ринок переріс у самостійний елемент, що задає тон світовій економіці. По-друге, прискорений розвиток фінансового ринку призвів до його відриву від реального сектора економіки. Причиною цьому послужила поява фінансових інновацій, зростання спекуляцій на валютних курсах, курсах акцій та інших фінансових інструментах. У підсумку відбувається відхилення цін фінансових активів від їхньої фундаментальної вартості і збільшення їхньої волатильності. Відбувається зміщення основного акценту існування фінансового ринку із сфери забезпечення реального виробництва необхідними фінансовими ресурсами у сферу спекулятивних операцій. І нарешті, зростання фінансового ринку за рахунок спекулятивної складової призвело до підвищення нестабільності і концентрації ризиків. У результаті фінансовий ринок став значущим джерелом циклічних коливань ділової активності. Саме цей прояв деформації фінансового ринку зумовив активізацію розробки напрямів з регулювання фінансового ринку на міжнародному рівні та рівні окремих країн.

Основні положення даного підрозділу дозволили узагальнити схему формування світового ландшафту (рис. 2.16).

На сьогодні багато вчених усвідомлюють нові реалії та фінансові доміанти в економічних відносинах, однак спостерігається і абсолютне заперечення фінансизації як об'єктивного економічного явища. Це свідчить про необхідність продовження досліджень сучасних фінансових трансформацій, насамперед, для вирішення переліку дослідницьких завдань: визначення контурів фінансової теорії майбутнього, виявлення перспективних макроекономічних, насамперед, фінансових, трендів у розвитку національної економічної системи, пошуку оптимальних шляхів і способів входження в нову об'єктивну реальність.

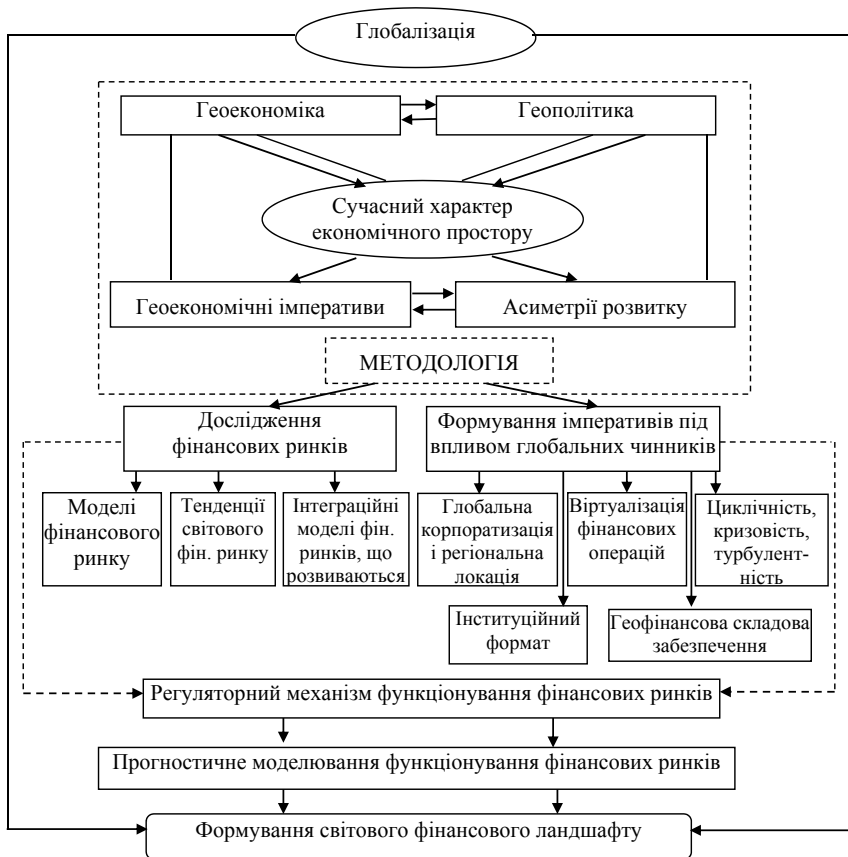


Рис. 2.16. Схема формування світового фінансового ландшафту

Джерело: складено автором.

Трансформація світового фінансового середовища відбувається, зокрема, під впливом таких тенденцій: збільшення міжнародних капіталопотоків у формі резервних активів; розвиток міжнародних ринків акцій, облігацій та банківського кредитування; реформування світової фінансової «архітектури»; формування регіональних валютних угруповань, яка призводить до зростання хаотичності та непередбачуваності міжнародних потоків капіталів, загострення відносин боржників і кредиторів та посилення нестійкості основних фінансових ринків.

Глобальні трансформації сучасної світової і національних фінансових систем визначають такі чинники:

- стрімкий розвиток процесу транснаціоналізації економічних зв'язків,

інтеграція національних фінансових ринків;

- відносно ослаблення регулювання світових фінансових ринків (при збільшенні їх обсягів і оборотів операцій, приросту конкуренції між ними);
- розширення світової фінансової системи за рахунок входження до світової економіки країн, що розвиваються (зростає глобальна нестабільність); постійне збільшення величезної маси капіталів (включаючи потоки капіталів між країнами), крайня рухливість яких (обумовлена зростанням швидкості переказів з одного ринку на інший) створює напружене становище;
- високий ступінь концентрації фінансових ресурсів як на макроекономічному (бюджетні системи держав і міжнародних організацій), так і на глобальному (міждержавна економічна інтеграція, включаючи її фінансову й валютну складові) рівні;
- тенденція до концентрації капіталів, зростаюча автономізація глобальних комерційних і фінансових конгломератів;
- зростання інтенсивності фінансових трансакцій, високий ступінь мобільності та взаємозв'язки на фінансових ринках;
- різноманіття фінансових інструментів, високий ступінь їх динамізму тощо.

Таким чином, можна констатувати, що актуальність досліджуваних процесів полягає в тому, що сучасна цивілізація переживає універсальну трансформацію, яка відбувається у світовій економіці наприкінці ХХ ст., внаслідок чого суттєво змінюються всі сфери людської життєдіяльності. Основними економічними цілями трансформації є підвищення ефективності економіки та досягнення економічного зростання, тому перед країнами світу, особливо країнами з перехідною економікою, постала проблема досягнення сталого економічного зростання та підвищення якості життя населення. Сьогодні економічна глобалізація охопила всі країни і народи, являючи собою мережу найрізноманітніших політичних взаємозв'язків, що швидко зростають, приводять до поглиблення взаємозв'язків між найважливішими політичними центрами та інтенсифікації трансграничних зв'язків.

### **2.3. Багаторівнева інтеграція фінансових ринків, що розвиваються**

Важливим елементом фінансових реформ країн, що розвиваються, стала розбудова інститутів, які б забезпечували мобілізацію фінансових ресурсів та їх трансформацію у інвестиції через формування відповідних ринків. Формування фінансових ринків відбувалося під впливом зовнішніх та

внутрішніх чинників. До зовнішніх чинників слід віднести: вбудованість у міжнародні фінансові потоки; залежність від зовнішніх надходжень фінансових ресурсів, їх частка у процесах нагромадження капіталу; включеність у регіональні процеси інтеграційної взаємодії. До внутрішніх чинників необхідно віднести: інституційну структуру фінансової системи країни (рівень незалежності центрального банку; модель банківської системи; рівень розвитку страхової системи; рівень розвитку небанківських фінансових установ); ступінь лібералізованості національного фінансового простору; розвинутість національного фінансового ринку.

У більшості країн фінансова система характеризується перевагою банківського сектору (bank-based financial system) і незначною роллю фондового ринку як фінансового посередника. Це положення ґрунтується на наступних оцінках.

До типових проблем фондових ринків країн з ринками, що формуються, належать: невелика ринкова капіталізація й низький оборот акцій; нерозвинена інвестиційна база (недостатня кількість національних інституціональних інвесторів), нерозвинена пенсійна система, низький рівень інвестиційної культури населення); нерозвинені ринки венчурних і прямих інвестицій; бажання національних інвесторів вкладати кошти в закордонні ринки, обмежена присутність і брак інтересу закордонних інвесторів, недосконалість систем керування ризиками [295–297].

Ринок акцій, що становить рух прав власності, розвивається за окремими сегментами вкрай нерівномірно. Це зумовлюється специфікою акцій, прибутковість і курс яких прямо залежать від очікуваної прибутковості конкретних підприємств-емітентів. Наприклад, у 1992–1993 рр. найвищою діловою активністю відзначався сегмент ринку акцій бірж; стабільно висока кон'юнктура була характерна для ринку акцій комерційних банків; у процесі становлення перебував ринок акцій підприємств нефінансового сектора – промислових, торгових, транспортних, комунальних та ін.

Сучасний ринок акцій, крім особливостей структури пропозиції, має додаткові специфічні риси. Насамперед, це низька ліквідність цього ринку: щодо загальної кількості пропозицій кількість укладених угод коливається від нуля до 35%. Стосовно обсягу пропозицій (сукупної ціни продавця) спостерігається ще нижча ліквідність: сума укладених угод становить 0–15% обсягу пропозицій.

Низька ліквідність ринку акцій, крім малої кількості оборотів, характеризується ще й істотною відмінністю цін пропозицій на різних біржах, великими розривами між цінами продавців і покупців, різкими

кон'юнктурними коливаннями курсів акцій бірж. Це надає ринку акцій дуже нестійкого характеру.

У зв'язку з приватизацією, зокрема й у формі акціонування, швидше розвивався ринок акцій виробничих підприємств (підприємств нефінансового сектора). Наприклад первинний ринок акцій цих підприємств в Україні невеликий. При цьому акції розміщують в основному самі емітенти без посередництва бірж і банків. Відбувається це у формі конкурсу заявок. Активізації вторинного ринку акцій українських відкритих акціонерних товариств нефінансового сектора перешкоджають загальноекономічна криза і процеси структурної перебудови. Ці чинники істотно знижують прибутковість названих акцій. За умови зберігання нестабільності грошового ринку виплата дивідендів у гривнях втрачає сенс. Водночас на хвилі інфляції підвищуватиметься ринковий курс цих акцій як вираження вартості матеріального паю акціонера в капіталі підприємства. Таким чином, динаміка ринку акцій підприємств нефінансового сектора визначатиметься здійсненням заходів фінансової стабілізації у поєднанні з процесами приватизації (структурної перебудови).

Основним чинником, який визначає низьку кон'юнктуру на ринку облігацій, є високі темпи інфляції, що зменшують схильність до довгострокового інвестування. По суті, на ринку корпоративних облігацій діють такі самі тенденції, що й на ринку державних цінних паперів.

У сучасних умовах висока кон'юнктура характерна тільки для одного сегмента ринку боргових зобов'язань – ринку депозитних сертифікатів комерційних банків. Активна емісійна діяльність на цьому ринку зумовлюється наростанням депозитного «голоду» через знецінення гривні і загострення конкурентної боротьби комерційних банків.

У порівнянні з традиційними банківськими вкладами депозитні сертифікати мають більшу ліквідність; зазвичай їх випускають у вигляді цінних паперів на пред'явника; вони можуть вільно перепродаватися, тобто утворювати вторинний ринок протягом усього терміну дії. Власник сертифіката може будь-коли повернути свій вклад. Підвищенню ліквідності депозитних сертифікатів сприяє й те, що за умовами випуску вони можуть застосовуватись як платіжний засіб у системі «банк – емітент».

Вища ліквідність депозитних сертифікатів поєднується з їхньою високою надійністю і прибутковістю. Так, відсоток за депозитними сертифікатами, які перебувають в обігу або запропоновані до розміщення, наближається до відсотка за депозитами, а в окремих випадках перевищує останній.

Процес формування регулятивних механізмів функціонування фінансових ринків країн з ринками, що формуються, пов'язаний із становленням національних й використанням міжнародних платіжних систем.



Становлення регулятивних механізмів країн, що формуються можна розглядати на прикладі становлення пострадянських країн. У 1991 р. радянський рубль з грошової одиниці СРСР перетворився на валюту кожної з 15 його колишніх республік. До середини 1993 р. емісію наявних рублів здійснював винятково Банк Росії, тоді як центральні банки інших нових держав випускали свого роду грошові сурогати, курс яких був фіксований до рубля відносно 1 : 1. Кредитну емісію рублів у межах встановлених лімітів могла здійснювати будь-яка держава. На ділі ж, всі вони вдавалися до нелімітованої емісії. У жовтні 1992 р. вісім учасників СНД (Вірменія, Білорусь, Казахстан, Киргизстан, Молдова, Росія, Узбекистан і Україна) уклали угоду про єдину грошову систему і узгоджену грошово-кредитну політику. Проте ідея не була реалізована і всі країни почали вводити національні валюти. У липні 1993 р., після появи нового російського рубля, Вірменія, Білорусь, Казахстан, Росія, Таджикистан і Узбекистан уклали угоду про створення рубльової зони на основі російського рубля (грошово-кредитну і емісійну політику планувалося довірити ЦБ Росії). У тому ж 1993 р. був утворений Міждержавний банк СНД, а в 1994 р. було підписано угоду про Платіжний союз [136]. У зазначений період через відсутність національних валют, за експертними оцінками, використовувалися найрізноманітніші типи розрахунків (табл. 2.5).

*Таблиця 2.5*

**Основні типи міжнародних розрахунків у пострадянських країнах, %**

Тип розрахунків	1993	1994
Двосторонній міждержавний товарообмінний кліринг	50	30
Розрахунки через кореспондентські рахунки національних банків	20	15
Розрахунки в національних валютах через кореспондентські рахунки комерційних банків	15	35
Неурядовий товарообмін, кліринг, інші види безготівкових розрахунків	10	10
Розрахунки у твердих валютах або в національних валютах з валютними застереженнями	5	10
Усього	100	100

*Джерело:* [297, с. 19].

Після невдалих спроб створити в СНД рублеву зону у вигляді єдиної валюти спочатку на базі радянського, а потім російського рубля й уведення всіма країнами Співтовариства власних національних валют був узятий курс на здійснення взаємних розрахунків у цих грошових одиницях (див. табл. 2.6).

**Строки введення в обіг сучасних валют держав-учасниць СНД**

Країна	Найменування валюти	Дата введення валюти в обіг
Азербайджан	Манат	1 січня 1994 р.
Вірменія	Драм	22 листопада 1993 р.
Білорусь	Білоруський рубль	26 липня 1993 р.
Грузія	Ларі	2 жовтня 1995 р.
Казахстан	Тенге	15 листопада 1993 р.
Киргизстан	Сом	10 травня 1993 р.
Молдова	Лей	29 листопада 1993 р.
Росія	Рубль	літо 1993 р.
Таджикистан	Таджицький рубль (сомоні)	10 травня 1995 р.
Туркменістан	Манат	1 січня 1994 р.
Узбекистан	Сум	27 червня 1994 р.
Україна	Гривня	2 вересня 1996 р.
Литва	Лит	25 червня 1993 р.
Латвія	Лат	28 червня 1993 р.
Естонія	Естонська крона	1 вересня 1992 р.

*Джерело:* [298, с. 19].

Під впливом стану економік, стабільності й надійності національних валют розрахунки почали здійснюватися у двох формах: грошовій й натуральній (бартерній) і, як правило, на двосторонній основі. При цьому офіційна статистика про структуру взаємних розрахунків відсутня, оскільки безпосередніми учасниками є господарючі суб'єкти й комерційні банки, що обслуговують їх. За експертними оцінками, значна частина таких розрахунків здійснювалася у вільноконвертованій валюті. Серед національних валют переважали російський рубль, українська гривня, білоруський рубль, узбецький сум [299, с. 121].

Конкретне, прикладне значення мала Об'єднана платіжна система Співдружності, запроваджена в грудні 2000 р. банками та іншими організаціями п'яти країн ННД (Вірменії, Казахстану, Молдови, Росії і Таджикистану). Мета системи – проведення узгодженої політики у сфері безготівкових розрахунків з використанням пластикових карт. Її реалізація мала дозволити на основі єдиних стандартів обслуговувати утримувачів карт усіх учасників системи.

У більшості країн регіону використовують як міжнародні платіжні системи, так і національні. Найпоширенішими платіжними системами є VISA і Mastercard. Наприклад, Mastercard, заснована ще у 1966 р., поєднує 22 тисячі фінансових установ у 210 країнах світу, на її частку припадає 26 % платіжних карт світу. Вагомою перевагою Mastercard є те, що основною валютою може бути як американський долар, так і євро [300, с. 108–111].

З початку 1990-х рр. у Росії були спроби створити національну платіжну систему, зокрема розроблено кілька дрібних платіжних систем, серед яких STB Card, «Union Card», «СБЕРКАРТ», УЭК, «Золота Корона», але жодна з них так і не досягла загальнонаціонального масштабу [300, с. 108–111]. З 2010 р. процес створення російської платіжної системи був активований, розроблявся Федеральний закон «Про організацію надання державних і муніципальних послуг», у якому мова йшла про створення національної платіжної системи й відмову від обробки російських транзакцій за кордоном. У США створення всеросійської платіжної системи ідентифікували як загрозу інтересам системам Visa і Mastercard, які втратили б мільйони клієнтів і мільярди доларів. Як застережний захід компанії зі США відмовилися від обробки частини російських транзакцій за кордоном. Нова хвиля активних дій щодо створення національної платіжної системи в Росії виникла у 2014 р. після того, як найбільші міжнародні платіжні системи Visa і Mastercard відмовилися обслуговувати карти клієнтів 4-х російських банків: «Россия», «Собинбанк», «Инвесткапиталбанк» і «Северный морской путь».

За станом на 2014 р. ЦБ РФ вніс до реєстру національно значущих операторів такі платіжні системи, як платіжна система ЦБ, Національна система платіжних карт (НСПК), платіжна система Національного розрахункового депозитарію, Національні кредитні картки (НKK), Union Card, Handybank, Blizko, Митна карта, УЕК, Мультисервісна платіжна система, а також платіжна система ВТБ. Створення національної платіжної системи на основі російських систем виявилось досить витратним і малоперспективним. У 2014 р. стало відомо, що національна платіжна система Росії може бути реалізована у форматі кобренд-проекту з даними Visa і Mastercard. Це найбільш простий і найменш витратний варіант за типом «білоруського», який можна буде реалізувати за відносно короткий термін. Відомо, що Білорусь у відповідь на певні санкції створила локальну платіжну систему, яка успішно розвивалася, й згодом частка карт, емітованих цією системою на внутрішньому ринку, перевищила частку карт Visa і Mastercard [301, с. 354–357]. Натомість в Україні здійснюють діяльність понад п'ятдесят платіжних систем, різних за організаційно-правовою формою платіжної організації, особливостями розрахунків та іншими характеристиками. Виконання функцій оверсайту (нагляду) платіжних систем покладено на НБУ.

Організація національних валютних ринків шляхом створення відповідних інститутів (насамперед бірж) відповідає міжнародним нормам Ямайської валютної системи. Ця система замислювалася як система плаваючих курсів, що формуються на валютних біржах під впливом попиту та пропозиції. В більшості країн ННД валютні біржі утворені, проте поряд із

ними активно розвиваються міжбанківські валютні ринки. У липні 2001 р. Міждержавний банк, Міжнародна асоціація бірж країн ННД, Московська міжбанківська валютна біржа і Розрахункова палата ММВБ підписали угоду, яка передбачала спільну діяльність щодо формування основних принципів організації торгів на базі міжбанківських валютних бірж країн регіону, розробку механізму розрахунків у національних валютах тощо [120, с. 100].

Більшість країн регіону використовує валютні обмеження та різноманітні інструменти державного регулювання з метою підтримки стабільності валютного курсу та платіжного балансу. Йдеться про регулювання міжнародних платежів і переказів капіталів та репатріації експортної виручки, ліцензування валютних операцій; обмеження обігу валют; обов'язковий продаж виручки експортерів за національну валюту; обмежений продаж іноземної валюти імпортерам; регулювання строків платежів з експорту та імпорту тощо.

У рамках Ямайської системи сформувався цілий ряд валютних режимів від жорсткої фіксації до вільного плавання. У 2007 р. МВФ провів обстеження фактичних режимів обмінних курсів країн-членів.

У пострадянських країнах напередодні і під час глобальної фінансово-економічної кризи використовувалися різні типи режимів валютних курсів (табл. 2.7).

Таблиця 2.7

### Режими валютних курсів пострадянських країн

Країна	Тип режиму валютних курсів
Азербайджан	Ковзна фіксація
Вірменія	Кероване плавання
Білорусь	Фіксований валютний курс
Грузія	Кероване плавання
Казахстан	Фактична стабілізація
Киргизстан	Гнучка фіксація
Молдова	Кероване плавання
Росія	Кероване плавання
Таджикистан	Фіксований валютний курс
Туркменістан	Фіксований валютний курс
Узбекистан	Фактична стабілізація
Україна	Кероване плавання
Литва	Валютна рада: валюта повністю забезпечується міжнародними резервами
Латвія	Звичайна фіксована прив'язка: прив'язка до ЄПЗ у межах коридору щонайбільше $\pm 1\%$
Естонія	Валютна рада: валюта повністю забезпечується міжнародними резервами

Джерело: [304, с. 155].

Слід зауважити, що дотепер тривають дискусії щодо переваг і недоліків режимів валютного курсу. Так, основною перевагою системи фіксованих валютних курсів є їх передбачуваність і визначеність, що позитивно впливає на обсяги зовнішньої торгівлі і міжнародні кредити. Основною перевагою системи гнучких валютних курсів є те, що вони виступають «автоматичними стабілізаторами», що сприяють урегулюванню платіжних балансів без значних втрат офіційних валютних резервів і не вимагають втручання Центрального банку в ринковий механізм [141, с. 256–257].

Підсумовуючи викладене, слід відзначити, що регулятивні механізми функціонування фінансових ринків пострадянських країн формуються з урахуванням міжнародних норм і правил щодо обігу фінансових активів та фінансових інструментів. Передусім йдеться про норми й правила таких організацій, як Базельський комітет з банківського нагляду, Міжнародна організація комісій з цінних паперів, Міжнародна асоціація наглядових страхових інстанцій, Комітет з платіжних і розрахункових систем, Рада з міжнародних стандартів фінансової звітності та інші інституції. За відсутності дієвої системи міжнародного регулювання фінансового сектора, стандарти й кодекси у різних фінансових сферах розробляються за активної участі МВФ і Світового банку, неформальні інститутів – групи провідних країн G7 та G20. У цьому зв'язку в пострадянських країнах відбувається гармонізація режимів банківського регулювання й нагляду, а також застосування центральними (національними) банками держав міжнародних рекомендацій і положень Базельського комітету з банківського нагляду: Базель II і Базель III. При цьому у національному законодавстві є ряд відмінностей щодо повноважень наглядових органів, порядку реєстрації й ліцензування діяльності кредитних організацій, порядку здійснення нагляду, у тому числі за діяльністю національних системно значущих фінансових установ [305–315].

Процес формування регулятивних механізмів функціонування фінансових ринків пострадянських країн пов'язаний із трансформаційними процесами глобального управління валютно-фінансовими відносинами.

Розвиток фондових ринків країн, що формуються і їхнє регулювання пов'язані з удосконалюванням інфраструктури, зниженням адміністративних бар'єрів, спрощенням процедур державної реєстрації випусків цінних паперів, забезпеченням прозорості ринкових угод і поведінки учасників ринку, створенням рівних умов для діяльності фінансових організацій, підвищенням фінансової грамотності населення. Застосовувані заходи регулювання й нагляду фондових ринків країн, що формуються засновані на забезпеченні прозорості діяльності фінансових інститутів, комплексності заходів щодо забезпечення захисту інтересів споживачів, упровадженні сучасних технологій, а також відповідальності фінансових організацій за результати їх діяльності.

У сучасних умовах національний фінансовий ринок не може бути відокремлений від тих процесів, що відбуваються у світовому господарстві. У широкому розумінні фінансова інтеграція проявляється у вільному переміщенні фінансових капіталів між країнами і фінансовими центрами, розвитку міжнародних фінансово-кредитних інститутів, масовій появі їхніх закордонних філій з метою проведення фінансово-кредитних, інвестиційних та інших операцій. У вузькому розумінні міжнародна фінансова інтеграція знаходить вираження в усуненні бар'єрів між внутрішніми й світовими фінансовими ринками, розвитку множинних зв'язків між ними [316].

В основі процесів фінансової глобалізації та інтеграції лежить принцип відкритості національних фінансових ринків. За визначенням експертів Світового банку, процес фінансової глобалізації слід розглядати як інтеграцію національних фінансових систем з міжнародним фінансовим ринком та інституціями [317; 153]. При цьому інтенсивність фінансової глобалізації та роль міжнародного фінансового ринку у світовому господарстві за останні десятиріччя кардинально змінилися. Унаслідок глобалізації зросли масштаби міжнародних фінансових операцій і збільшується обсяг руху фінансового капіталу між країнами. Внаслідок цього істотно зросла залежність розвитку національних економік від джерел іноземного фінансування. Особливо помітною ця тенденція є в країнах, що розвиваються, оскільки вони значною мірою змушені підлаштовувати режим діяльності внутрішніх фінансових ринків під стандарти глобалізації [317; 153].

Питання фінансових ринків – одне з найскладніших питань навіть для спеціалістів. Пострадянському фінансовому простору залишилась фінансова система колишнього СРСР. Економіка колишнього СРСР будувалась за однією схемою. Закономірності цілої країни були слухні і для окремих його частин (рис. 2.17).

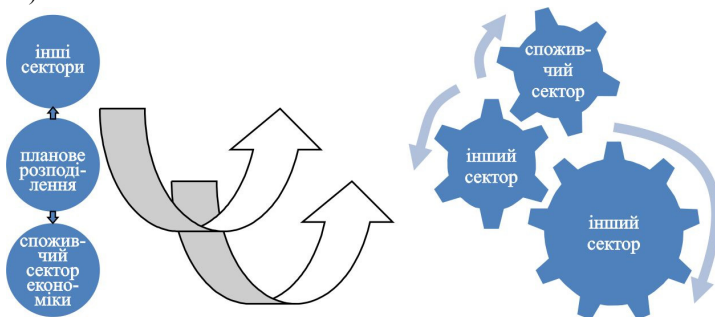


Рис. 2.17. Зміна радянської системи фінансового ринку на ринкову після 1991 року

*Джерело:* складено автором на основі власної розробки

Відомо, що обсяг грошей в економіці добре знайомий науці і описується елементарною тотожністю кількісної теорії грошей:  $MV = PQ$ . Маса грошей, помножена на швидкість оборту повинна дорівнювати масі проданих товарів, які виражені у цінах. Інакше кажучи, на яку суму продано товарів в економіці, рівно стільки повинно у неї обертатись грошей. Якщо обертається більше, то це призводить до інфляції, якщо менше, то починається падіння виробництва, зниження цін або нарощування грошової маси. В цій моделі економіки банківське кредитування розраховано на повернення кредитів і процентів з майбутніх доходів, які отримані від реалізації споживчих товарів, кредити вбудовані в ціну кінцевої споживчої продукції.

В ринковій економіці споживчий сектор є домінуючим, і вся економіка побудована на власному споживанні, яке напряму пов'язане з власними доходами громадян. У 1929 р. було вперше в історії ухвалено рішення поділити грошову масу на готівкову та безготівкову. Готівковою або безготівковою буває лише форма розрахунків або форма заощадження. Роздвоєння грошей у радянській економіці на взаємно неконвертовані частини позначало фактично знищення грошей як загального еквівалента. Безготівкові гроші у такої системи є загальним засобом обліку. По суті, це не гроші, а розрахункові одиниці, за допомогою яких розподіляються матеріальні фонди. Готівкові гроші у радянській економічній системі, так само як і безготівкові, жодного стосунку до реальних, забезпечених товарною масою грошей не мали та були засобом розподілення матеріальних благ поза залежністю від реальної продуктивності праці.

У зв'язку з цим радянська економіка трансформувала грошову систему та перестала бути залежною від споживчого сектора. В ринковій економіці всі накопичення та інвестиції створюються із прибутку від реалізації споживчих товарів та перерозподілу по вертикалі і тому масштаб економіки розширюється за розширенням споживчого сектора. Ефект масштабу пов'язаний зі змінами вартості одиниці продукції залежно від масштабів її виробництва у дисертації розглядається в довгостроковому періоді. Зниження витрат на виробництво одиниці продукції прийняте за економію масштабу. У Радянському Союзі був елементарний брак виробничих потужностей для випуску споживчої продукції. Загалом маса грошей у економіці дорівнює масі всіх реалізованих товарів, виражених у цінах. Все залежить від масштабів розвитку споживчого сектора, всі витрати враховані в ціну кінцевого споживчого продукту. Після 1929 р. над споживчим сектором радянської економіки нависла не пов'язана з ним маса виробництва та інфраструктури, просте фінансове обслуговування яких потребувало грошової маси, в багато разів більшої у співвідношенні товарної маси. Тоді було ухвалено рішення поділити грошову масу на дві незалежні сфери: готівкову та безготівкову. Це

рішення було ухвалено емпіричним шляхом, система фінансового ринку в СРСР не мала аналогів в історії. Принципи роботи радянської фінансової системи були настільки завуальовані ідеологічними надбудовами, які до сих пір мають свої загадки. З'явився напрям розвитку, за якого не економіка розвивається разом із зростанням власного споживання, а навпаки, споживання зростає слідом за зростанням можливостей економіки. На сьогодні радянська система має вигляд парадоксальної для західних економістів. Але реально ця система існувала досить успішно. Історично була сформована «перевернута» економіка, і після розпаду у 1991 р. Радянського Союзу країни намагаються створити західну фінансову систему. Важкість процесу полягає у тому, що не можна мати одну структуру економіки й фінансову систему, яка розрахована на зовсім іншу, протилежну їй структуру. Економіка всіх радянських республік будувались ривком та диспропорційно. Вони всі мають схожі структурні характеристики економік та фінансових ринків: нерозвинутість споживчого сектора та практично повну відсутність дублювання виробничої діяльності (конкуренції) у структурі економіки. Фінансовий ринок такої економіки розділяє гроші на готівкову та безготівкову сфери. Готівкова обслуговує купівельну спроможність населення. Безготівкові гроші це по суті розрахункові одиниці, за допомогою яких розподіляються матеріальні фонди. Після розпаду СРСР було багато критики з боку реформаторів цієї системи, але не тільки недоліки, а й переваги були у цій системі: перехід на подвоєну систему фінансів дозволив вилучити цю економіку з маржинальної дії платоспроможності населення, і вона отримала можливість розвиватись поза цим. У західній економіки все залежить від платоспроможного попиту: він зростає, зростає економіка, скорочується – скорочується економіка.

Функціонування на основі безготівкових грошей виключило ситуацію, коли розвиток міг бути затриманий нестачею фінансових коштів. Але реформувати радянську економіку було потрібно. Реформи (1990-і роки) почались з помилки: були зняті бар'єри між сферами дій готівкових та безготівкових грошей. Подвоєна готівково-безготівкова фінансова система ліквідується й економіка починає працювати на основі реальних, забезпечених товарною масою грошей. Оскільки система, яка була структурована «порадянськи», створює відносно невеликий обсяг споживчих товарів, то грошова маса відразу починає стрімко скорочуватись. Зрештою грошова маса зменшується до рівня, за якого нормальне існування економіки неможливе. Це призводить до того, що загальний брак грошей припиняє фінансування усього. Починається стрімке падіння виробництва. Платоспроможність населення знижується. Нарощування грошової маси веде до зростання цін. Жорстке



регулювання обсягу грошової маси в обороті загострює загальний брак грошей. Розвалюється бюджет країни. Реформи заходять у тупикову ситуацію. Всі пострадянські країни мали економічну й фінансову систему колишнього СРСР, яка мала свої характеристики, не маючи аналогів з іншими країнами. Головна потреба стабільної економіки – це рівновага між товарною та грошовою масами. Складовою частиною фінансової глобалізації стали процеси консолідації (об'єднання) фондових бірж і торговельних систем на ринку цінних паперів з метою зниження витрат і концентрації ліквідності. У кінці XX ст., після формування в розвинених країнах єдиних національних бірж (єдині біржі були створені в Німеччині, Великій Британії, Франції, Італії, Швейцарії, Іспанії), настав час об'єднання фондових бірж різних країн, формування наднаціональних фондових бірж. Так було створено біржу Euronext, у межах якої були об'єднані фондові біржі Франції, Нідерландів, Бельгії та Португалії. Нинішній процес формування потужних біржових структур, як у Західній Європі, так і в США можна вважати своєрідним передднем формування інфраструктури глобального фінансового ринку [318].

В умовах глобалізації, як уже зазначалося вище, посилюється вплив глобальних фінансових гравців на стан світового фінансового ринку. Глобальні фінансові гравці – це транснаціональні банки, хеджфонди, міжнародні страхові компанії тощо. Вражають обсяги операцій міжнародних фінансових спекулянтів – хеджфондів. Їх налічується близько 4 тисяч, і вони оперують ліквідністю в обсягах понад 0,5 трлн дол. США, За оцінками МВФ, 5–6 найбільших хеджфондів здатні мобілізувати до 900 млрд дол. США, що може дестабілізувати або навіть зруйнувати економіку середньої європейської країни [168; 179].

У процесі розвитку глобалізації міжнародних економічних зв'язків різко зросла потреба у швидкому переміщенні та акумуляції «гарячих грошей». В офшорних зонах власники капіталу мінімізують витрати і завдяки цьому можуть брати участь у більш ризикованих і, відповідно, більш прибуткових транзакціях. Офшорні компанії стали одним із найважливіших джерел руху вільних фінансових ресурсів. Тут зосереджено 20–25 % світового капіталу [232]. Таким чином, офшорний бізнес став вагомим сегментом світової економіки, важливою ланкою у механізмі мобілізації капіталу та вилучення геоекономічної ренти.

Одночасно офшори стали потужними інструментами втечі капіталу, відмивання брудних грошей, притулками для прикриття тіньового експорту геоекономічної ренти. Практика тіньового переміщення капіталів у «податкові сховища та притулки» отримала таке велике поширення у 90-ті роки, що викликало необхідність вжиття рішучих заходів на міжнародному рівні.

У відповідь на проблему, пов'язану з відмиванням коштів, у 1989 р. країнами «великої сімки» під час зустрічі на найвищому рівні у Парижі був

створений спеціальний підрозділ боротьби з відмиванням грошей (FATF), мета якого – координація міжнародного співробітництва у цій сфері. Одним із перших завдань підрозділу було розроблення рекомендацій для урядів країн світу, які доцільно використовувати при створенні та виконанні національних програм, спрямованих на боротьбу з відмиванням брудних грошей.

З огляду на сказане, можна зробити висновок, що в умовах фінансової глобалізації сформувалася така система перерозподілу фінансових ресурсів, за якої менш ризиковий капітал абсорбується найбільш розвиненими країнами світу, а спекулятивний, з більш високою нормою прибутку, притягується країнами з трансформаційною економікою. За умов глобалізації відбувається не лише консервація традиційних умов нееквівалентного обміну (збереження сировинної спрямованості експорту слаборозвинених країн світу, погіршення умов їхньої зовнішньої торгівлі, обмеженість їхнього доступу до міжнародного фінансового ринку тощо), а й уможлиблюється незворотний системний розрив між розвиненими країнами та країнами з трансформаційною економікою. Поглиблення такої тенденції мало б украй негативне значення для розвитку всього світового господарства.

В умовах фінансової глобалізації різні міжнародні організації прагнуть до вироблення стандартів діяльності на світових фінансових ринках, тим самим реалізуючи позитивні аспекти глобальної фінансової інтеграції. Прикладом є ухвалення Базельським комітетом з банківському нагляду Угод «Базель-I», «Базель-II» та «Базель-III», підготовку Міжнародною організацією комісій з цінних паперів (IOSCO) документа «Мета і принципи регулювання ринків цінних паперів», який містить 30 базових принципів регулювання, а також розробку міжнародних стандартів бухгалтерської звітності (МСФО) Комітетом міжнародних стандартів бухгалтерської звітності (IASB).

Фінансовий ринок за своєю природою завжди був інтернаціональним – інвестори шукали найкращі варіанти застосування капіталу в усьому світі. На світовому фінансовому ринку відбувається уніфікація правил гри, широкомасштабна інформатизація, забезпечується належна прозорість фінансового простору, формуються світові комунікаційні мережі та ін.

Процеси фінансової інтеграції відбуваються як у рамках світового співтовариства загалом, так і в окремих регіонах світу. Русійними силами фінансової глобалізації виступають ліквідація бар'єрів на шляху фінансових потоків між країнами, розвиток сучасних технологій на фінансових ринках, створення фінансової інфраструктури глобального масштабу [320].

Регіональна фінансова інтеграція проявляється у створенні спільного фінансового ринку в рамках певної групи держав і забезпеченні вільного руху капіталу та фінансових послуг між цими державами. Її результатом може бути

не тільки відкриття фінансових ринків, але і їхнє закриття (для третіх країн) з метою запобігання можливих зовнішніх кризових впливів.

Процеси фінансової глобалізації й регіональної фінансової інтеграції йдуть паралельно й в одному напрямі. Відповідно до теорії економічної інтеграції Б. Баласси, фінансова інтеграція реалізується на більш пізніх етапах у порівнянні з розвитком торговельного співробітництва. Тому, незважаючи на існування досить великої кількості інтеграційних угруповань у сучасній світовій економіці, значних успіхів у реалізації ініціатив з фінансової інтеграції досяг тільки Європейський Союз. При об'єднанні економічного і фінансового потенціалу в межах регіонального об'єднання виділяють такі елементи валютно-фінансової інтеграції: формування платіжно-розрахункових механізмів; координацію валютних курсів; лібералізацію національних ринків капіталу; запровадження єдиної валюти та інтеграцію фінансових ринків [321, с. 11].

Поширення інтеграційних процесів пов'язують зі зростанням нестабільності світової фінансової системи внаслідок лібералізації та інтенсивного розвитку світових ринків капіталу. Масштабні притоки і раптові відтоки фінансових ресурсів призводять не тільки до коливань на ринках капіталу, а й до ескалації кризових явищ. У цих умовах об'єднання зусиль груп країн у валютно-фінансовій сфері шляхом створення потужного фінансового ринку здатне запобігати негативним проявам глобалізації.

На глобальному і регіональному рівні відбувається викликаний фінансовою інтеграцією процес уніфікації й гармонізації основних понять, категорій і принципів організації фінансово-кредитної діяльності. Цей процес поширюється шляхом розроблення міжнародними фінансовими організаціями рекомендацій та їх упровадження в країнах світового співтовариства, що сприяє однаковому розумінню й відображенню в документах операцій у сфері фінансів, кредиту, розрахунків, платежів тощо. Уніфікуються, зокрема, категорії й класифікації у сфері державних фінансів, платіжного балансу, бухгалтерського обліку, методи контролю за діяльністю комерційних банків з боку центральних банків окремих країн, стандарти діяльності валютних бірж, способи здійснення розрахунків тощо.

На рівні інтеграційного угруповання формуються притаманні саме цьому об'єднанню підходи щодо визначення основних понять. Зокрема Європейський центральний банк використовує таке визначення фінансової інтеграції: ринок для визначеного набору фінансових інструментів або послуг вважається повністю інтегрованим, якщо всі потенційні ринкові учасники такого ринку, по-перше, підкоряються єдиному переліку правил (коли вони вирішують проводити операції із цими фінансовими інструментами або

послугами), по-друге, мають рівний доступ до цих фінансових інструментів або послуг і, по-третє, для всіх учасників діють однакові правила [322].

Валютно-фінансова інтеграція проявляється в збільшенні транскордонного фінансового співробітництва, можливості більш ефективного капіталовкладення, диверсифікації ризиків, меншому впливові асиметричних шоків та більшій місткості ринку. Проте недоліком інтеграційних процесів є ризик транскордонного «інфікування»: фінансова нестабільність в одній країні швидко поширюється на інші країни, пов'язані інтеграційними процесами.

Під валютною інтеграцією розуміють співробітництво країн у сфері міжнародної торгівлі й фінансів, що покликано зменшити або зняти економічні бар'єри між країнами-учасницями угоди, підвищити конкурентоспроможність їхніх виробників, зміцнити валютно-фінансову систему й забезпечити економічне зростання. Зазвичай виділяють такі основні цілі валютної інтеграції [322]: зміцнення позиції національних валют; створення містких фінансових ринків з повним набором інструментів, властивих ринкам високорозвинених країн; посісти гідне місце у світовій валютно-фінансовій системі. Валютна інтеграція може відбуватися в різних формах. У цьому разі все визначається рівнем розвитку й станом економіки країн-учасниць інтеграційного процесу, а також планованою й прийнятною для цих країн глибиною співробітництва. Нині у світі існує три основні шляхи регіональної взаємодії у валютній сфері, які умовно можна назвати західноєвропейською, латиноамериканською і африканською.

У наукових колах поширюється думка і обґрунтовується положення, що валютна інтеграція не повинна розглядатися лише як завершальна стадія інтеграційних процесів. Координація валютної політики й інтеграція фінансових ринків не повинна відкладатися до завершення формування стадії митного союзу, проте повинна бути зумовлена фундаментальними потребами економіки та фінансових систем. Водночас інтеграційні процеси пов'язані з низкою серйозних ризиків, адже, відкриваючи кордони на шляху руху фінансового капіталу, країни-члени інтеграційного угруповання підпадають під ризик неконтрольованого руху капіталу усередині блоку, а також можуть спричинити швидке поширення кризових явищ, які виникають в одній із країн. Тобто інтеграція сприяє «захисту» країн-членів блоку від зовнішніх факторів ризику, однак може бути каталізатором для внутрішніх [320, с. 47–48]. Зазначені ризики знайшли своє підтвердження під час фінансово-економічної кризи 2008–2009 рр. поряд з іншими чинниками глобального і регіонального характеру.

У 2011 р. експертами ЄБРР у «Доповіді про перехідний процес» [322] вперше здійснено спробу кількісно оцінити вразливість країн з перехідною економікою перед процесами, що протікають у євросоні (передусім кризи державного боргу), за допомогою індексу, що враховує у процентах ВВП

відповідних країн сумарну залежність кожної з них від експорту в державі єврозони, короткострокових запозичень і припливу ПІІ із цих держав. Адже потрясіння в зоні євро торкнулися й експорту, і руху капіталів, і міжбанківського ринку цих держав, наслідком чого стало зниження загальних темпів зростання в багатьох країнах до початку 2012 р. й посилення тривоги щодо майбутніх перспектив і можливості нового погіршення ситуації. Експертами ЄБРР виведено чіткий рейтинг уразливості окремих країн і визначено питому вагу кожного з каналів, якими поширюється вплив подій, що відбуваються в ЄС (табл. 2.8).

Таблиця 2.8

**Схильність країн з перехідною економікою до ризиків єврозони, % ВВП**

Країна	Експорт	Зовнішній борг	ПІІ	Індекс
Естонія	25	3	22	51
Україна	5	25	8	38
Казахстан	15	5	16	36
Литва	14	3	10	27
Росія	9	5	10	24
Латвія	8	8	6	22
Вірменія	4	0	9	13
Грузія	2	2	7	11
Киргизька Республіка	1	7	0	7
Білорусь	7	8	...	15
Молдова	5	10	...	15
Таджикистан	7	1	...	8
Узбекистан	1	0	...	1
Азербайджан	19	...	...	19

*Примітка.* Індекс розраховується як сума частки країн єврозони в експорті кожної країни, зваженої за часткою експорту у ВВП (стовпчик I), часткою єврозони в трансграничних фінансових вимогах до країни, зваженої за величиною короткострокового зовнішнього боргу кожної країни у ВВП (стовпчик II), частки країн єврозони в ПІІ, зваженої за часткою у ВВП припливів ПІІ в кожну країну (стовпчик III).

*Джерело:* [323, с. 35].

Індекс розраховується як сумарна величина трьох складових, кожна з яких виражена у процентах до ВВП. Ці складові являють собою експорт у єврозону, приплив ПІІ з єврозони й наближену величину частки короткострокових зовнішніх запозичень із єврозони. Таким чином, зазначений індекс дозволяє виміряти максимальну дію «удару», що може бути нанесений країні регіону у разі припинення припливу в країну коштів із єврозони, вираженого у процентах до ВВП країни. Індекс дозволив виявити особливу вразливість багатьох країн з перехідною економікою до наслідків економічного спаду й нестабільності в єврозоні, а також визначити, що найбільш вразливими є Естонія, Україна та Казахстан (рис. 2.18). Економіка України виявилася взагалі досить чутливою до зовнішніх потрясінь, і

порівняно невеликі зміни зовнішніх умов чи на сході (Росія), чи на заході (ЄС) можуть спровокувати різку зміну загальноекономічної кон'юнктури в країні.

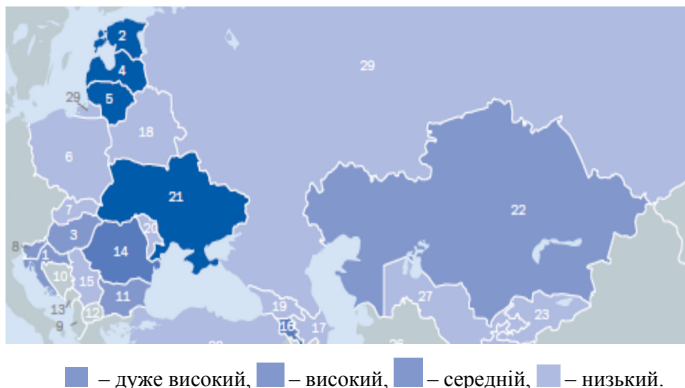


Рис. 2.18. Ступінь вразливості країн пострадянського регіону від ситуації в єврозоні

*Джерело:* [323].

Країни пострадянського простору, або нові незалежні держави (ННД) виявилися схильними до інтеграції у гео економічний простір і світові та регіональні фінансові ринки поза географічним регіоном.

Місце країн ННД у світовій економіці визначається часткою сукупного ВВП у світовому обсязі ВВП [324, с. 3]. Динаміка цього показника свідчить про позитивну тенденцію його збільшення впродовж 2000–2009 рр. до 5,19 % і певну стагнацію у посткризовий період упродовж 2-х років (табл. 2.9). Найбільшу питому вагу у 7,23 % країни регіону продемонстрували у 2012 р. У подальшому цей показник знижувався достатньо високими темпами і досягне рівня 2000 р.

Одним із найважливіших показників глобалізації є міжнародна торгівля. Ступінь залучення країн у міжнародний товарообмін можна розглядати як показник ступеня інтегрованості в глобальний економічний простір. При цьому варто розуміти, що обсяги експорту та імпорту будь-якої країни з валютами, які не належать до резервних, формують пропозицію та попит на валютному ринку. Крім того, експортно-імпортні операції будь-якої країни потребують використання інститутів та інструментів міжнародної інфраструктури фінансових ринків, передусім платіжної системи та інформаційно-комунікативних систем, доступу до кредитних та страхових ринків.

**Частка держав у світовому ВВП (за паритетом купівельної спроможності), % до загального підсумку**

Країна	1992	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Вірменія	4,886	7,002	7,840	9,139	10,630	12,067	14,213	16,583	19,365	21,117
Азербайджан	33,999	29,683	32,329	35,496	39,997	45,289	59,087	81,914	105,117	118,754
Білорусь	50,735	57,881	61,991	66,118	72,139	82,600	93,277	105,742	117,987	132,684
Естонія	н/д	16,943	18,425	19,845	21,742	23,746	26,807	30,469	33,704	32,502
Грузія	н/д	11,386	12,194	13,072	14,822	16,112	18,225	20,555	23,757	24,808
Казахстан	119,770	114,504	132,924	148,191	165,202	186,041	210,653	240,358	268,715	283,028
Киргизька Республіка	8,103	8,119	8,744	8,877	9,687	10,653	10,978	11,667	13,000	14,258
Латвія	15,957	21,104	22,979	24,991	27,637	30,765	35,154	40,546	45,771	44,990
Литва	н/д	33,371	36,419	39,506	44,435	49,021	54,540	60,380	68,859	72,055
Молдова	9,712	6,691	7,263	7,951	8,647	9,539	10,584	11,431	12,087	13,290
Росія	1,699,498	1,631,868	1,754,032	1,866,365	2,042,458	2,249,218	2,469,615	2,753,043	3,067,531	3,291,844
Таджикистан	7,260	5,925	6,678	7,397	8,314	9,449	10,406	11,476	12,701	13,973
Туркменістан	11,824	11,561	14,236	16,733	19,985	23,551	27,479	31,429	35,833	41,925
Україна	318,309	193,472	216,141	231,177	258,226	296,623	315,569	349,893	388,715	405,232
Узбекистан	37,778	48,591	51,786	54,684	58,117	64,134	70,831	78,483	88,226	98,053
Разом	2317,831	2198,101	2383,981	2549,542	2802,038	3108,808	3427,418	3843,969	4301,368	4608,513
Світ загалом	32552,000	49541,498	51906,263	54205,489	57538,544	62220,806	67276,371	73063,825	79125,740	83014,118
Питома вага пострадянських країн у загально-світовому ВВП за ПКС	7,12	4,44	4,59	4,70	4,87	5,00	5,09	5,26	5,44	5,55

Продовження табл. 2.9

Країна	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Вірменія	18,266	18,896	20,193	22,032	23,130	24,340	25,323	26,053	27,073
Азербайджан	130,784	138,947	141,949	147,691	158,810	165,938	169,445	165,988	169,943
Білорусь	133,883	146,008	157,284	162,955	167,307	172,755	167,692	164,837	167,737
Естонія	27,927	28,964	31,804	34,069	35,167	36,784	37,549	38,754	40,386
Грузія	24,084	25,902	28,346	30,701	32,259	34,305	35,604	36,836	39,032
Казахстан	288,599	313,450	343,915	367,763	396,183	420,007	429,120	433,909	444,517
Киргизька Республіка	14,783	14,893	16,106	16,255	18,260	19,229	20,095	21,006	21,879
Латвія	38,827	37,816	40,994	43,421	45,463	47,300	49,081	51,150	53,745
Литва	61,846	63,629	68,868	72,827	76,637	80,259	82,355	85,435	89,334
Молдова	12,589	13,647	14,878	15,041	16,723	17,812	17,793	18,057	18,764
Росія	3,057,427	3234,166	3441,691	3628,008	3734,307	3823,996	3717,617	3684,643	3765,815
Таджикистан	14,628	15,769	17,286	18,925	20,656	22,402	23,306	24,240	25,435
Туркменістан	44,834	49,538	58,014	65,612	73,479	82,367	88,600	93,271	98,814
Україна	346,506	351,656	378,532	386,425	392,619	372,920	339,481	347,885	361,645
Узбекистан	106,800	117,294	129,652	142,867	156,812	172,298	187,947	199,335	213,201
Разом	4321,783	4570,575	4889,512	5166,592	5347,812	5492,712	5391,008	5391,399	5537,32
Світ загалом	83351,055	88830,220	94337,031	99088,807	103919,005	109142,513	113523,500	118169,856	123973,143
	5,19	5,15	5,18	7,23	5,15	5,03	4,75	4,56	4,47

Джерело: складено автором з використанням бази даних МВФ.

Лідерами регіону за величиною питомої ваги у загальносвітовому імпорті є також Росія, Україна та Казахстан (див. додаток Г, табл. Г.2). На рис. 2.19 наочно спостерігається значний відрив Росії за величиною питомої ваги в обсягах загальносвітового імпорту від інших країн, а також зменшення показника під впливом глобальної кризи 2008–2009 рр.

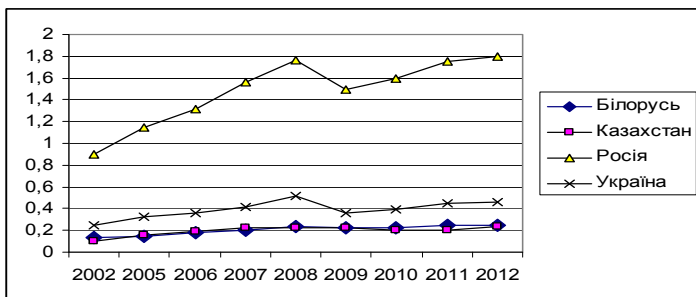


Рис. 2.19. Частки держав у світовому імпорті товарів, % до загального обсягу

Джерело: складено автором за даними [324].

Торговельні потоки в більшості держав регіону переважно орієнтовані на ринки поза пострадянським простором, оскільки питома вага взаємної торгівлі не перевищує 15–30 % (див. додаток Г, табл. Г.3), про що свідчать дані рис. 2.20. Високу залежність від взаємної торгівлі демонструють Білорусь (55–58 %), Киргизстан (49–54 %) та Таджикистан (44–7 %). Проміжне положення в цьому контексті посідає Україна (38–42 %).

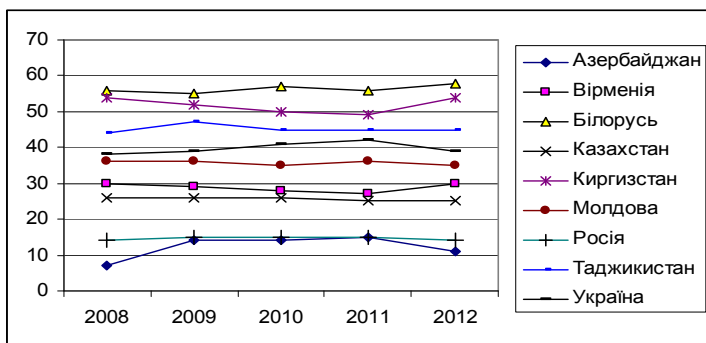


Рис. 2.20. Питома вага взаємної торгівлі окремих країн у загальному обсязі зовнішньої торгівлі, % до загального підсумку

Джерело: складено автором за даними [324].

При цьому частка взаємної торгівлі в ННД скорочувалася у 2000–2005 рр. (рис. 2.21), надалі впродовж до 2012 р. залишається практично незмінною на рівні 22–23 % (див. додаток Г, табл. Г.4).



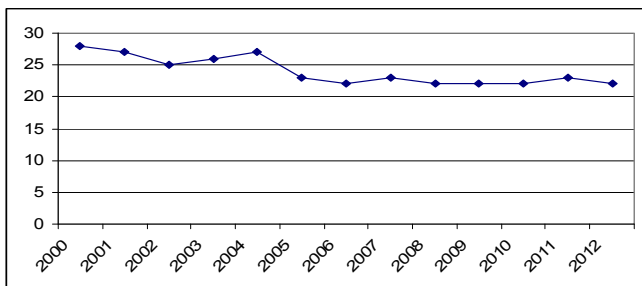
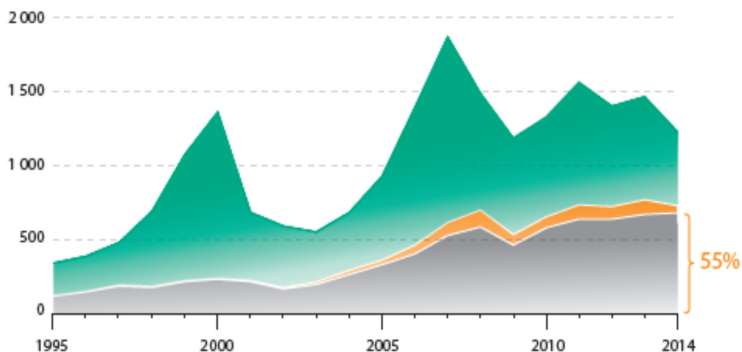


Рис. 2.21. Питома вага взаємної торгівлі ННД у загальному обсязі зовнішньоторговельного обігу, %

Джерело: складено автором за даними [324].

Важливим показником інтегрованості у світові фінансові ринки є обсяг залучення й вкладень у закордонні активи прямих іноземних інвестицій (ПІІ). При цьому ринки ПІІ демонструють високу волатильність (рис. 2.22).



■ – розвинені країни, ■ – країни з перехідною економікою, ■ – країни, що розвиваються

Рис. 2.22. Глобальні потоки ПІІ в розбивці за групами країн

Джерело: [325].

Найбільшу волатильність за останні 20 років продемонстрували ринки ПІІ розвинених країн. Відмічено обережність інвесторів, з огляду на економічну нестійкість й політичну невизначеність у великих економіках. Багато ТНК перепрофілювали свої інвестиції за кордоном, у т.ч. за рахунок реструктуризації активів, вилучення інвестицій та перебазування філій. За цей період обсяг ПІІ до країн, що розвиваються, збільшувався достатньо високими темпами і зазнавав деякого спаду у 2002 та 2009 рр. Як наслідок, питома вага цих країн досягла у 2014 р. 55 % загальносвітового експорту [325].

На ринку країн ННД найбільш успішним з точки зору обсягів залучення ПІІ країнами ННД виявився 2008 р. (понад 107 млрд дол. США), найменш успішним – 2015 р. (близько 28 млрд дол.). У розрізі країн (табл. 2.10 та 2.11) найбільшими реципієнтами ПІІ у 2008 р. були Росія (75,8 млрд дол.), Казахстан (14,3 млрд дол.) та Україна (10,9 млрд дол. США).

Таблиця 2.10

**Динаміка припливу ПІІ в країнах пострадянського простору у 1992–2006 рр., млн дол. США**

Країна	1992	1997	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Вірменія	2,4	51,9	104,2	69,9	110,7	122,9	247,1	292,1	466,5
Азербайджан	-	1 051,0	129,9	226,5	1 392,4	3 285,0	3 556,1	1 679,9	- 584,0
Білорусь	7,0	351,6	118,8	95,8	247,1	171,8	163,8	306,6	357,1
Казахстан	100,0	1 321,9	1 282,5	2 835,0	2 590,2	2 092,0	4 157,2	1 971,2	6 278,2
Киргизька Республіка	-	83,0	- 2,4	5,0	4,7	45,5	175,5	42,6	182,0
Молдова	17,0	78,7	127,5	103,4	84,1	73,8	146,2	190,7	258,5
Російська Федерація	1 161,0	4 864,6	2 651,1	2 808,3	3 425,0	7 754,8	15 283,8	14 375,1	37 441,6
Таджикистан	9,0	18,0	23,5	9,5	36,1	31,6	272,0	16,4	186,9
Туркменістан	0,0	107,9	131,0	170,0	276,0	226,0	353,7	418,2	730,9
Україна	200,0	623,0	595,0	792,0	693,0	1 424,0	1 715,0	7 808,0	5 604,0
Узбекистан	9,0	166,8	74,7	82,8	65,3	82,6	176,6	191,6	173,8
Грузія	-	242,6	131,2	109,8	160,2	334,6	492,3	452,8	1 170,1
СНД	1 505,4	8 718,5	5 235,9	7 198,3	8 924,6	15 310,0	26 247,0	27 292,3	51 095,5
Естонія	81,9	267,7	391,2	539,3	288,7	928,0	957,1	2 799,2	1 334,4
Латвія	31,5	522,3	328,3	105,2	209,7	279,4	607,5	706,2	1 663,9
Литва	10,0	354,5	378,9	445,8	725,0	180,4	773,7	1 028,1	1 816,8

Джерело: UNCTAD, FDI/TNC database ([www.unctad.org/fdistatistics](http://www.unctad.org/fdistatistics)). Web table 1. FDI inflows, by region and economy, 1990–2015.

Країни Балтії впродовж років асоціації та членства в ЄС не відрізняються від країн ННД стабільною динамікою залучення інвестицій.

Таблиця 2.11

**Динаміка припливу ПІІ в країнах пострадянського простору у 2007–2015 рр., млн дол. США**

Країна	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Вірменія	667,7	943,7	760,0	529,3	653,2	496,6	379,9	404,3	180,5
Азербайджан	- 4748,9	14,1	473,3	563,0	1 465,0	2 004,6	2 632,0	4 430,4	4 047,7
Білорусь	1 807,3	2 187,9	1 876,5	1 393,4	4 002,4	1 429,3	2 229,6	1 827,6	1 583,9
Казахстан	11 119,0	14 321,8	13 242,5	11 550,7	13 973,1	13 337,0	10 321,0	8 405,9	4 020,7
Киргизька Республіка	207,9	377,0	189,4	437,6	693,5	292,7	626,1	248,0	404,5
Молдова	541,3	711,5	208,3	207,9	288,2	195,1	242,7	200,6	228,5
Російська Федерація	54 921,9	75 855,7	27 752,3	31 668,0	36 867,8	30 187,7	53 397,1	29 151,7	9 824,9
Таджикистан	393,5	488,7	96,8	73,7	159,9	232,0	104,5	262,7	226,8
Туркменістан	856,0	1 277,0	4 553,0	3 632,3	3 391,1	3 129,6	3 732,2	4 170,1	4 258,8
Україна	9 891,0	10 913,0	4 816,0	6 495,0	7 207,0	8 401,0	4 499,0	410,0	2 961,0
Узбекистан	705,2	711,3	842,0	1 636,4	1 635,1	563,0	628,9	626,2	1 068,4
Грузія	1 750,2	1 564,3	658,9	813,8	1 048,2	911,3	948,9	1 749,8	1 350,2
СНД	76 361,9	107 801,6	54 810,1	58 187,3	70 336,3	60 268,6	78 793,0	50 137,4	28 805,8
Естонія	2 311,2	1 829,7	1 839,4	1 508,5	1 004,6	1 564,9	545,9	507,0	207,7
Латвія	2 323,7	1 264,1	93,9	379,4	1 453,2	1 109,1	903,1	595,2	643,5
Литва	2 015,0	1 964,5	- 13,7	799,6	1 446,4	700,0	469,1	- 156,7	863,4

Джерело: UNCTAD, FDI/TNC database ([www.unctad.org/fdistatistics](http://www.unctad.org/fdistatistics)). Web table 1. FDI inflows, by region and economy, 1990–2015.

Катастрофічне падіння (у понад 2 рази) обсягів залучених країнами регіону ПІІ у 2014 р. порівняно із попереднім роком (рис. 2.23) можна пояснити кількарізовим скороченням припливу ПІІ до Росії (у 3,5 раза до 21 млрд дол. США) та України (у понад 10 разів до 410 млн дол. США).

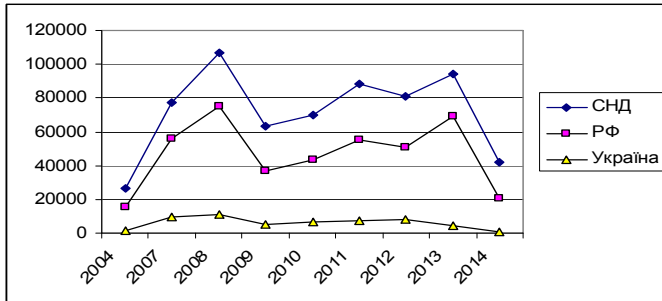


Рис. 2.23. Динаміка ПІІ країн ННД загалом та Росії й України у 2004–2014 рр., млн дол. США

Джерело: складено автором за даними [325]

Країни регіону беруть участь й у вивозі ПІІ. Найбільшим інвестором є Росія – 90–95 % регіонального обсягу (табл. 2.12 та 2.13).

Таблиця 2.12

**Динаміка вивозу ПІІ по країнах пострадянського простору у 1992–2006 рр., млн дол. США**

Країна	1992	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Вірменія	-	-	11,5	-	-	-	0,0	0,4	-0,4	4,9	21,9
Азербайджан	-	0,0	0,0	-	0,8	-	325,6	933,3	1 204,8	1 220,8	705,5
Білорусь	-	-	2,3	0,8	0,2	0,3	-206,2	1,5	1,3	2,5	3,0
Казахстан	-	1,4	8,1	4,1	4,4	-25,6	426,4	-121,3	-1 278,9	-147,9	-411,2
Киргизька Республіка	-	-	22,6	6,1	4,5	6,1	-	-	43,9	-	-
Молдова	-	0,5	-0,7	0,1	0,1	0,1	0,5	0,1	-1,6	-0,2	-0,9
Російська Федерація	1 566,0	3 227,7	1 269,8	2 207,6	3 151,9	2 502,1	3 483,8	9 550,1	13 662,8	16 746,6	29 840,0
Україна	-	42,0	-4,0	7,0	1,0	23,0	-5,0	13,0	4,0	275,0	-133,0
Грузія	-	-	-	1,0	3,2	4,1	4,1	3,8	9,6	-89,5	-13,4
СНД	1 566,0	3 227,7	1 309,6	2 225,7	3 162,8	2 506,0	4 025,1	10 377,0	13 635,9	18 101,8	30 025,2
Естонія	1,9	138,7	5,8	84,5	61,4	201,8	131,6	155,0	268,9	662,8	1 016,8
Латвія	2,3	6,1	54,6	16,7	9,7	14,2	2,7	45,3	104,7	128,1	170,5
Литва	-	27,0	4,2	8,6	3,7	7,1	16,7	38,0	262,8	345,6	291,2

Джерело: UNCTAD, FDI/TNC database (www.unctad.org/fdistatistics. Web table 2.

FDI outflows, by region and economy, 1990–2015

Таблиця 2.13

**Динаміка вивозу ПІІ по країнах пострадянського простору у  
2007–2015 рр., млн дол. США**

Країна	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Вірменія	13,8	18,7	50,4	7,9	215,9	15,8	26,6	16,0	10,7
Азербайджан	285,5	555,6	326,1	232,0	533,0	1 192,0	1 490,0	3 230,0	3 259,8
Білорусь	15,2	30,6	102,3	50,6	125,5	121,2	245,7	39,0	118,2
Казахстан	3 088,5	1 207,0	3 159,2	7 885,5	5 390,4	1 481,1	2 286,6	3 638,8	615,8
Киргизька Республіка	- 1,0	- 0,1	- 0,3	0,0	0,1	- 0,3	- 0,0	0,0	-
Молдова	17,4	16,1	6,8	3,5	20,6	19,8	28,9	42,4	16,7
Російська Федерація	43 849,4	56 735,4	34 449,7	41 116,5	48 634,9	28 422,5	70 684,8	64 202,5	26 558,1
Україна	673,0	1 010,0	162,0	736,0	192,0	1 206,0	420,0	111,0	- 51,0
Грузія	73,9	146,6	- 18,5	135,1	146,6	297,0	119,9	406,7	140,9
СНД	47 941,8	59 573,3	38 256,2	50 032,0	55 112,4	32 458,2	75 182,5	71 279,8	30 528,4
Естонія	1 684,1	1 141,8	1 375,0	167,1	- 1 454,1	1 053,5	431,2	- 229,8	305,8
Латвія	369,2	243,6	- 62,2	19,0	61,3	192,4	411,5	286,4	16,0
Литва	597,3	336,1	197,5	- 5,8	55,4	392,1	191,8	59,1	- 9,8

*Джерело:* UNCTAD, FDI/TNC database ([www.unctad.org/fdistatistics](http://www.unctad.org/fdistatistics)). Web table 2.

FDI outflows, by region and economy, 1990–2015

Серед інших країн найбільше інвестують за кордон Казахстан та Азербайджан (рис. 2.24).

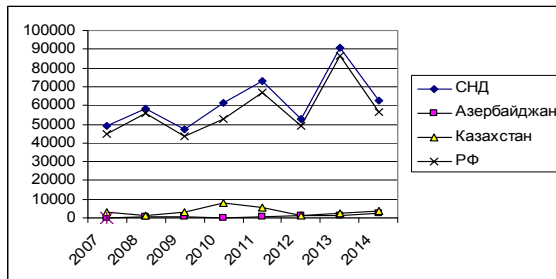


Рис. 2.24. Динаміка ПІІ країн ННД загалом, Росії, Азербайджану та Казахстану у 2007–2014 рр., млн дол. США

*Джерело:* складено автором за даними [325]

Суперечливе значення для ННД має нарощування зовнішнього національного боргу (табл. 2.14 та 2.15). У разі залучення зовнішніх кредитів підвищується вразливість національної фінансової системи до дії зовнішніх шоків, пов'язаних із переливами міжнародних капіталів і нестабільністю обмінних ресурсів. У цьому зв'язку слід відзначити, що практично всі країни значно наростили зовнішні боргові зобов'язання, «плік» яких припав на 2009–2012 рр.

Таблиця 2.14

**Динаміка співвідношення валового зовнішнього державного боргу та ВВП країн ННД у 1995–2008 рр., %**

Країна	1995	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Вірменія	н/д	39,191	39,362	37,824	38,105	32,880	26,432	20,467	16,183	14,249	14,631
Азербайджан	19,209	25,414	22,837	24,387	23,018	21,828	19,997	13,498	10,261	8,311	7,292
Білорусь	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	9,200	8,095	10,701	17,709	20,240
Естонія	8,915	5,964	5,114	4,779	5,697	5,623	5,062	4,549	4,404	3,664	4,487
Грузія	н/д	н/д	67,660	61,264	58,120	63,077	50,449	39,911	32,008	25,505	31,150
Казахстан	н/д	н/д	н/д	н/д	17,592	14,962	11,392	8,099	6,667	5,874	6,766
Киргизька Республіка	н/д	н/д	122,272	107,315	106,866	106,896	92,909	85,941	72,636	57,139	48,261
Латвія	н/д	11,826	12,104	13,926	13,139	13,910	13,805	11,158	9,166	7,225	16,162
Литва	н/д	28,114	23,488	22,895	22,138	20,918	19,303	18,308	17,968	16,653	15,390
Молдова	79,480	150,739	77,103	74,615	69,160	57,948	43,647	35,928	30,904	24,609	19,257
Росія	н/д	92,121	55,712	44,314	37,472	28,255	20,770	14,809	9,776	8,010	7,425
Таджикистан	н/д	107,807	111,429	103,573	89,505	65,068	44,368	41,796	35,291	34,603	29,955
Туркменістан	н/д	52,614	43,508	26,899	19,078	13,350	9,008	5,379	3,334	2,416	2,809
Україна	н/д	58,959	43,790	35,340	32,344	28,299	23,885	17,088	14,256	11,815	19,662
Узбекистан	н/д	29,355	42,126	59,375	54,598	41,636	35,121	28,193	21,340	15,786	12,733

*Примітка.* \* прогноз

*Джерело:* складено за даними World Economic Outlook database, 2017.

При цьому кількаразове зростання державного боргу спричинено не лише власне запозиченнями на зовнішніх ринках та отриманням кредитів від міжнародних фінансових інституцій. На величину показника співвідношення борг/ВВП вплинула й девальвація національних валют.

Таблиця 2.15

**Динаміка співвідношення валового зовнішнього державного боргу та ВВП країн ННД у 2009–2017 рр., %**

Країна	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017*
Вірменія	34,136	33,741	35,691	36,477	37,959	38,392	43,030	51,813	53,095
Азербайджан	12,395	12,517	11,426	13,948	12,750	11,175	28,316	37,673	33,072
Білорусь	32,232	36,451	53,870	37,000	36,856	38,777	53,039	52,282	58,034
Естонія	7,038	6,550	6,067	9,733	10,184	10,671	10,052	9,487	9,000
Грузія	41,034	42,404	36,512	34,830	34,663	35,590	41,446	44,894	45,481
Казахстан	10,227	10,683	10,161	12,125	12,603	14,496	21,882	21,080	21,804
Киргизька Республіка	58,088	59,696	49,380	48,975	46,191	52,253	64,894	58,494	63,213
Латвія	32,460	40,303	37,486	36,746	35,837	38,466	34,837	34,339	33,728
Литва	29,014	36,280	37,263	39,777	38,712	40,520	42,544	40,014	38,912
Молдова	29,125	26,852	24,149	24,369	23,651	30,067	38,527	38,088	40,210
Росія	9,890	10,560	10,913	11,761	13,076	15,642	15,944	17,035	17,106
Таджикистан	36,220	36,342	35,455	32,377	29,092	27,324	33,912	35,316	48,466
Туркменістан	2,436	4,035	10,048	18,066	22,051	17,983	19,362	23,874	21,946
Україна	34,121	40,626	36,876	37,542	40,519	70,317	79,331	81,248	89,842
Узбекистан	10,981	9,961	9,088	8,554	7,934	7,139	10,275	11,590	13,212

*Примітка.* \* прогноз

*Джерело:* складено за даними World Economic Outlook database, 2017.

Слід відзначити, що МВФ запропонував в аналітичних цілях такі граничні значення показника борг/ВВП для різних ступенів ризику боргової кризи: 30 % –

низький, 40 – середній й 50 % – високий ступінь ризику. Середній показник країн з ринком, що формується, становить 38 % ВВП, що є близьким для прийняттого для цієї групи граничного рівня у 40 % ВВП. Серед країн ННД лише чотири країни мають величину співвідношення борг/ВВП понад 50 % – Киргизька Республіка, Україна, Білорусь та Вірменія (рис. 2.25). Серед провідних країн ННД лише Росія та Казахстан мають величину показника у межах 15–18 %. Найменшу величину показника у 8,0 % має Естонія. Для практично всіх країн регіону (окрім Туркменістану) прогнозується нарощування боргу.

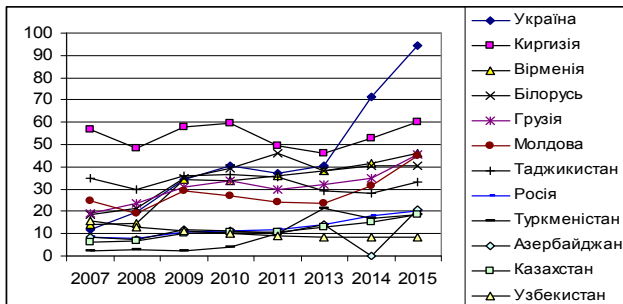


Рис. 2.25. Динаміка співвідношення валового зовнішнього державного боргу та ВВП країн ННД у 2007–2015 рр., %

*Джерело:* складено за даними World Economic Outlook database, 2015.

Щодо курсів валют ситуацію в регіоні ННД характеризують дані табл. 2.16. Напередодні кризи у 2007 р. дещо укріпили національну валюту щодо долара США Азербайджан, Вірменія, Казахстан, Киргизстан, Молдова та Росія, всередині 2008 р. – Україна. У подальшому (кінець 2008 р.) найбільше девальвувала українська гривня, помірно – національні валюти Росії, Молдови, Киргизстану, Білорусі, Таджикистану та Узбекистану. У 2009 р. девальвували валюти Вірменії й Казахстану, а Туркменістан провів грошову реформу. Єдиною країною ННД, яка протягом 2007–2011 рр. укріпила національну валюту щодо долара США, є Азербайджан. Молдова у липні 2011 р. практично вийшла на докризовий курс валюти. Восени 2011 р. майже у 2 рази девальвував білоруський рубль, на 10–20 % й російський рубль.

Ключовою проблемою розвитку фінансових систем країн ННД, пов'язаною із стабільністю курсів валют й вибором валютного режиму, є високий рівень заміщення національних валют іноземними валютами у офіційних та неофіційних розрахунках. Так, по завершенні гострої фази кризи в середині 2009 р. органи регулювання багатьох країн стали приділяти пильну увагу системним ризикам, пов'язаним з інвалютним кредитуванням. У тих країнах, де різке ослаблення національних валют призвело до зростання обсягів

платежів у рахунок обслуговування інвалютної заборгованості й числа пов'язаних із цим дефолтів, ці проблеми знаходили своє відбиття в планах урядів або центробанків з дедоларизації (наприклад, у Грузії, Казахстані й Україні).

Таблиця 2.16

**Динаміка курсів валют пострадянських країн у 2006–2015 рр.  
(станом на кінець року)**

Назва валюти	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Киргизьких сомів	38,1	35,5	39,4	44,1	47,1	46,5	47,4	49,25	58,9	75,99
Молдовських лей	12,90	11,32	10,40	12,30	12,15	11,72	12,06	13,06	15,62	19,66
Українських гривень	5,05	5,05	7,70	7,98	7,96	7,99	7,99	7,99	15,77	24,00
Російських рублів	26,33	24,55	29,38	30,24	30,48	32,20	30,37	32,73	56,26	72,88*
Білоруських рублів	2140	2150	2200	2863	3000	8350	8570	9510	11850	18569
Туркменських манатів	5200	5200	14250	2,85	2,85	2,85	2,85	2,85	2,85	3,50
Азербайджанських манатів	0,87	0,85	0,80	0,80	0,80	0,79	0,785	0,785	0,784	1,56
Таджицьких сомоні	3,43	3,46	3,42	4,37	4,40	4,76	4,76	4,77	5,31	6,99
Вірменських драмів	363,50	304,22	306,73	377,89	363,44	385,8	403,58	405,64	474,97	483,75
Казахських тенге	127,00	120,30	120,77	148,36	147,40	148,4	150,74	153,61	182,35	339,47
Узбецьких сумів	1240,0	1290,0	1393,0	1511,4	1643,86	1795,0	1984,0	2202,2	2422,4	2810,0

Джерело: складено автором за даними Міждержавного статистичного комітету СНД. URL: <http://www.cisstat.com/>

Іноземний капітал інтенсивно працює на ринку банківських послуг пострадянських країн. Розширення присутності банків з іноземним капіталом на банківському ринку сприяє: впровадженню сучасних банківських технологій; міжнародного досвіду ведення банківської справи; високого рівня обслуговування клієнтів; якісних послуг, комплексного підходу до обслуговування клієнтів; впровадження принципів корпоративного управління в банківську практику. Присутність іноземного капіталу прискорює розвиток банківської системи внаслідок посилення міжбанківської конкуренції. Динаміка кількості банків з іноземним капіталом у країнах регіону у 1995–2009 рр. свідчить, що ці банки не пішли з ринку під час глобальної кризи практично в усіх країнах, крім Киргизстану (рис. 2.26).

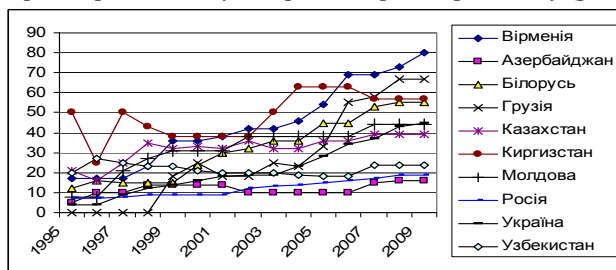


Рис. 2.26. Динаміка кількості банків з іноземним капіталом у країнах регіону у 1995–2009 рр.

Джерело: складено автором за даними International Monetary Fund.

При цьому в Грузії, Україні та Молдові відсоток іноземних банківських активів серед усіх банківських активів перевищував напередодні кризи 45–70 % (рис. 2.27).

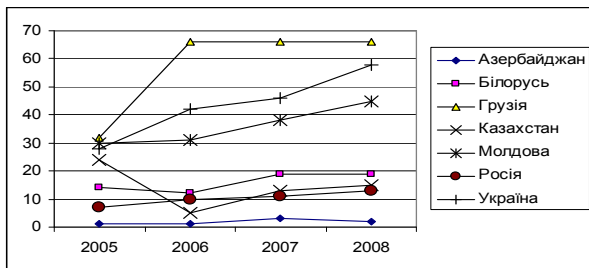


Рис. 2.27. Відсоток іноземних банківських активів серед усіх банківських активів окремих пострадянських країн у 2005–2008 рр.

*Джерело:* складено автором за даними International Monetary Fund.

Підсумовуючи викладене, слід визнати, що розвиток країн ННД характеризується значними відмінностями у темпах економічного зростання й стабілізації валютно-фінансових систем, що спричинено: по-перше, значним розшаруванням економік за рівнем розвитку; по-друге, дезінтеграційними процесами у взаємній торгівлі та більш успішною інтеграцією у загальносвітове торговельне середовище завдяки прискореній лібералізації сектора зовнішньої торгівлі порівняно із фінансовим сектором; по-третє, незавершеністю реформ фінансового сектора та низьким рівнем розвитку ринків фінансових послуг, відповідно, неефективністю фінансової інтеграції; по-четверте, валютно-фінансові системи країн регіону залишаються вразливими до зовнішнього впливу кризових явищ. Найбільш потужні країни ННД (Росія, Казахстан, Україна, Азербайджан) більш ефективно використовують переваги глобалізації у сфері інтеграції до світового господарства.



### РОЗДІЛ 3

## ФОРМУВАННЯ ТА ГЕОЕКОНОМІЧНИЙ ХАРАКТЕР ІМПЕРАТИВІВ ФУНКЦІОНУВАННЯ ФІНАНСОВИХ РИНКІВ

*Гроші – як вода: пливуть невідомо куди  
(прислів'я)*

### 3.1. Глобальна корпоратизація і регіональна локалізація фінансових ринків

Однією з основних закономірностей глобалізації сучасного світу є транснаціоналізація. Транснаціональні корпорації (ТНК) досягли безпрецедентного розвитку в сучасному світовому господарстві. Питання про вплив ТНК на глобальну економіку сьогодні важливе, як ніколи. Вони об'єктивно виступають панівною силою світового господарства. Саме ТНК персоніфікують собою транснаціональний бізнес, контроль якого простирається далеко за межі країн базування материнських компаній-гігантів. Незважаючи на суперечності, які виникають внаслідок діяльності ТНК, вони виступають потужним каталізатором інтернаціоналізації господарського життя у світовому господарстві, об'єктивно сприяючи стиранню меж між національними господарствами.

ТНК являють собою господарські об'єднання, що складаються із головної (батьківської, материнської) компанії і закордонних філій. Головна компанія контролює діяльність підприємств, що входять в об'єднання, шляхом володіння часток їхнього капіталу. У закордонних філіях ТНК на частку материнської компанії доводиться більше 10% акцій або їх еквівалента [145, с. 63; 363].

Академік О. Г. Білорус відзначає «безпрецедентні у світовій економічній історії масштаби транснаціоналізації економік, посилення їхньої взаємозалежності в процесах співрозвитку, а також поглиблення інтеграційних і неоконвергенційних процесів, які охоплюють його економічні, соціальні, екологічні, інформаційні й цивілізаційні аспекти та фактори» [121, с. 8, 9].

Стосовно сутності транснаціоналізації відмітимо достатньо виражену її ідентифікацію як «найбільш зрілий і завершений етап у процесі інтернаціоналізації підприємницької діяльності суб'єктів будь-якої форми власності, який характеризується високим рівнем географічної диверсифікованості системи ресурсного забезпечення (матеріально-

виробничий ресурс, інтелектуально-кадровий ресурс, фінансовий, інформаційний ресурс); гнучкою організаційною архітектурою з обов'язковим виділенням одного головного (або кількох) керівного ідеолого-стратегічного ядра, що продукує єдину бізнес-ідеологію із синтезом філософії волонтаризму, прагматизму і лібералізму; пріоритетним використанням прямого зарубіжного інвестування як інструменту зовнішньоекономічної експансії; непереборним прагненням корпоративного топ-менеджменту до глобального панування на основі системного цілеспрямованого застосування фінансової могутності, інформаційного і політичного впливу, коаліційної сили зв'язків з урядами та засобів силового і прихованого тиску. Як загальносвітове явище транснаціоналізація являє собою об'єктивний процес посилення світової інтеграції в результаті експансивного розгортання міжнародних операцій ТНК» [364, с. 78].

Процеси транснаціоналізації призвели до еволюційних змін базових характеристик корпоративного менеджменту. Так, професор Д.Г. Лук'яненко до базових характеристик відносить: сферу діяльності, мотивацію, риси, фактор конкурентності, превалюючу організаційну структуру, стиль управління (табл. 3.1).

Транскордонний рух капіталу в мережі ТНК обумовлюється об'єктивною потребою реалізації основних фінансових рішень щодо прямого інвестування, міжнародного бюджетування, внутрішньої перебудови та довготермінового фінансування діяльності підрозділів, виплати дивідендів, фінансування окремих проектів, розміщення капіталів у країнах із низькими податками або сприятливими умовами інвестування, у т.ч. в інструменти фінансових ринків, [156, с. 304; 365].

*Таблиця 3.1*

**Базові характеристики глобального менеджменту**

Менеджмент	Базові характеристики					
	Сфера діяльності (ринки)	Мотивація	Риси	Фактор конкурентності	Превалюючі Організаційна структура	Стиль управління
Національний	Локальна	Мінімізація затрат	Підприємливість	Фізичний капітал	Вертикальні	Автократичний
Міжнародний	Транснаціональна	Оптимізація затрат	Інноваційність	Людський капітал	Горизонтальний	Демократичний
Глобальний	Трансконтинентальна	Лідерство (експансія)	Креативність	Інтелектуальний капітал	Мережеві	Координаційний

*Джерело:* [123, с. 47].

На тлі глобальних змін виник винятково важливий, але поки ще маловивчений економічний феномен, який можна охарактеризувати як появу транснаціонального капіталу, що починає «жити своїм власним життям». Кількість глобальних економічних змін переросла в якість, і транснаціональний капітал став «самостійним організмом» зі своєю оригінальною структурою і внутрішніми цілями розвитку. Вільно переміщаючись у сучасному економічному просторі, транснаціональний капітал знаходиться поза юрисдикцією національних держав. Природно, він шукає найбільш дохідні ринки, у т.ч. спекулятивні. Так, якщо в 1990 р. в грошові спекуляції були залучені 600 млрд дол. щодня, то в 2010 р. – уже понад 1 трлн дол., що в 29–30 раз перевищує вартість продаваних за день товарів і послуг. За оцінками «Гарвард бізнес ревью», на кожний долар, що обертається в реальному секторі світової економіки, припадає до 50 дол. у спекулятивній сфері. Загальний обсяг ринку вторинних цінних паперів наближається до 100 трлн дол., а річний оборот фінансових трансакцій досягає півквартриліона дол. [145, с. 52].

Першою ластівкою в розвитку зазначеного явища стало виникнення євродолара і євrorинків ще в 60-і роки. Саме тоді, скориставшись лібералізацією валютного ринку, європейські банки стали залучати приватні внески і надавати кредити в доларах. Утворювалися не регламентовані національними законодавствами євrorинки. На кошти, залучені з євrorинку, не поширюються резервні вимоги центральних банків, а процентні ставки за євровнесками звільняються від прибуткових податків. Євrorинок одержує конкурентні переваги, оскільки рівень процентних ставок дозволяє банкам виплачувати за позиковими коштами у євровалютах більший відсоток і надавати кредити за більш низькими ставками. Незабаром почалися випуски єврооблігацій, емісія яких не регламентується національними законодавствами, а відсотки виплачуються власникам єврооблігацій без утримання податків. Оскільки на операції в євровалютах не поширюються грошово-кредитні обмеження країни розташування, банки в Лондоні стали самостійно встановлювати середню ставку, за якою надаються кредити в євровалютах. В 1973 р. євrorинки досягли вже значних розмірів і євроемісії стали важливим джерелом прибутку для західної економіки. З'явилися єврокомерційні векселі, оплата яких передбачена в євровалюті. Завдяки розвитку євrorинку з'явилися нові міжнародні фінансові центри – Люксембург, Сінгапур, Гонконг, Панама, Багамські острови та інші, діяльність яких звільнена від валютного контролю, а на доходи, що отримували від відсотків, були відмінені податки. Організаційно євrorинок став являти собою кілька сотень великих банків, розташованих в основних центрах Західної Європи і у тих країнах, де не обмежуються права банків на проведення операцій в

іноземних валютах з нерезидентами. Згодом виникли нові центри – у Парижі, Сінгапурі, Кувейті та ін., де рівень ставок має тенденцію до вирівнювання. Оскільки Лондон, будучи першим фінансовим центром євро-доларового ринку, зберігає провідні позиції, саме він визначає ставки євrorинку. В 1981 р. Нью-Йорк був оголошений зоною, де на операції, здійснювані з нерезидентами, були поширені податкові пільги і їх звільняли від валютного контролю та інших обмежень, що діють на внутрішньому ринку капіталів. Це розширило ринок євровалют в США [145, с. 53].

У свою чергу для підвищення своєї конкурентоспроможності європейські центри стрімко лібералізували свої фінансові ринки. Одночасно стали створюватися нові міжнародні фінансові ринки ф'ючерсів валют (Чикаго, початок 70-х), ф'ючерсів для процентних ставок (Чикаго, Нью-Йорк, 1978), валютних опціонів (Філадельфія, 1982). Позичальниками євrorинку стали ТНК і держави, що мають дефіцити платіжних балансів. Провідні транснаціональні банки (ТНБ) із широкою мережею закордонних філій стали головними посередниками на євrorинку між ТНК, державами і міжнародними організаціями, фактично здійснивши його розподіл. Значний внесок у розвиток транснаціонального капіталу зробила хвиля злиттів в 90-і роки, яка привела до створення гігантських транснаціональних компаній. Ринкове зосередження серед десяти найбільших фірм, що надають фінансові послуги, приблизно подвоїлося за період з 1992 р. по 1997 р., і нові види злиттів продовжують з'являтися. В 1997 р. Swiss Bank об'єднався з Union Bank of Switzerland для створення найбільшої у світі фінансової організації із загальними активами в 638 млрд дол. Тільки через чотири місяці цей рубіж був переборений злиттям Citibank-Travelers Group, що оцінено в 698 млрд дол. Але навіть цей рекорд був побитий у листопаді, коли Deutsche Bank придбав Bankers Trust, поєднавши активи на рівні 840 млрд дол. [145, с. 53–54].

Транскордонний рух капіталу в мережі ТНК може відбуватися як внаслідок інвестицій у зарубіжні підрозділи, так і шляхом дезінвестицій капіталу з певних ринків, що спричиняє зворотні потоки фінансових ресурсів. Вважається, що дезінвестиції відбуваються у 25–40 % від усіх проектів із залучення ПШ [366]. Дезінвестиції переважно здійснюються шляхом продажу ТНК свого зарубіжного підрозділу місцевій компанії. Серед інших варіантів – продаж зарубіжного підрозділу ТНК із третіх країн, або його продаж ТНК із тієї самої країни базування, що і ТНК-продавець [366, с. 10].

Процес дезінвестицій проявився під час фінансово-економічної кризи 2008-2010 рр. через необхідність скорочення операційних витрат, продаж неосновного бізнесу, проведення реструктуризації тощо. Прикладами ТНК, які здійснили дезінвестиції або оголосили про намір їх здійснення у кризовий

і посткризовий період, є такі гіганти як McDonald's, Viacom, General Motors, Fortune Brands, ConocoPhillips, Kraft Foods, Marathon Oil, ITT Corporation та ін.

Дослідження ЮНКТАД 2009 р показало, що 40 % ТНК оцінюють вплив фінансової нестабільності на інвестиційні програми як негативний або ультранегативний [367, с. 3]. Особливо це стосується ТНК, які здійснювали діяльність з пошуку можливостей ефективного вкладення коштів. У період кризи такі ТНК закривають свої неефективні підрозділи або продають частину своїх активів іншим компаніям, водночас відкривають нові, ефективні з погляду витрат, підрозділи в країнах, що розвиваються [156, с. 312]. Зважаючи на монетарні і фіскальні заходи деяких країн задля подолання кризових явищ, зокрема скоординоване зниження облікових ставок, скорочення податків й інші фіскальні стимули, деякі ТНК змінили напрями своїх фінансових потоків з метою використання переваг таких стимулів [156, с. 312–313].

У період кризи ТНК не тільки змогли оптимізувати виробничі потужності через скорочення витрат або закриття підрозділів у певних країнах, а купували закордонні активи за зниженими цінами. Прикладом транскордонного перерозподілу активів ТНК та відповідно переміщення фінансових ресурсів у країни з нижчим рівнем витрат, є рішення компанії PepsiCo у 2008 р. інвестувати 1 млрд. дол. у розширення виробництва в Китаї поряд із закриттям шести фабрик у США, а також намір Fiat Group перенести виробництво з Європи та США до країн, що розвиваються [156, с. 313].

Серед основних тенденцій, які зумовлюють транскордонний рух фінансових ресурсів ТНК незалежно від фази економічного циклу, проте актуалізуються у період кризових явищ, визначають: приплив капіталу до материнських компаній ТНК внаслідок закриття підрозділів у деяких країнах-реципієнтах, які не є пріоритетними для ТНК, репатріація прибутків та реструктуризації діяльності інших підрозділів, перегляд інвестиційних планів [156, с. 311, 312].

ТНК як правило зосереджуються на внутрішніх джерелах фінансування, накопичуючи великі обсяги тимчасово вільних капіталів, чим забезпечують фінансову гнучкість у прийнятті рішень. Серед поширених фінансових інструментів – внутрішньо фірмове кредитування, пряме інвестування, дивідендна політика (запровадження коефіцієнтів виплат, трансфертів тощо). При цьому основним критерієм для ухвалення рішень щодо виплати дивідендів є ліквідність компанії. У менеджменті ТНК найбільшого поширення набули такі форми пов'язаних кредитів, як прямі внутрішньофірмові, фасадні та паралельні кредити [156, с. 308–309]. При цьому «надання внутрішньофірмових кредитів генерує зворотні транскордонні потоки капіталу у вигляді відсотків та виплати основної суми кредиту в майбутніх періодах, що призводить до регулярного

відпливу капіталу із підрозділу, який отримав кредит, до підрозділу-кредитора, тоді як репатріація капіталу у вигляді дивідендів може бути відстрочена на доволі тривалий період» [156, с. 310].

Транснаціональні корпорації здійснюють свої капіталовкладення переважно в довгострокових цілях. Хоча вони нерідко швидко перекидають величезні фінансові ресурси з одного регіону земної кулі в інший, що може дестабілізувати фінансові ринки в окремих регіонах, не можна забувати, що – це прямі інвестиції, вкладені в багаторічні проекти. Тому діяльність ТНК може бути оцінена як така, що переважно сприяє стабілізації світових ринків капіталу. Адже це великі компанії, яким потрібно стабільне господарське середовище, у тому числі фінансове [145, с. 69].

Аналіз діяльності ТНК і теорій прямих іноземних інвестицій дозволяє виділити основні джерела ефективної діяльності ТНК (у порівнянні із чисто національними компаніями). Це [145, с. 66, 67]:

- використання переваг володіння природними ресурсами (або доступу до них), капіталом і знаннями, особливо результатами НДДКР, перед фірмами, що здійснюють свою підприємницьку діяльність в одній країні і задовольняють свої потреби в закордонних ресурсах тільки шляхом експортно-імпортних угод;

- можливість оптимального розміщення своїх підприємств у різних країнах з урахуванням розмірів їх внутрішнього ринку, темпів економічного зростання, ціни і кваліфікації робочої сили, цін і доступності інших економічних ресурсів, розвиненості інфраструктури, а також політико-правових факторів, серед яких найважливішим є політична стабільність;

- можливість акумулювання капіталу в рамках усїєї системи ТНК, включаючи позикові кошти в країнах розташування закордонних філій, і використання його в найбільш вигідних для компанії обставинах і місцях;

- використання у своїх цілях фінансових ресурсів усього світу.

Так, загальні активи закордонних філій американських корпорацій оцінюються майже в 2 трлн дол. Джерелами їх фінансування виступають не тільки і не стільки головні американські компанії, скільки фізичні і юридичні особи приймаючих країн. Для цього закордонні філії ТНК широко використовують позики комерційних і фінансових інститутів держави розташування і третіх країн, а не тільки країн базування материнської компанії.

Постійна поінформованість ТНК про кон'юнктуру товарних, валютних і фінансових ринків у різних країнах дозволяє оперативно переводити потоки капіталів у ті держави, де складаються умови для одержання максимального прибутку, і одночасно розподіляти фінансові ресурси з мінімальними ризиками (включаючи ризики від коливання курсів національних валют).

Рациональна організаційна структура, яка перебуває під пильною увагою керівництва ТНК, постійно удосконалюється. Джерела ефективної діяльності цього типу динамічні. Вони збільшуються в міру зростання активів компанії і диверсифікованості її діяльності. При цьому необхідними умовами реалізації цих джерел виступають надійний і недорогий зв'язок головної компанії із закордонними філіями, широка мережа ділових контактів закордонної філії з місцевими фірмами країни розташування, уміле використання можливостей, що надаються законодавством цієї країни [145, с. 67; 368].

Найбільше ТНК впливають на світовий кредитний ринок і ринок акцій. Вони не тільки активно використовують євродолари як позичальники, але і нарашують їхні резерви, будучи найбільш помітними власниками депозитів у євродоларах. Що стосується світового ринку акцій, то, по суті, більшість провідних компаній на фондових біржах – це ТНК. Продаючи на закордонних фондових ринках свої акції, випускаючи свої єврооблігації на євrorинках і застосовуючи єврокредити, ТНК за рахунок цих фінансових джерел можуть фінансувати значну частину своїх капіталовкладень. Транснаціональні корпорації перетворилися в найбільш активних учасників світового фінансового ринку, діючи на всіх його сегментах. Так, будучи головними експортерами і імпортерами товарів і послуг у світі, ТНК стали великими клієнтами на світовому валютному ринку і ринку деривативів. Хоча комерційні банки проводять на цих ринках операції у своїх інтересах, основна маса валютних операцій здійснюється ними за дорученням своїх клієнтів, насамперед ТНК. З розвитком світового господарства на глобальному валютному ринку з'явилися нові «діючі особи». Валютний ринок розширився за рахунок міжнародної торгівлі, більш активної участі банків у міжбанківському ринку обсягу хеджування промисловими компаніями торговельних і інших угод, збільшення числа учасників валютного ринку, а головним чином, розширення діяльності ТНК за рахунок торгівлі валютою для одержання додаткових прибутків. Для діяльності ТНК і інтеграційних угруповань потрібні були зміни у валютному режимі. Виник євrorинок валют – сукупність операцій з валютами, які виступають на вільному світовому валютному ринку поза країною походження. ТНК і інші міжнародні компанії володіють великими сумами у вільно конвертованій валюті, можуть обміняти їх у будь-який час на будь-яку іншу валюту, класти гроші в банк будь-якої країни. Маса цих грошей величезна, ТНК намагаються вкладати їх у найбільш стабільні валюти і при найменших змінах курсів ці гроші перетворюються в «гарячі». ТНК мають накопичення у всіх валютах, це зводить їхній ризик до мінімуму. Вибір способів захисту накопичень є частиною внутрішнішнього планування їх діяльності. Проводиться комплексний аналіз перспектив

валютних курсів, процентних ставок і інфляції в різних країнах. Ці дані використовуються для розрахунків цін у тій або іншій валюті. Зазвичай внутрішньофірмовий фінансовий план включає перспективне фінансове планування (на п'ять років) і щорічні рекомендації всім підприємствам, що входять у ТНК: про використання при розрахунках тих або інших валют, про вибір способів розрахунків (використання чеків, готівки), про хеджування на валютному ринку і з інших питань. Найчастіше використовується метод «спот» при обміні однієї валюти на іншу протягом трьох днів і «форвард», який відображає тенденцію розвитку курсу «спот» через 30 днів [434, с. 67–69; 369].

Капіталовкладення в іноземну економіку – активний спосіб стимулювання попиту на вітчизняну продукцію. Це досягається за рахунок того, що, по-перше, за кордоном створюються нові ринки; по-друге, частина експорту ТНК постійно іде на адресу їх закордонних філій, і ця гарантована частка становить понад  $\frac{1}{3}$  експорту Канади, Німеччини, Франції, Швеції, до  $\frac{1}{2}$  експорту США. Нарешті, інвестиції, будучи розміщеними усередині господарської території іноземних держав, дозволяють фірмі обійти тарифні і нетарифні бар'єри [434, с. 69].

Володіючи величезними капіталами, ТНК активно діють на міжнародних фінансових ринках. Сукупні валютні резерви ТНК у кілька разів більші, ніж резерви всіх центральних банків світу разом узятих. Переміщення 1–2 % маси грошей, що перебувають у приватному секторі, цілком здатне змінити взаємний паритет національних валют. ТНК часто розглядають обмінні валютні операції як найбільш вигідне джерело своїх прибутків. Однак необхідно відзначити, що до кінця 60-х років провідні корпорації світу не надавали великого значення специфіці управління іноземними операціями, тому що продажі їх закордонних підприємств не перевищували звичайно 100 млн дол. США на рік. У цей період до 77 % продукції закордонних філій і дочірніх компаній, наприклад, американських ТНК, що функціонують у промислово розвинених країнах, реалізовувалося на місцевих ринках, а їх валютні розрахунки становили не більше 10 % товарного обороту. З початком 70-х років ситуація істотно змінюється. Настав період використання міжнародного характеру структури корпорації. Іноземні продажі американських ТНК збільшилися в середньому з 100 до 500 млн дол. США на рік. Закордонне виробництво стало приносити значний прибуток корпорації, і для її максимізації потрібна була централізація рішень з ключових валютно-фінансових питань. Розширився склад експертів у материнській компанії з міжнародних фінансових операцій. Більше половини найбільших ТНК США створили спеціальні відділи з управління міжнародними фінансовими угодами



при своїх штаб-квартирах. Для прийняття рішень головної компанії була потрібна зведена інформація з філій у різних країнах. Саме в цей період банки за допомогою комп'ютерної техніки стали складати щодня зведені поточні баланси філій даної корпорації в даній країні і здійснювати взаємні розрахунки або фінансові операції між філіями корпорацій у країні перебування. Необхідно відзначити, що 70-ті роки характеризувалися різким зростанням нестійкості міжнародних валютно-кредитних відносин. Із введенням плаваючих валют розширилися межі коливань валютних курсів провідних розвинених країн, різко впала вірогідність валютних прогнозів. Підсилювалися номінальні і відносні процентні ставки по міжнародних кредитах і цінних паперах. Мінялася традиційна система цінових пропорцій при загальному високому рівні інфляції. В цей період спостерігалася тенденція до розширення об'єктів і угод страхування валютних ризиків, збільшувалися терміни страхування окремих позицій, особливо в тих випадках, коли коливання валютних курсів не могли бути компенсовані за рахунок зміни цін протягом тривалого періоду часу. Страхування набувало усе більш складних форм. Так, за даними одного дослідження, з найбільших ТНК США в 1974 р. тільки 26 % включали податкові розрахунки в позиції, що страхувалися від валютних ризиків, тоді як в 1977 р. це робили вже всі компанії [145, с. 67–68. 370].

В умовах, що склалися, підрозділи міжнародних корпорацій на місцях відчували все більший дефіцит у фахівцях з валютно-кредитних питань, нестачу організаційних і технічних коштів для прийняття рішень з покриття валютних ризиків. Подальше розширення місцевого штату фахівців і його технічне оснащення було пов'язано зі збільшенням адміністративних витрат, а головне, не гарантували захисту сукупних інтересів міжнародної корпорації як єдиного цілого. Подолання виниклої суперечності ознаменувало собою початок третього етапу в еволюції організаційних форм міжнародних розрахунків корпорацій. Освоєння банками електронного устаткування, телефонізація і комп'ютеризація як фінансових інститутів, так і основних підрозділів найбільших міжнародних корпорацій дозволили підвищити ефективність централізованого управління міжнародними розрахунками банків, великих промислових і торговельних монополій.

До кінця 70-х років практично всі підрозділи великих міжнародних корпорацій мали електронну розрахункову апаратуру і постійний зв'язок з банками, що їх обслуговували. Нові технічні можливості сприяли посиленню тенденції до концентрації управління грошово-валютними операціями корпорацій. Корпорація «British Petroleum» представляє в цьому плані характерний приклад: компанія перетворила своє центральне казначейство в Англії в банк із численними відділеннями для управління валютними

позиціями з торгівлі нафтою, з податкових відрахувань на видобуток нафти в Північному морі, операцій хімічних і інших підприємств, придбання засобів виробництва і різних матеріалів. Намічається тенденція до централізації відкритих валютних позицій корпорацій. В цей час стратегія корпорацій спрямована на те, щоб зняти з філій проблеми страхування валютних ризиків.

Сучасна стратегія корпорацій спрямована на те, щоб зняти з філій проблеми страхування валютних ризиків. Централізація валютних позицій великих корпорацій дає їм переваги в ціновій конкуренції філій на ринку країни перебування, тому що останні в ціну товарів усе рідше включають витрати покриття валютних ризиків і витрати, пов'язані з конвертацією іноземної валюти в місцеву. Більше того, стратегія міжнародних монополій дозволяє філіям давати покупцям кінцевої продукції на місцевих ринках або в третіх країнах свободу вибору валюти платежу, а негативні тенденції, що виникають у ході комерційних справ, нівелюються за рахунок операцій центрального фінансового органа компанії на міжнародних валютно-кредитних ринках [145, с. 66; 371; 372].

Визнано, що провідні високорозвинуті (постіндустріальні) національні економіки надзвичайно транснаціоналізовані. Це, передусім, США, Японія, західноєвропейські країни з могутніми та численними ТНК, і, наприклад, Республіка Корея з конгломератом декількох ТНК, на яких тримається її внутрішня економіка та міжнародна конкурентоспроможність. Це, до речі, і окремі країни, де капітал пережив період надконцентрації, а їх компанії уже входять до рейтингів провідних корпорацій світу. За даними ЮНКТАД у рейтингу 100 найбільших компаній світу знаходиться 9 компаній з країн, що розвиваються [369, с. 28]. При цьому до топ-150 входить вже щонайменше 24 таких компаній. Така тенденція відображає сильне економічне зростання в країнах походження та регіонах по відношенню до розвинених країн, а також лібералізація режимів прямих іноземних інвестицій, реформи управління, дерегулювання та загальне впровадження ринкових політик. Зростаюча привабливість ТНК з країн, що розвиваються, відображається у зростаючій частці прямих іноземних інвестицій, що походять з цих країн. Крім того, ці компанії мають можливість діяти на великих внутрішніх ринках та використовувати відносно дешеву робочу силу.

Швидке зростання прямих інвестицій, вихід технологічного поділу праці за межі фірм, галузей і національних кордонів супроводжується появою гігантських міжнародних науково-виробничих комплексів з філіями в різних країнах і на різних континентах. На сьогоднішній день ТНК є не тільки опорою, на якій базується економіка розвинених країн, але і, перетворившись у найбільші транснаціональні групи, що включають у свою структуру

численні закордонні філії виробничого, науково-дослідного, постачальницького і збутового характеру, все активніше діють на міжнародній арені, ставши головною силою світової економіки.

Вплив руху транснаціонального капіталу на національну економіку визначається впливом на платіжний баланс, рівень виробництва, торгівлю, зайнятість, економічний розвиток, бюджетні надходження, конкуренцію і конкурентоспроможність як країни базування, так і країни, що приймає [156, с. 315].

За різними оцінками ТНК контролюють близько половини світового промислового виробництва, дві третини зовнішньої торгівлі, а також приблизно 4/5 патентів і ліцензій на нову техніку, технології і «ноу-хау». Під контролем ТНК знаходиться 90 % світового ринку пшениці, кави, кукурудзи, лісоматеріалів, тютюну, джуту і залізної руди, 85 – ринку міді і бокситів, 80 – чаю і олова, 75 % – бананів, натурального каучуку і сирової нафти. Половина експортних операцій США здійснюється американськими і іноземними ТНК. У Великобританії їх частка досягає 80, а в Сінгапурі 90%. Більша частина платежів, пов'язаних із трансфертом нових технологій, здійснюється усередині ТНК: у США та Великобританії їх частка становить 80 %, у Німеччині – 90 % [160, с. 56; 373, с. 35].

Ядро світогосподарської системи становлять близько 500 ТНК, що володіють практично необмеженою економічною владою. При цьому в розвинених країнах у кожній галузі домінуюче положення займають усього два-три супергіганти, що конкурують між собою на ринках усіх країн. За оцінками журналу «Економіст», п'ять найбільших ТНК контролюють більше половини світового виробництва товарів тривалого користування, а також літаків, електронного устаткування, автомобілів і іншої продукції. Особливо значний ступінь концентрації в галузях, пов'язаних з інформаційними технологіями. Наприклад, 2–3 компанії контролюють практично всю міжнародну мережу телекомунікацій. Економічна могутність великих транснаціональних корпорацій порівнянна із ВВП середніх держав, і вони диктують свою волю багатьом країнам [145, с. 56].

Інтернаціоналізація провідних ТНК відбувалася хвилеподібно. Глобалізація та, зокрема, інтеграція ринків капіталу прискорилися після початку 90-х років, що зумовлено зростанням іноземних операцій ТНК. Тим не менш, ця іноземна експансія була нерівномірною і перервана кризами. Існувало дві основні фази експансії: між 1993 та 1997 роками, а також між 2003 та 2010 роками. З тих пір індекс інтернаціоналізації був відносно стабільним – підсилений хвилями консолідації в деяких секторах, з одного боку, і гальмується уповільненням економічного зростання та міжнародної торгівлі,

з іншого. Незважаючи на те, що дві фази розширення характеризувалися великою кількістю угод щодо злиття і поглинання та новими проектами «зеленого простору», основні причини інтернаціоналізації ТНК змінювалися протягом багатьох років. Початкова увага поступово перейшла від пошуку ресурсів та ефективності до ринкових та стратегічних ПП, які шукають стратегічні активи, особливо для ТНК на ринках, що розвиваються.

ТНК стають визначальним фактором для вирішення долі тієї або іншої країни в міжнародній системі економічних зв'язків. Активна виробнича, інвестиційна, торговельна діяльність ТНК дозволяє їм виконувати функцію міжнародного регулятора виробництва і розподілу продукції. На думку експертів ООН, ТНК сприяють економічній інтеграції у світі. У доповіді ЮНКТАД (1993 р.) про транснаціональні корпорації експерти ООН роблять висновок, що ТНК вторгаються у сфери, які традиційно вважалися зоною державних інтересів. Ідеться про рух до повної інтеграції світової економіки під керівництвом ТНК [151, с. 50].

У дійсності діяльність ТНК веде до інтеграції, інтернаціоналізації тільки в тих межах і границях, які визначені отриманням максимального прибутку. Приймаюча країна загалом виграє від припливу інвестицій. Виробники і постачальники, що обслуговують нові підприємства, разом з місцевою владою, яка одержує податки, виграють більше, ніж втрачають конкуруючі місцеві інвестори. Широке залучення іноземного капіталу за допомогою ТНК сприяє зниженню безробіття в країні. З організацією виробництва в країні товарів, які раніше ввозилися, відпадає необхідність у їхньому імпорті. Компанії, що випускають конкурентоспроможну на світовому ринку продукцію і орієнтовані в основному на експорт, у значній мірі сприяють зміцненню зовнішньоторговельних позицій країни.

Якісна складова транснаціоналізації полягає у тому, що діяльність ТНК змушує адміністрацію місцевих компаній вносити корективи в технологічний процес, практику виробничих відносин, все більше коштів стало виділятися на підготовку і перепідготовку працівників, більше уваги стали приділяти якості продукції, її дизайну, споживчим властивостям. Найчастіше за іноземними інвестиціями слідує впровадження нових технологій, випуск нових видів продукції, новий стиль менеджменту, використання найкращого із практики закордонного бізнесу. Однак необхідно відзначити, що поряд з позитивними сторонами функціонування ТНК у системі світового господарства і міжнародних економічних відносин, існує і їх негативний вплив на економіку тих країн, де вони відкривають філії. Мова йде про вплив на економічну політику та нехтування законодавством країни перебування. Використовуючи політику трансферних цін, дочірні компанії ТНК уміло обходять національні

законодавства, укриваючи доходи від оподаткування шляхом перекачування їх з однієї країни в іншу. Вони встановлюють монопольні ціни і диктують свої умови, порушуючи інтереси країни розташування [760, с. 51].

Загалом у країнах розташування небагато причин обмежувати потік прямих інвестицій у порівнянні з материнськими країнами (статистичні вигоди перекривають політичні небезпеки).

Так, якщо вивіз капіталу в другій половині 70-х років збільшувався, причому темпи зростання прямих іноземних інвестицій у країни, що розвиваються (в 80 роках їхня щорічна сума становила близько 11 млрд дол. США) перевищували темпи зростання інвестицій ТНК у промислово розвинені капіталістичні країни (в 80 роках щорічна сума – близько 26 млрд дол.), то на переламі тисячоліть ця ситуація змінилася. Внесок ТНК у зростання промислового і технічного потенціалу країн, що розвиваються, не позначився на положенні найбідніших країн, які найбільшою мірою потребують іноземного капіталу. Важливими рисами розвитку ТНК після 1975 р. були зростання числа компаній, що базуються в країнах, що розвиваються, і розширення методів закордонної експансії, не пов'язаних з участю ТНК в акціонерному капіталі іноземних підприємств [145, с. 57, 58].

Зростання операцій ТНК пов'язано з їхнім прагненням забезпечити інтернаціоналізацію міжнародних економічних зв'язків, тобто перетворити міжнародні ринкові відносини у внутрішніфірмові шляхом об'єднання в рамках однієї компанії підприємств, що базуються у різних країнах.

Політика країн, що розвиваються, стосовно ТНК спрямована на максимальне можливе узгодження припливу іноземного капіталу і технології з вирішенням першочергових економічних завдань. Саме тому у своїй політиці стосовно ТНК країни, що розвиваються, поєднують обмежувальні і стимулюючі заходи; направляючи іноземні капітали в конкретні області [760, с. 58].

Разом зі збільшенням виробничих потужностей ТНК відбулася зміна в техніко-організаційній і правовій формі ТНК. Наявні в їхньому складі центри здійснюють проведення єдиної фінансово-кредитної і торговельної політики у всіх країнах, де розташовані філії ТНК. Для управління фінансово-виробничою діяльністю закордонних підприємств сучасні ТНК мають, як правило, у структурі управління спеціальний зовнішній відділ.

Однією з характерних рис сучасних монополій є величезні витрати на науково-дослідні і дослідно-конструкторські розробки (НДДКР). Наприклад, витрати ІВМ, «Форд», «Дженерал Моторс» є більшими, ніж 1 млрд дол., що перевищує науково-дослідні бюджети багатьох країн. Іноземний капітал, глибоко впровадившись в економіку багатьох країн світу, став складовою частиною їх відтворювального процесу. Частка підприємств, контрольованих

іноземним капіталом, у загальному обсязі виробництва обробної промисловості в Австралії, Бельгії, Ірландії, Канаді перевищує 33 %, у провідних західноєвропейських країнах становить 21–28 %, у США на підприємствах, контрольованих іноземним капіталом, виробляється понад 10% промислової продукції. Ще більшу роль іноземний капітал у формі прямих інвестицій відіграє в економіці країн, що розвиваються. У них на компанії з іноземною участю припадає близько 40 % промислового виробництва. Вивчаючи географічну структуру іноземних інвестицій, можна встановити, що основна їхня частка припадає на розвинені країни. На початку поточного тисячоліття на розвинені країни припадало понад 93 % експорту капіталу у формі прямих інвестицій і 73 % їх імпорту. У сучасних умовах приймаючі країни, як розвинені, так і ті, що розвиваються, як правило, підтримують діяльність транснаціональних корпорацій на своїй території. Більше того, у світі існує конкуренція між країнами із залучення прямих іноземних інвестицій, у процесі якої транснаціональні корпорації отримують податкові знижки та інші пільги [758, с. 58, 59].

При виборі країни транснаціональні корпорації оцінюють умови інвестування за такими основними критеріями, як оцінка місцевого ринку з точки зору його місткості, наявності ресурсів, місця розташування і т. д., політичної стабільності в країні, правових умов іноземних інвестицій, системи оподаткування, характеру торговельної політики, ступеня розвитку інфраструктури, захисту інтелектуальної власності, державного регулювання економіки, дешевизни робочої сили і рівня її кваліфікації, стабільності національної валюти, можливості репатріації прибутків.

Однак існує і ряд проблем, пов'язаних з діяльністю транснаціональних корпорацій у країні розташування. Найпоширенішою оманю про наслідки діяльності транснаціональних корпорацій є думка, що в результаті міжнародних операцій транснаціональних корпорацій одна країна обов'язково виграє, а інша – зазнає втрат. У реальному житті такі ситуації виключити неможливо, однак існують і інші результати, коли обидві сторони можуть виявитися у вигравшій (або в програвшій). Крім того, країни розташування схильні вважати, що одержувані транснаціональними корпораціями прибутки надмірно великі. Одержуючи податки від транснаціональних корпорацій, вони переконані, що могли б отримувати набагато більше, якби транснаціональні корпорації не засвічували свої прибутки в країнах з низьким рівнем оподаткування. При цьому всі транснаціональні корпорації проводять широко зовнішньоекономічну експансію [758, с. 58, 59].

Істотна частка міжнародної торгівлі (близько 30 %) складається із внутрішньофірмових потоків транснаціональних корпорацій. Ними створена

специфічна форма переведення капіталів за допомогою трансфертних цін (у тому числі спеціально занижених або завищених), що встановлюються самими транснаціональними корпораціями при поставках товарів і наданні послуг своїм дочірнім компаніям і філіям у рамках корпорацій (тобто угоди між філіями однієї і тієї ж транснаціональної корпорації здійснюються за цінами, які встановлюються самою корпорацією). Тому трансферні ціни на продукцію транснаціональних корпорацій є досить зловбоденною проблемою [145, с. 60].

Багато транснаціональних корпорацій досить великі і мають монопольну владу. Деякі з них за обсягом обороту перевершують цілі країни, а керівники таких фірм найчастіше ведуть справи безпосередньо із керівниками держав. Нерідко транснаціональні корпорації, діючи в багатьох країнах, здатні впливати на всі сфери суспільного життя. А найбільші з них здатні ухилитися від економічного і політичного контролю з боку держав розташування. В історії мали місце випадки, коли іноземні інвестори домагалися підтримки своїх дій від політичного керівництва незалежно від їхніх наслідків для місцевого населення і добробуту країни загалом. Нерідко, зазнаючи тиску з боку уряду країни розташування, транснаціональні корпорації залишають цю країну і переміщуються в іншу – з більш лояльним урядом. Протягом 70–80-х років на рівні ООН робилися спроби виробити кодекс поведінки транснаціональних корпорацій, який поставив би їх дії в певні рамки і створив би переваги для національних фірм. Ці спроби зустріли опір представників транснаціональних корпорацій. В 1992 р. переговори із розроблення кодексу поведінки транснаціональних корпорацій були припинені. Спроба розроблення відповідного кодексу була результатом негативного впливу транснаціональних корпорацій на економіку країни розташування. До цього можна віднести такі чинники, як небезпека перетворення приймаючої країни у місце розміщення застарілих і екологічно небезпечних технологій; захоплення іноземними фірмами найбільш розвинених і перспективних сегментів промислового виробництва і науково-дослідних структур країни. Транснаціональні корпорації, що володіють навіть у моменти потрясінь великими фінансовими ресурсами, активно використовують погану кон'юнктуру для здійснення захоплення інших фірм [758, с. 60, 61].

ТНК мають можливість нав'язувати компаніям країни розташування безперспективні напрями у системі розподілу праці в рамках транснаціональних корпорацій. Результатом орієнтації транснаціональних корпорацій на поглинання стає зростання нестійкості інвестиційного процесу. Великі інвестиційні проекти, пов'язані з реальними капіталовкладеннями, відрізняються відомою стабільністю – вони не можуть починатися без тривалої підготовки і раптово завершуватися без значних втрат. Політика

поглинань, навпаки, припускає фінансову рухливість. Стійке положення транснаціональних корпорацій дає їм можливість вживати більш рішучі заходи у випадку криз – закриття підприємств, скорочення виробництва, що веде до безробіття та інших негативних явищ. Цим пояснюється таке явище, як дезінвестиції (масове вилучення капіталу із країни).

ТНК схильні до перебільшеної реакції на зміну кон'юнктури, що дає безліч приводів для зниження випуску продукції, якщо конкурентоспроможність приймаючої держави за тими або іншими причинами знижується. І хоча вплив залучення іноземних інвестицій на економіку приймаючої країни може мати неоднозначний характер, не слід скидати з рахунків колосальний позитивний економічний вплив транснаціональних корпорацій.

Збільшення іноземних капіталовкладень сприяє розвитку внутрішньорегіональної торгівлі, оскільки значну частину своїх потреб у комплектуючих матеріалах і устаткуванні філії іноземних компаній задовольняють за рахунок імпорту із країни-інвестора. Транснаціональні корпорації діють через свої дочірні підприємства і філії в десятках країн світу за єдиною науково-виробничою і фінансовою стратегією, зформованою в холдінгах. Вони мають величезний науково-виробничий і ринковий потенціал, що забезпечує високий динамізм розвитку. Транснаціональні корпорації продемонстрували свою здатність порушувати ізоляцію національних економік, втягуючи їх у єдиний процес із світовим економічним співтовариством. Вони служать найважливішим засобом передачі нових технологій, поширення інформації про нові продукти, в результаті чого змінюються суспільні переваги.

Зараз експорт капіталу здійснюється не тільки провідними в промисловому відношенні країнами. Він вивозиться також із країн, що активно розвиваються в промисловому відношенні. Найбільші компанії цих країн експортують капітал з метою розширення сфер своєї діяльності, використання трудових ресурсів або науково-технічних досягнень приймаючих країн для одержання більш високих прибутків. Закономірності розвитку транснаціональних корпорацій значно відрізняються від закономірностей розвитку основної маси національних фірм.

Серед основних тенденцій їх розвитку можна виділити такі [145, с. 62]:

- незначне скорочення (або відсутність скорочення) обороту транснаціональних корпорацій у періоди криз, незалежність їх навіть від тривалих депресивних явищ в окремих галузях промисловості;

- транснаціональні корпорації мають можливість процвітати незалежно від стану національного господарства;



– від поліпшення кон'юнктури усередині країни транснаціональні корпорації одержують менший вигаш.

Розвиток міжнародного виробництва пов'язаний не тільки із прямими інвестиціями, а й з низкою інших форм міжнародного співробітництва, таких як ліцензійні угоди, які дають можливість транснаціональним корпораціям брати участь у справах закордонних компаній і отримувати прибутки і відрахування за користування патентом; угоди про управління, за якими транснаціональні корпорації організують управління і технічне обслуговування закордонних компаній в обмін за плату і частку в капіталі; міжнародна субконтракція, при якій транснаціональні корпорації укладають субконтракти з іноземними компаніями на виконання особливих робіт або поставку окремих товарів.

Найбільш інтернаціоналізованою компанією серед найбільших транснаціональних корпорацій є швейцарська «Nestle». Обсяг її закордонних продажів становить 98 % від їх загального розміру, в «Philips» цей показник становить 88 %, в «British petroleum» – 75 %. Продажі філій і дочірніх компаній перевищують обсяг світового експорту. В результаті їх міжнародних операцій третина світової торгівлі здійснюється в рамках транснаціональних комплексів. Експорт капіталу здійснюється не тільки провідними в промисловому відношенні країнами. Він вивозиться також із країн, що просунулися в промисловому відношенні, Азії і Латинської Америки (Тайвань, Південна Корея, Сінгапур, Бразилія). Найбільші компанії цих країн експортують капітал з метою розширення сфер своєї діяльності, використання трудових ресурсів або науково-технічних досягнень.

На ринку цивільного літакобудування, що розвивається, обсяг якого спочатку в новому тисячоріччі виріс до 1 трл дол. і 16 тис. нових літаків у рік, панують в основному три компанії: «Ейрбас індастрі», «Боїнг» і «Макдоннел Дуглас». Вони контролюють відповідно 30–35 %, 60–70 і 3 % ринку. Злиття «Боїнг» і «Макдоннел Дуглас», що відбулося в серпні 1997 р., підсилює позиції американського капіталу і залишило на ринку лише дві основні компанії. До числа найбільших за величиною закордонних активів належать такі ТНК: «Роял-Датч-Шелл» (Великобританія – Голландія, основна сфера діяльності – нафтопереробка); «Ексон» (США, нафтопереробка); «ІВМ» (США, комп'ютерна техніка); «Дженерал моторз» (США, автомобілебудування); «Хітачі» (Японія, електроніка). Серед 20 провідних нефінансових ТНК за цим показником переважають шість американських корпорацій, три представляють Японію, три – Німеччину, три – Великобританію (з них дві – разом з Голландією), три – Голландію (дві – разом з Великобританією), дві – Францію, дві – Швейцарію. Однак за обсягом продажів лідируючі позиції у світовій економіці до початку

кризи 2008 р. зберігали японські ТНК: «Іточі», «Міцубісі», «Сумімото», «Марубені». За ними йшли американські ТНК: «Дженерал моторз», «Форд», «Ексон». З 500 найбільш могутніх міжнародних компаній 85 контролюють 70 % усіх закордонних інвестицій. Ці 500 гігантів реалізують 80 % усієї виробленої електроніки і хімії, 95 % фармацевтики, 76 % продукції машинобудування. Основна частина міжнародних корпорацій зосереджена в США, країнах ЄС і Японії. Обсяг виробленої продукції на підприємствах цих корпорацій щорічно перевищує 1 трлн дол., на них працює 73 млн співробітників. Найбільш загальною причиною виникнення ТНК є інтернаціоналізація виробництва і капіталу на основі розвитку продуктивних сил, що переростають національно-державні кордони. Інтернаціоналізація виробництва і капіталу набуває характеру експансії господарських зв'язків за допомогою створення найбільшими компаніями численних відділень за кордоном і перетворення національних корпорацій у транснаціональні. Вивіз капіталу стає найважливішим фактором у формуванні і розвитку міжнародних корпорацій.

Необхідно звернути увагу на ще один фактор, що наочно ілюструє тенденцію інтернаціоналізації економіки. Новий економічний устрій породжує відповідні йому наддержавні політичні інститути і міжнародні організації – такі як Світовий банк реконструкції та розвитку, Міжнародний валютний фонд і т.д. В результаті виникла своєрідна ситуація двовладдя. Суверенним державам доводиться спочатку в економічній, а потім і в політичній сфері ділити владу з вищевказаними організаціями. При цьому вплив держав іде на спад і влада все більше переходить у руки транснаціональних корпорацій і контрольованих ними міжнародних інститутів [145, с. 63].

Еволюція процесів транснаціоналізації дозволяє виокремити такі основні етапи [757, с. 33–34; 374]. Для ТНК першого покоління (кінець XIX ст. – перша половина XIX) характерна колоніально-сировинна діяльність у формі картелів та синдикатів. Основна характерна риса – доступ до природних ресурсів або до преференційних ринків збуту. Для ТНК другого покоління (період між двома світовими війнами) характерним є виробництво військово-технічної продукції. Третє покоління ТНК (1960-ті роки) набуло організаційно-економічних форм концернів і конгломератів, характеризується широким використанням досягнень науково-технічної революції, запровадженням елементів національного і зарубіжного виробництва. Визначальними рисами ТНК четвертого покоління (початок 1980-х рр.) є «планетарне» бачення ринків і функціонування в умовах глобальної конкуренції (табл. 3.2).

Відповідно до наведеної періодизації розглянемо основні тенденції інвестування за участі ТНК. Прямі іноземні інвестиції в післявоєнні роки зростали дуже швидко і їх зростання прямо пов'язано з діяльністю

транснаціональних корпорацій. Найбільшим інвестором були США, а направлялися інвестиції переважно в країни, що розвиваються. Однак з початку 70-х років зростання ПШ сповільнилося, змінилася їхня спрямованість – вони стали направлятися в основному в країни Західної Європи. З початку 80-х років прями інвестиції з Англії, Німеччини, Канади стали направлятися в США. Америка перетворюється на найбільшу приймаючу державу [145, с. 54].

Таблиця 3.2

### Сучасні етапи процесу формування стратегій ТНК

Період	Форми	Форми організації ТНК	Особливості функціонування та сфери діяльності
Друга пол. XIX ст. – перша пол. XX ст.	Колоніально-сировинні ТНК першого покоління	картелі, синдикати	Розробка та видобуток сировини в Азії, Африці та Латинській Америці, його переробка на своїй території
Період між двома світовими війнами	ТНК другого покоління	трести	Функціонування в міжвоєнний період та період мирової економічної кризи 1929-1933 рр. Основна сфера діяльності ТНК - виробництво військово-технічної продукції
Кінець 50-х – 70-ті роки XX ст.	ТНК третього покоління	концерни, конгломерати, концентрація виробництва і капіталу в формі злиття і поглинань	Післявоєнне відновлення Європи і перетворення США в локомотив капіталістичного світу. Найбільша концентрація ТНК була в атомній енергетиці, електроніці, освоєнні космосу. «Золотий час» розвитку ТНК. Ера нестримного споживання побутових товарів та зростання життєвого будівництва. Зростає виробництво легкових автомобілів
Початок 80-х рр. – кінець XX ст.	ТНК четвертого покоління	економічні об'єднання та спілки, що включають кілька країн	Комп'ютерна революція змінює вигляд усього світу: інформація і комп'ютер стали загальнодоступними. ТНК конкурують в виробництві нових товарів, не припиняючи боротьбу за ринки збуту. Триває процес злиття і поглинань, що збільшує концентрацію капіталу в найбільших ТНК. В умовах розпаду СРСР і перетворення США в єдину наддержаву проходив новий переділ світу за володіння енергоресурсами. Процес злиття тривав, але його зміщення стало відбуватися у бік нафто- і газодобувних, переробних, а також металургійних компаній.

Початок XXI ст. - сьогодення	П'яте покоління ТНК	довготривалі стратегічні союзи між корпораціями різних галузей і країн	Характеризуються масовим злиттям і поглинанням компаній. В корпоративній практиці спостерігається тенденція перенесення акценту з двостороннього партнерства на створення мереж за участю декількох компаній. Безперервно зростають і постійно поглиблюються торгово-економічні, фінансово-валютні, науково-технічні і виробничі зв'язки між сучасними ТНК, що дозволяє говорити про глобальний характер їх діяльності. ТНК п'ятого покоління притаманна опора на сучасну науку і інноваційний бізнес, що робить їх головними генераторами наукових ідей і концепцій та їх розповсюджувачами спільно з новими високими технологіями.
---------------------------------	---------------------------	--	--

*Джерело:* [367, с. 5].

Прикладом є інвестиції японських фірм у модернізації американської автомобільної промисловості і поєднаних з нею галузях. Сумарні прямі інвестиції японських фірм у їхні американські філії автомобільної промисловості склали наприкінці 80-х років 26,6 млрд дол. В 2010 р. філії японських фірм в автомобільній промисловості США виробили 1,49 млн автомобілів, що разом з імпортованими японськими автомобілями склало майже одну третину легкових автомобілів, реалізованих на американському ринку. Окрім складальних підприємств і заводів з виробництва запчастин, філії японських фірм в автомобільній промисловості США створили понад 20 науково-дослідних, інженерних і конструкторських підрозділів. Середні трудові витрати на складання одного автомобіля на підприємствах японських філій становили 21,2 години в порівнянні з 25,1 годинами на підприємствах американських фірм. Кількість дефектів становила відповідно 65 і 82 на сто автомобілів. Ці факти змусили американські автомобільні фірми докладати серйозних зусиль з модернізації своїх потужностей і освоєнні нових методів внутрішнірмowego управління. Близько 70 % американських фірм, що поставляють свою продукцію на підприємства японських фірм, впровадили принципи поставок «точно в строк» і елементи японської системи організації праці персоналу [145, с. 54, 55].

Інвестування ТНК п'ятого покоління може бути охарактеризоване наступним чином. На початку 2000-х рр. темпи зростання прямих іноземних інвестицій у чотири рази перевершували темпи зростання світового валового продукту і у три рази – світової торгівлі. Пріоритетність сфер капіталу міняється під впливом науково-технічного прогресу. В останні десятиліття посилилася активність транснаціональних корпорацій у сфері послуг, на їхню частку доводиться понад 60 % прямих капіталовкладень. Сфера обробної промисловості відійшла на другий план. Основна частина промислових активів зосереджена в чотирьох галузях: нафтовій, автомобільній, хімічній і фармацевтичній. Ділова активність корпорацій у первинному секторі (тобто в добувній промисловості) різко скоротилася [145, с. 55].

У посткризовий період динаміка загальносвітових ПІІ характеризується коливаннями як у загальних обсягах, так і у русі капіталів по окремих регіонах. Найбільш успішним з позицій відновлення докризових обсягів ПІІ виявився 2015 р. – потоки капіталу збільшилися на 38 % до 1,76 трлн дол. Головним чинником такого глобального відновлення став стрибок міжнародних злиттів і придбань до 721 млрд дол. США проти 432 млрд дол. в 2014 р. Високими залишалися оголошені інвестиції в нові проекти – 766 млрд дол. США [375]. Частина зростання ПІІ була викликана зміною конфігурації корпорацій. Такі угоди часто пов'язані з великими змінами в платіжному балансі при незначних змінах вкладень у фактичні операції.

Потоки ПІІ у регіональному аспекті розподіляються вкрай непропорційно. Зокрема у 2015 р. приплив ПІІ в розвинені країни майже подвоївся, досягнувши 962 млрд дол. В результаті в структурі світових ПІІ знову взяли гору розвинені країни, частка яких склала 55 % проти 41 % в 2014 р. Високе зростання ввезення ПІІ було зафіксовано в Європі. У Сполучених Штатах ПІІ зросли майже в чотири рази у порівнянні із низьким рівнем 2014 р. У країнах, що розвиваються, був досягнутий новий максимум припливу ПІІ – 765 млрд дол., що на 9 % вище, ніж в 2014 р. Найбільшим отримувачем ПІІ стали країни Азії, в яких ПІІ перевищили півтрильйона дол. Країни, що розвиваються становлять половину з 10 країн з найбільшим припливом ПІІ. Вивіз ПІІ з розвинених країн підскочив на 33 % до 1,1 трлн. доларів. Незважаючи на таке зростання, збільшення їх вивезення ПІІ залишається на 40% менше максимуму 2007 року. Вивізиши 576 млрд дол., Європа стала найбільшим регіоном-інвестором в світі. ПІІ ТНК Північної Америки залишалися близькими до рівня 2014 р. [591].

За галузевою структурою розміщення ПІІ в первинному секторі у 2015 р. знизилося, а в обробній промисловості – зросло. Угоди щодо злиттів та поглинань підняли частку обробної промисловості у інвестуванні вище 50 %.

ППІ в первинному секторі знизилися через скорочення запланованих капіталовкладень у відповідь на зниження цін на сировину, а також різкого скорочення реінвестування виручки в умовах скорочення норми прибутку. На послуги як і раніше припадає понад 60 % світових ППІ.

Динаміка ППІ в останні роки відображає вразливість глобальної економіки, зокрема стійко низьку динаміку сукупного попиту, мляве зростання в деяких країнах – експортерах сировини, дієві заходи політики по обмеженню угод податкової інверсії і зниження прибутку ТНК.

Так, у 2016 р. глобальні потоки ППІ скоротилися на 2 % до 1,75 трлн дол. Обсяг внутрішньофірмового кредитування різко впав; зростання інвестицій в основний капітал було пов'язане із 18-процентним збільшенням вартості транскордонних злиттів і поглинань. Падіння припливу в країни, що розвиваються, почасти компенсувалося невеликим збільшенням інвестицій в розвинені країни та їх помітним зростанням в країни з перехідною економікою (до 68 млрд дол.). Потоки ППІ в розвинені країни збільшилися на 5 % до 1 032 млрд дол., відповідно частка розвинених країн у глобальному припливі зросла до 59 % [376].

В списку десяти основних одержувачів інвестицій у 2016 р. половину, як і раніше, склали країни, що розвиваються. Найбільшим одержувачем ППІ залишалися Сполучені Штати, котрі залучили 391 млрд дол., за ними слідує Сполучене Королівство із 254 млрд дол. (піднялося з чотирнадцятого місця, яке вони займало у 2015 р.), чому сприяла хвиля великих транскордонних злиттів і поглинань. Третє місце посів Китай, інвестиції до якого склали 134 млрд дол., що виявилось на 1 % менше в порівнянні з попереднім роком.

У 2016 р. ефект рекордних за своїми масштабами міжнародних злиттів і поглинань в Європі звівся нанівець спадом на ринку міжфірмового кредитування, внаслідок чого інвестиційні потоки скоротилися на 6 %.

У 2015 р. на частку обробного і сировинного секторів доводилося відповідно 26 % і 6 % світового обсягу накопичених ППІ, 65 % – припадало на сектор послуг. Величезна частка (дві третини від загального обсягу ППІ) сектору послуг завищує значення третинного сектора в міжнародних інвестиціях. Значна частина ППІ в сектор послуг призначається компаніям, пов'язаним з сировинними галузями і виробничими ТНК, які виконують схожі на послуги функції, в тому числі функції головних структур та бек-офісів, функції фінансових холдингів, центрів закупівель та матеріально-технічного забезпечення, розподілу, досліджень і розробок. У даних про галузеву структуру ППІ такі види діяльності автоматично відносяться до сфери послуг. Тобто, ППІ в сектор послуг можуть бути завищені більш ніж на третину [593].

У Доповіді ЮНКТАД за 2017 р. відмічено, що закордонні філії ТНК продовжують нарощувати міжнародне виробництво, проте із значно нижчими темпами. Так, в останні п'ять років середньорічні темпи зростання товарообігу зарубіжних філій склали 7,3 %, доданої вартості – 4,9 % і зайнятості – 4,9 %, що є нижчим показників за відповідний період до 2010 р. (відповідно 9,7 %, 10,7 % і 7,6 %). Обсяг реалізації і доданої вартості закордонних філій ТНК в 2016 р. збільшився відповідно на 4,2 % і 3,6 %, чисельність зайнятих на їх підприємствах досягла 82 млн чол., прибутковість ПП, вкладених в закордонні філії в приймаючих країнах, продовжувала падати, знизившись з 6,2 % в 2015 р. до 6 % в 2016 р.

За ініціативи ЮНКТАД в останні роки поширюється використання політики регулювання ринків капіталу для заохочення інвестицій в сталий розвиток. Зокрема швидко зростає кількість пов'язаних з ринками капіталу політичних заходів і інструментів, покликаних заохочувати інвестиції в стійкий бізнес і сприяти досягненню Цілей сталого розвитку, проголошених ООН. Ці політичні заходи і інструменти розробляються в першу чергу біржами і їх органами регулювання, проте активну участь в цьому процесі беруть і інші учасники ринку капіталу, в тому числі інституціональні інвестори. Число учасників Ініціативи ЮНКТАД щодо забезпечення стійкості фондових бірж за останні два роки зростає більш ніж в три рази. Сьогодні серед них налічується 63 біржі-партнера з п'яти континентів, на яких котируються понад 30 000 компаній з ринковою капіталізацією, що перевищує 55 трлн доларів. Настільки швидке зростання може служити підтвердженням зростаючої уваги бірж до підвищення стійкості своїх ринків [759].

Біржі заохочують інвестиції в стійкий розвиток за допомогою таких інструментів: екологічних, соціальних та управлінських ЕСУ-індексів, посібників з підготовки звітності з питань стійкості і спеціальних інвестиційних інструментів, наприклад, «зелених» облігацій. Такі ЕСУ-індекси залишаються для бірж найпопулярнішим інструментом заохочення стійкості (в світі існує понад сотня тематичних Індексів, які розраховуються 38 біржами із 82). Приблизно 32 біржі надають своїм клієнтам офіційні керівництва по розкриттю інформації, причому 17 бірж вперше випустили такі керівництва в 2016 р. і на початку 2017 р. Крім добровільних керівництв, вимоги до ЕСУ-інформації містяться в правилах лістингу 12 бірж. Джерелом обов'язкових правил розкриття ЕСУ-інформації є як біржі, так і органи, що здійснюють регулювання їх діяльності.

В останні роки проявилася новітня тенденція щодо поширення впливу окремих держав на діяльність багатонаціональних компаній через активну участь в акціонерному капіталі. ЮНКТАД визначає такі компанії державними

(SO-MNE). За підсумками 2016 р. у світі нараховується близько 1500 державних SO-MNE з більш ніж 86 000 іноземними філіями. Ці компанії представляють близько 1,5 % загальної кількості ТНК та близько 10 % усіх філій. При цьому 15 із 100 найбільших нефінансових SO-MNE та 41 з 100 найкращих ТНК з країн, що розвиваються та перехідних економік, належать державі. Більше половини державних SO-MNE мають штаб-квартиру у країнах, що розвиваються, і в ЄС перебуває майже третина з них. Деякі країни, такі як Китай, Малайзія, Південна Африка та Російська Федерація, мають особливо велику кількість державних SO-MNE [759].

18 відсотків державних SO-MNE мають штаб-квартиру в Китаї, де вони сприяють зовнішній стратегії розвитку ПП в країні. За Китаєм слідує Малайзія (5 %), Індія (4 %), Південна Африка (4 %) та Російська Федерація (3 %). Державні ТНК, як правило, є великими і відіграють важливу роль у ключових економічних операціях у своїх країнах. Секторальний розподіл державних ТНК більше зосереджений на фінансових послугах та природних ресурсах. Вимірювані основними видами діяльності своїх корпоративних штабів, більше половини державних SO-MNE зосереджені в п'яти галузях: фінансів, страхування та нерухомості; комунальних послуг (особливо постачання електроенергії); транспортних послуг; холдингах і видобутку. Холдинги – це різноманітна категорія, яка охоплює або диверсифіковані конгломерати, або штаб-квартиру компаній, які в суті працюють в інших галузях промисловості. Розподіл відображає пріоритети державних власників, які хочуть більш безпосередньо контролювати ключові ресурси та ключові мережі інфраструктури.

Власні частки в SO-MNE простягаються від повного контролю до золотих акцій, з чітким уподобанням до власності більшості. Повний контроль (100 відсотків власності) є найбільш сприятливим типом. З тих фірм, для яких були доступні точні дані, більше третини повністю належали їх відповідним урядам, а ще 29 % контролювалися через власність більшості. Іншими словами, уряди користуються більшістю голосів майже у двох третин усіх SO-MNE.

Крім того існування і діяльність SO-MNE викликає особливі політичні проблеми: побоювання щодо національної безпеки, конкуренції, управління, соціальних та екологічних стандартів, впливу на розробку та промислову політику приймаючої країни тощо.

Ще однією визначальною тенденцією глобального розвитку, що пов'язана із транс націоналізацією, є становлення цифрової економіки. Цифрова економіка докорінно змінює характер виробництва і реалізації компаніями своїх товарів і послуг за кордоном. Використовуючи цифрові технології транснаціональні корпорації можуть підтримувати контакти із



зарубіжними покупцями і продавати їм свою продукцію без серйозних вкладень в фізичну інфраструктуру на іноземних ринках. Це робить менш відчутним їх економічний вплив на приймаючі країни, роль якого в процесі формування виробничого потенціалу і створення робочих місць стає помітнішим набагато важче. Говорячи про цифрову економіку, мають на увазі не тільки технологічний сектор і цифрові компанії, але й виробничі ланцюжки в самих різних секторах глобальної економіки в цілому [757].

Цифрова трансформація міжнародного виробництва має серйозні наслідки для діяльності щодо заохочення і полегшення інвестицій, а також для регулювання поведінки інвесторів. Норми, розроблені для матеріальної економіки, можливо, потрібно буде переглянути в світлі нових моделей цифрового бізнесу. Одні країни вже роблять кроки для модернізації своєї політики, інші ризикують залишитися з застарілими правилами або, не бажаючи цього, загальмувати цифровий розвиток.

Мова йде не тільки про цифрові транснаціональні корпорації, а й про розвиток внутрішнього цифрового потенціалу. Багато країн по всьому світу розробляють стратегії розвитку цифрової економіки. Однак в більшості цих стратегій питань інвестицій не знаходиться гідного місця. Але навіть в тих випадках, коли інвестиційна проблематика в них порушується, мова, як правило, йде виключно про інвестиції в телекомунікаційну інфраструктуру. У стратегіях цифрового розвитку питань інвестиційної політики слід відводити більше місця, щоб вітчизняні компанії могли користуватися тими вигодами, які обіцяє оволодіння цифровими технологіями і полегшення доступу до ринків.

У Доповіді про світові інвестиції за 2017 рік наведено вагомі аргументи на користь розробки комплексних рамкової інвестиційної політики розвитку цифрової економіки. У ньому наочно демонструється, як ув'язка інвестиційної політики зі стратегіями цифрового розвитку може стати ключем до плідної інтеграції країн, що розвиваються в глобальну економіку і до підвищення всеосяжності і стійкості процесу глобалізації в майбутні роки [757].

За останні п'ять років в міжнародному виробництві різко виросла вага ТНК, що працюють в сфері інформаційно-комунікаційних технологій (ІКТ). У період 2010–2015 рр. число компаній, що займаються такими технологіями, в списку 100 найбільших ТНК ЮНКТАД збільшилося більш ніж удвічі. Активи таких ТНК виросли на 65 %, а їх операційний дохід і зайнятість - приблизно на 30 % на тлі стагнації цих показників у інших ТНК першої сотні. Значення цифрових ТНК, в тому числі компаній, що займаються створенням інтернет-платформ, електронною торгівлею і цифровим контентом, також швидко зростає [757].

Вага цифрових і високотехнологічних ТНК в структурі міжнародного виробництва є порівняно невеликою. Для роботи на зарубіжних ринках їм не

потрібні великі активи і численний штат співробітників за кордоном. На відміну від інших ТНК, у яких співвідношення зарубіжних активів і зарубіжної виручки в середньому збалансовано, ТНК, що працюють в сфері високих технологій отримують за кордоном 73 % виручки, маючи за межами країн базування лише 41 % всіх активів. Чим активніше ТНК будують свої виробничі процеси на базі Інтернету, тим більше розрив між зарубіжними доходами і матеріальними активами. Частка зарубіжних продажів найбільших Інтернет-платформ приблизно в 2,5 рази перевищує частку їх зарубіжних активів. Хоча прямий вплив цифрових ТНК на економіку приймаючих країн в плані інвестицій в матеріальні активи і зайнятості не настільки очевидний, їх інвестиції можуть мати важливі непрямі і виробничі наслідки, вносячи вклад в цифровий розвиток [161].

Штаб-квартири більшості цифрових ТНК знаходяться в декількох розвинених країнах і країнах-ринках, що розвиваються. Їх здатність працювати на глобальному ринку при невеликих іноземних інвестиціях може розгорнути пануючу в останні десять років тенденцію «демократизації» експорту ПШ назад в напрямку їх концентрації в декількох великих країнах походження, зокрема в Сполучених Штатах. Приблизно дві третини материнських компаній цифрових ТНК і майже 40% їх дочірніх підприємств знаходяться в Сполучених Штатах; для порівняння, в цій країні розташовані лише 20 % материнських і дочірніх компаній інших великих ТНК [161].

При розробці правил і норм регулювання інвестицій, політичних заходів та інститутів для їх заохочення і полегшення слід враховувати зміни в транскордонних моделях роботи ТНК. З десяти традиційних галузей, що найбільш активно впроваджують цифрові технології, п'ять входять в десятку галузей, в яких країни зберігають найбільші обмеження для інвестицій. Це змушує цифрові ТНК розширювати свою діяльність в інших регульованих секторах. Деякі норми регулювання, що прийшли з епохи аналогових технологій, можливо, буде переглянуто з тим, щоб вони не перетворилися на пережитки минулого чи в небажане гальмо для впровадження цифрових технологій.

Високотехнологічні і цифрові ТНК роблять серйозний вплив на вартість як нематеріальних, так і матеріальних активів в сфері міжнародного виробництва. У 2015 р. вартість нематеріальних активів ТНК, що займаються високими технологіями (по відношенню до балансової вартості всіх активів), була вдвічі вище, чим у інших мегакорпораціях. Завдяки високій вартості нематеріальних активів і великому операційному прибутку такі компанії мають можливість накопичувати великі резерви ліквідності, які вдвічі вище, ніж у інших ТНК і досягають майже 30% вартості сукупних активів. Значна

частина цих ліквідних резервів припадає на нерепатрізований зарубіжний прибуток. Частка нерепатрізованого зарубіжного прибутку у цифрових ТНК Сполучених Штатів, що склала в 2015 р. 62 % від сукупного зарубіжного прибутку, майже втричі перевищує відповідний прибуток інших американських ТНК. Висока нерепатрізований зарубіжний прибуток і низька вартість основних зарубіжних матеріальних активів (у шість разів менше) означає, що наявні ресурси досить неактивно використовуються для інвестування у виробничі потужності за кордоном.

Цифрові технології прискорюють перетворення економіки в економіку послуг, що може бути чревате розширенням присутності зарубіжних філій в цьому секторі, а також переходом на субпідряд і відносини, не пов'язані з участю в капіталі. У той же час підвищення ролі технологій та інтелектуальної власності в процесі створення вартості може стати причиною повернення в країну тих чи інших виробничих процесів, переданих закордонним підрядчикам. Нарешті, тенденція відмови від послуг посередників в результаті розвитку цифрової економіки може привести до того, що деякі види підприємств у приймаючих країнах, наприклад роздрібні постачальники і дистриб'ютори, залишаться без роботи. При цьому в сфері розподілу будуть формуватися нові партнерства, відкриваючи можливості для надання нових видів послуг з високою доданою вартістю [661].

### **3.2. Віртуалізація фінансових операцій на глобальних ринках**

Питання системного розвитку глобальної фінансової системи актуалізується з огляду трансформації середовища функціонування під впливом інформаційно-комунікаційних технологій та появи нео-економіки. Віртуалізація фінансового ринку на сьогодні є одним із важливих імперативів, який впливає на економічні зміни. Нео-економіка (нова економіка, електронна економіка, економіка знань) – якісний етап розвитку економіки, що характеризується інтеграцією інфосфери з галузями народного господарства, де головною цінністю стають інформаційні ресурси, знання, ІТ. За оцінками футуролога Елвіна Тофлера нео-економіка (Третя хвиля розвитку) повністю буде сформована до 2025 року. Очевидно, що такі перетворення видозмінюють форму глобальних фінансів, актуалізуючи проблему віртуалізації світового фінансового ринку.

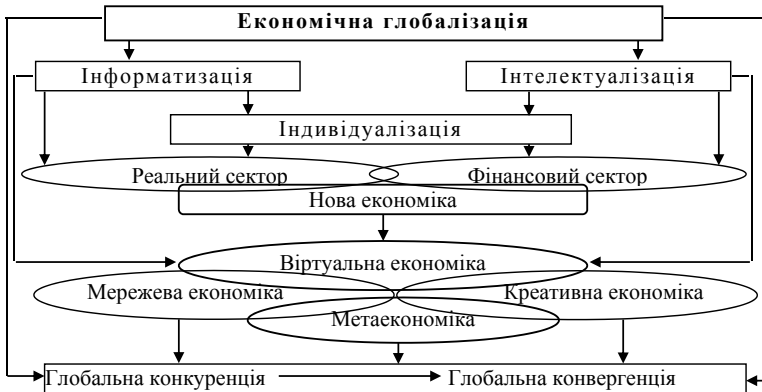


Рис. 3.1. Методологічний формат глобальної віртуалізації економіки

*Джерело:* складено автором.

Технологічним підґрунтям віртуалізації світового фінансового ринку виступають інформаційно-комунікаційні технології (ІКТ) – сукупність методів, виробничих процесів і програмно-технічних засобів, інтегрованих з метою збирання, опрацювання, зберігання, розповсюдження інформації в інтересах її користувачів. Економічний аспект ІКТ проявляється у розвитку ринків на основі інформаційних технологій. Таким чином, інформаційно-комунікаційні технології виступають інфраструктурним забезпеченням ринків.

Імплементация ІТ у фінансовий сектор зумовлює підвищення продуктивності операційної діяльності, видозмінює форму існування грошей, виділяючи інформаційну складову. Використання ІТ дозволяє фінансовим інституціям отримувати інформацію про зміни кон'юнктури ринку, координувати ресурси, вибираючи оптимальну стратегію. Наявність вище перелічених особливостей нерозривно пов'язано із конкурентоспроможністю та прибутковістю. Конвергенція інформаційно-комунікаційних технологій з фінансами та подальший розвиток новітніх інструментів та схем (інтегрованих систем) розрахунків на цій основі становить віртуалізацію світового фінансового простору. Цей феномен охоплює банківський сектор, фонові ринки та корпоративні фінанси.

Конвергенція інформаційно-комунікаційних систем із фінансовим сектором проявляється у цифровій та спекулятивній віртуалізації світового фінансового ринку. Цифрова віртуалізація виражається у формі перетворення інфраструктури світового фінансового ринку та має такі позитивні сторони, як: пришвидшення виконання операцій, зниження транзакційних витрат, миттєвий доступ в режимі реального часу до необхідної інформації, ринків, модернізація на базі ІТ. Що стосується спекулятивної віртуалізації, то її

особливістю є використання ІКТ та інструментів фінансового ринку для спекулятивного примноження капіталу. Негативні ефекти віртуалізації, що виражаються у площині утворення «фінансових бульбашок», втілюються у накопиченні ризиків на балансах підприємств і фінансових установ, зростанні зовнішнього боргу і дефіциту поточного рахунку, відтягуванні ресурсів від реальної економічної діяльності у сферу фінансових спекуляцій; з часом зазначені процеси ведуть до розгортання фінансових криз, наслідками яких є порушення функціонування фінансових ринків і нормального кругообігу заощаджень-інвестицій, зниження цін на активи, банкрутство учасників фінансового ринку, погіршення ліквідності й якості фінансових інструментів.

Врахування позитивних аспектів, а також аналіз негативних впливів та ризиків віртуалізації, є важливим з огляду сталого системного розвитку світового фінансового ринку та глобальної економічної системи.

Крім того, віртуалізація світового фінансового ринку актуалізується з огляду виникнення нового феномена фінансового ринку – віртуальних валют та їх впливу на глобальну фінансово-економічну стабільність.

Характерними рисами цивілізації Третьої Хвилі є те, що знання стали основою економіки, на відміну від епохи Другої Хвилі, де цю роль відігравали «земля-праця-капітал». Змінилася сама природа вартості. Особлива роль у функціонуванні фінансового сектору зараз відводиться інформаційно-комп'ютерним технологіям, які виступають і як фактором створення інфраструктури фінансового ринку, двигуном прискорення виконання фінансових операцій, так і фактором нестабільності валютно-фінансової системи. У зв'язку з цим актуалізується потреба визначення основних особливостей процесу віртуалізації, її наслідків, і факторів, що порушують стабільність фінансового сегмента [541, с. 123].

Слід підкреслити, що інформаційна економіка має справу з *асиметричністю інформації* і, більше того, базується на ній. У 2001 р. «за аналіз ринків з асиметричною інформацією» була присуджена Нобелівська премія Дж. Акерлофу, М. Спенсу і Дж. Стигліцу, після чого ця теорія стала загально визнаною [541]. Поняття «асиметрична інформація ринків» є ключовим у концепції інформаційної економіки.

Введення в економічну теорію транзакційних витрат похитнуло класичну теорію: виявилось, що не вся інформація міститься в ціні, потрібна ще інформація про транзакційні витрати. І тільки шляхом порівняння ціни товару і транзакційних витрат учасник ринку може прийняти рішення про купівлю.

Одним із результатів запропонованої Дж. Стигліцем теорії є твердження, що фактично на ринках існує не єдина врівноважена ціна, а розподіл цін, причому цей розподіл є свій для кожного конкретного ринку [541, с. 123].

Головним результатом теорії інформаційної економіки є визнання недостовірними всіх основних висновків класичної теорії, насамперед, положення про те, що «конкурентна економіка, нібито керована невидимою рукою, веде до розподілу ресурсів, ефективному у смислі Парето, і що кожний розподіл ресурсів може бути досягнутий через механізм цінової конкуренції». Під оптимумом Парето розуміється така ситуація, коли ресурси розподілені оптимальним способом, тобто коли хто-небудь може поліпшити своє положення без одночасного погіршення становища когось іншого.

Тому стало зрозумілим, що при «провалах ринку» з причин інформаційної асиметрії, тобто за умови недосконалості ринку, ринкових відносин економіка не є Парето-ефективною. Такі «провали» можуть бути ліквідовані тільки завдяки державному втручанню на основі відповідної інформації.

З іншого боку, економічний критерій Парето, згідно з моделлю чистого обміну, можна інтерпретувати таким чином: хоча корисність кожного блага для кожного індивідуума однакова, набір благ, який максимізує корисність, для кожного індивідуума свій. Тому рівновага Парето відіграє центральну роль у сучасній економічній теорії, оскільки досі не знайдено критерію ефективності, який так би добре погоджувався з іншими блоками цієї теорії.

Розробники концепції інформаційної асиметрії пішли далі. Три основних положення нової економічної парадигми полягають у тому, що: 1) інформація, яка використовується для прийняття економічних рішень, є різноманітною; 2) учасники ринку, як правило, мають різний рівень поінформованості про стан ринку, товари, конкурентів; 3) для здійснення ринкової операції учасники повинні обмінятися сигналами, тобто інформацією, причому ці сигнали можуть передавати як істинну, так і невірну інформацію, розраховуючи на отримання односторонньої вигоди за рахунок партнера.

Дж. Стігліц математично довів, що за умови неповної, неточної і асиметричної інформації стає неможливим досягнення загальної ринкової рівноваги, що асиметрія інформації є причиною «негативного відбору», забруднення оточуючого середовища, підвищеного морального ризику та інших «провалів ринку». Нова економічна парадигма слугує новим обґрунтуванням необхідності селективного державного втручання у функціонування ринкової економіки, про що наочно свідчить позитивний досвід проведення економічних реформ в Китаї та В'єтнамі, а також в Росії 20-х років ХХ ст. (НЕП).

Концепція інформаційної асиметрії і заснованій на ній моделі підводять мікроекономічну базу під кейнсіанське положення про множинність можливих економічних рівноваг і тим самим доводить необхідність державного втручання в економічний процес у вигляді інструмента переведення економіки зі стану менш ефективної рівноваги до стану більш ефективної.

Нова парадигма також підірвала засади конкурентно-рівноважного ринку і фундаментальних економічних законів, а саме:

– закону попиту і пропозиції, який встановлює, що ринкова рівновага характеризується збігом попиту і пропозиції;

– закону єдиної ціни, відповідно до якого один і той же товар продається на всіх ринках за єдиною ціною;

– закону конкурентної ціни, який встановлює, що у стані рівноваги ціна дорівнює граничним витратам;

– гіпотези ефективних ринків, яка полягає в тому, що курси фондових бірж передають від інформованих учасників ринку до неінформованих усю релевантну інформацію [378, с. 145].

Бурхливе розповсюдження ІТ технологій є характерною рисою сучасного інформаційного суспільства. ІТ технології сприяють розвитку інформаційної інфраструктури економіки, а рівень їх використання є своєрідним індикатором так званої «нової економіки». Все це призводить до віртуалізації суспільно-економічних реалій.

*Віртуалізація* (англ. virtualization) – термін, яким позначають створення віртуального, тобто штучного, об'єкта чи середовища на базі інформаційно-комунікаційних технологій.

За визначенням Оксфордського словника *Virtual* – фізично не існуючий, створений за допомогою програмного забезпечення.

*Інформаційно-комунікаційні технології* (ІКТ) – сукупність методів, виробничих процесів і програмно-технічних засобів, інтегрованих з метою збирання, опрацювання, зберігання, розповсюдження інформації в інтересах її користувачів.

Економічний аспект ІКТ проявляється у розвитку ринків на основі інформаційних технологій. Таким чином, інформаційно-комунікаційні технології виступають інфраструктурним забезпеченням економіки.

*Віртуалізацією світового фінансового ринку* є процес його трансформації до якісно нового стану на базі ІКТ, зумовлений активним використанням телекомунікативних, інформаційних, комп'ютерних технологій та систем. Матеріальною основою виникнення феномену віртуалізації слугують комп'ютерно-технологічні інновації. Одним із перших провідників віртуалізації виступають ТНК світу, де широко використовуються системи інтегративно-комунікативних схем. Віртуалізація фінансових ринків характеризується, перш за все, інтегруванням інформаційно-телекомунікаційних систем власне з фінансовим сектором, а точніше з їх злиттям. Технічною базою цього процесу постають інфокомунікації [442, с. 56].

Віртуалізація фінансового ринку характеризується розвитком електронних фінансових ринків, ринків електронних фінансових послуг та електронних грошей; розвитком та використанням електронних платіжних систем та систем безготівкових розрахунків.

Розвиток інформаційного суспільства спричиняє еволюцію форм грошей, виділяючи їх кредитно-інформаційну природу. Питання про природу грошей було представлено такими теоріями: металістична теорія грошей; номіналістична теорія грошей; марксистка теорія грошей; кількісна теорія грошей; кейнсіанська теорія грошей; монетариська теорія грошей;

На сьогодні більшість національних валют є фіатними. До фіатних грошей відносять долар США, євро та інші резервні валюти. Держава зобов'язує громадян приймати банкноти і монети як законний засіб платежу на своїй території. Фіатні гроші можуть існувати в різних формах: монети, банкноти, безготівкові гроші, електронні гроші.

*Віртуалізація* світового фінансового ринку проявляє себе у, по-перше, позбавленні грошової одиниці внутрішньої вартості, наголошуючи таким чином на її інформаційній природі, тобто обмін – джерело створення грошових одиниць, необхідних для обслуговування економіки, і по-друге, інтеграція серверних систем, що виступає інфраструктурним забезпеченням економіки.

Крім того, необхідно наголосити, що новий вигляд сучасної світової валютної системи зумовлений двома головними змінами, а саме: по-перше, гроші повністю відокремилися від матеріального носія, спричиняючи дестафацію грошових одиниць, тобто зникнення внутрішньої вартості; по-друге, потужні інформаційні та телекомунікаційні технології дозволяють об'єднати грошові системи різних країн в єдину глобальну фінансову систему, що не визнає кордонів. Виділяється інформаційна природа грошей, яка перш за все проявляється у власне інформації про те, що одна річ еквівалента іншій, і, по суті проявляється у передачі інформації між економічними суб'єктами про індивідуальні заборгованості членів суспільства. Гроші як засіб обігу являють собою певний передавач інформації від одного суб'єкта товарних відносин до іншого. Гроші як засіб платежу – це надання інформації про заборгованість між суб'єктами кредитних відносин. Крім того, кредитно-інформаційна природа грошей виявляється у формі їх сучасного існування, а саме як знаки вартості, що номіновані у кіберпросторі.

Основними рушійними силами у зміні форм грошей є розвиток господарських відносин та технологій. Коли виробничі та товарно-обмінні відносини починають обмежуватися вартістю грошового товару або транзакційними витратами, відбувається заміна мірила грошової вартості та надання йому якісно нового статусу, що на кожному етапі розвитку об'єктивно обмежується інформаційно-технологічним рівнем суспільства [379].



У сучасному суспільстві використання нового виду грошей – електронних, демонструє розвиненість інформаційного суспільства. Комп'ютеризація, широке використання інформаційно-телекомунікаційних технологій, Інтернет призводять до глобальної віртуалізації сучасної світової цивілізації. Економічний аспект віртуалізації проявляється у розвитку ринків на основі інформаційних технологій. Товарно-обмінні, фінансові відносини переходять у кіберпростір [379, с. 8].

Електронні фінансові ринки формуються під впливом новітніх технологій, особливо глобальної мережі Інтернет. Активізація процесу формування електронного фінансового ринку зумовлена перш за все стрімким зростанням Інтернет користувачів. Крім того, електронні фінансові ринки є ефективніші, ніж традиційні, оскільки, перш за все, надають глобальний доступ з будь-якої точки світу, по-друге, постачають повною, найновішою інформацією суб'єктів, і третій важливим фактором є швидкість виконання операцій.

Віртуалізація призводить до нерівномірного розподілу світових фінансових ресурсів, забираючи їх у фінансового сектору. Співвідношення 20/80 реальної і віртуальної економіки має тенденцію стати нормою в сучасному світі.

Особливу увагу слід звернути на стрижневу тенденцію віртуалізації світового фінансового ринку й відповідну прискорену втрату зв'язку між зростанням провідних індикаторів економічної кон'юнктури (агрегованих фондових індексів) із реальною динамікою виробництва благ і послуг. Віртуалізація проявляє себе через стрімке абсолютне та відносне збільшення маси фіктивно-спекулятивного капіталу, не забезпеченого товарною масою чи золотовалютними резервами, що вільно мігрує світом і стає одним із найважливіших факторів внутрішньої циклічності національних економік [380, с. 84].

Оскільки фондові біржі одні з перших почали впроваджувати системи електронних торгів, а з появою Інтернету відбувся повний перехід у віртуальний простір, актуалізується процес об'єднання фондових бірж в єдину систему. Наочним підтвердженням цієї тенденції є Світова федерація бірж, куди входять 59 із 200 провідних бірж світу. Основним завданням цієї організації є підтримка ринкових стандартів, а також регуляція фондових ринків на спільних засадах для гармонійного розвитку світової економіки.

Крім того, близько 20 % усіх операцій проводиться роботами. Підтвердженням небезпеки розвитку віртуалізації фінансового ринку була світова криза останнього десятиліття. У зв'язку з цим актуалізується проблема ризиковості розвитку віртуальної економіки в контексті стабілізації світового фінансового простору.

Віртуалізація світового фінансового ринку передбачає розвиток інфраструктури електронного фінансового ринку, ключовими елементами якої є, по-перше, це Інтернет, по-друге, електронні платіжні системи (Інтернет.Гроші, ГлобалМані – укр., WebMoney, E-Gold, Liberty Reserve, PayPal, Moneybookers – між нар.), по-третє, електронні торгівельні системи, віртуальні банки, по-четверте, великі бізнес-портали (наприклад, UBS), по-п'яте, веб сайти фондових та валютних бірж, брокерських, інвестиційних, комерційних компаній тощо [381].

Структурно віртуалізація світового фінансового ринку видозмінює грошовий потік, а саме функціонування валютно-фінансових систем перетворюється на інформаційно-фінансові потоки у кіберпросторі. Це спричинено видозміною внутрішнього змісту грошей як засобів платежу. При одночасній відсутності внутрішньої вартості, подальшій дестафації, інформаційна природа платіжних засобів в умовах нової інформаційної економіки зумовлює трансформацію реалій фінансових відносин в інформаційно-фінансові потоки телекомунікаційними каналами.

Телекомунікаційна мережа – комплекс технічних засобів телекомунікацій та споруд, призначених для маршрутизації, комутації, передавання та/або приймання знаків, сигналів, письмового тексту, зображень та звуків або повідомлень будь-якого роду по радіо, проводових, оптичних чи інших електромагнітних системах між кінцевим обладнанням.

На сьогодні у світі діє близько 50 телекомунікаційних служб фінансової інформації. Ці служби формують й надають дані про різні фінансові інструменти, зокрема такі, як ціни, курси валют, котирування, ставки тощо, які є основою фінансових, торговельних і фондових ринків. Тобто міжнародні телекомунікаційні служби фінансової інформації є важливим і необхідним елементом технологічного середовища для банків, які проводять операції на фондових і фінансових ринках.

Прикладами телекомунікаційних мереж можуть бути комп'ютерні мережі, Інтернет, телефонні мережі, глобальна мережа Телекс, мережа авіаційної ACARS. Однією з найбільших телекомунікаційних систем для передачі в реальному часі відомостей та новин належить інформаційному агентству REUTERS.

Наочно модель нового віртуалізованого світового фінансового ринку можна подати у вигляді поданої нижче схеми (рис. 3.2). Ця модель відображає взаємозв'язок основних ланок світового фінансового простору. Рух інформаційно-фінансових ресурсів відбувається між основними агентами по телекомунікаційних мережах, які виступають середовищем існування та одночасно інфраструктурним забезпеченням фінансів.

Ця модель показує, що середовищем функціонування фінансово-інформаційних потоків є телекомунікаційні канали зв'язку. Телекомунікаційні канали виступають інфраструктурним забезпеченням функціонування валютно-фінансових відносин інформаційної економіки.

Необхідно констатувати, що глобалізація і віртуалізація світового фінансового ринку є одночасними взаємозумовленими процесами. Розповсюдження ІКТ прискорює фінансову глобалізацію, і водночас валютно-фінансова глобалізація стимулює подальшу віртуалізацію кредитно-грошових відносин.

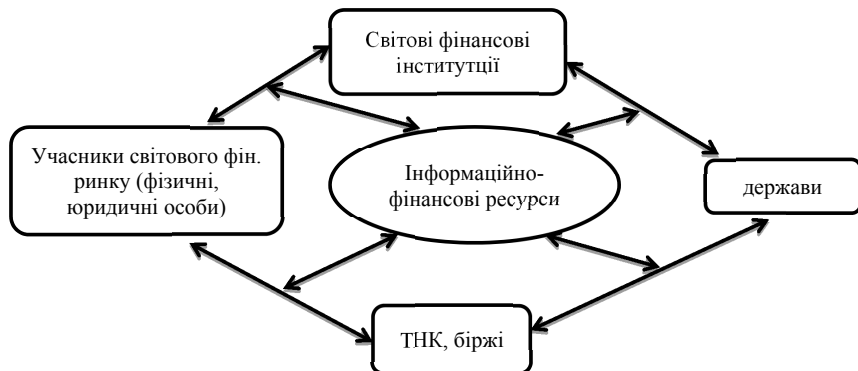


Рис. 3.2. Модель віртуалізованих валютно-фінансових відносин

*Джерело:* розроблено автором.

Таким чином, трансформаційні перетворення глобалізованого фінансового ринку з одночасною його віртуалізацією є похідним результатом інформатизації економічної системи.

З розвитком інформаційно-телекомунікаційних технологій та поширенням Інтернет за останні 25 років світову економічну та фінансову систему зіставляють у двох площинах – реальній та віртуальній.

*Реальний сектор економіки (PCE)* – сукупність галузей економіки, які виробляють матеріальні та нематеріальні товари та послуги, за винятком фінансово-кредитних і біржових операцій, що належать до фінансового сектора економіки. Термін не має чіткого законодавчого визначення. Часто використовується в політичній лексиці і публіцистиці без конкретизації сенсу. Початок активного використання припадає приблизно на 1998 р. На противагу цьому терміну використовується інший термін віртуальний сектор економіки. Точного визначення цього поняття не існує, проте ми можемо зазначити основні його характеристики: відірваність від виробництва і матеріального забезпечення; спекулятивність; швидкі темпи зростання [382, с. 345].

Серед багатьох існуючих типологій фінансових систем вітчизняні економісти виділяють чисту та реальну фінансові системи.

Отже, *фінанси за умов віртуалізації* набувають вигляду відчуженої внутрішньої вартості товарів уречевлену у електронних платіжних одиницях, що циркулюють в інформаційній економіці для опосередковування обміну.

У свою чергу *віртуальна фінансова система* – це взаємопов'язана та взаємозалежна інтегрована сукупність фінансових ринків, інститутів, розвинутих на базі інформаційно-комунікаційних технологій, що слугують її інфраструктурним забезпеченням.

Класична економічна теорія виділяє п'ять функцій грошей: міри вартості, засобу обігу, засобу нагромадження капіталу, засобу платежу, світових грошей, коли вони направляються по цільовому призначенню на покриття витрат та формування доходів (збитків). Перерозподіл – це вторинний розподіл через централізовані фонди (бюджет, позабюджетні фонди та ін.), що забезпечують направлення ресурсів до невиробничої сфери. Контрольна функція полягає в реалізації контролю за реальним грошовим обігом та формуванням фондів грошових коштів [378, с. 83].

Електронні гроші розділяються на дві великі групи: на базі пластикових карт і на базі глобальних мереж, найчастіше це мережа Інтернет.

Загально відомо, що основою фінансової системи є грошові фонди, під якими розуміють певні суми грошей чи інших цінних паперів, що мають відповідні чітко визначені напрями формування й використання. Також не можна забувати й про те, що саме існування фінансів характеризується певними фінансовими категоріями, зокрема такими, як державні доходи й видатки. Державними доходами прийнято вважати ту частину грошових відносин, яка є пов'язаною з розподілом вартості валового внутрішнього продукту (ВВП) і національного доходу (НД), у результаті чого відбувається створення централізованих грошових фондів. Натомість державні видатки – це грошові відносини, що дозволяють використовувати централізовані грошові фонди. Вони включають безпосередньо видатки самої держави, видатки державних підприємств.

Віртуалізація світового фінансового простору – це одна з найбільш дієвих та потужних складових глобалізації економіки в цілому. У сучасних умовах світова економіка входить у нове русло глобальної інтеграції та інтернаціоналізації, де дедалі чіткіше виявляється нова якість взаємозалежності, яка не була настільки помітною за старих правил функціонування, причинами чого є бурхливий розвиток інформаційно-комунікаційних технологій. Інтернаціоналізація потоків капіталу це не що інше, як зростання взаємозв'язку і взаємозалежності, взаємопроникнення і

зрощення національних та міжнародних потоків капіталу, що виявляються 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. А зміни фінансової й економічної кон'юнктури дають підставу говорити про розвиток нового процесу у сфері міжнародних фінансів – фінансової глобалізації, який водночас супроводжується і певним парадоксом. А саме – парадоксом у світовій економічній глобалізації є те, що фінансова глобалізація (глобальний фінансовий сектор) існує і виявила себе уже постфактум, не будучи при цьому інтегрованою в напрямі конвергенційності. Причиною цього парадоксу і є саме віртуалізація світового фінансового ринку на базі розвитку інноваційного інфраструктурного забезпечення. Фінансова глобалізація передує процесу фінансової інтеграції за змістом, широкомасштабністю охоплення та площинністю дії, але за формою і за глибинністю фінансових механізмів процеси міняються місцями. Спостерігається прямування до світового фінансизму, коли першоосною уже є не надприбуток, а можливість отримувати доходи, функціонувати у глобальній системі, маючи свою нішу, брати участь у розподілі та перерозподілі економічних ресурсів [347].

Сучасний світовий фінансовий ринок характеризується:

- значним обсягом фінансових ресурсів та операцій, які здійснюються цілодобово, здебільшого уніфіковані і до них залучаються суб'єкти з високим рейтингом;

- скасуванням обмежень на фінансові потоки через національні кордони, таких як контроль капіталів та обмеження обігу іноземних валют. Наприклад, країни ОЕСР лібералізували майже всі види руху капіталу, включаючи короткострокові операції, здійснювані підприємствами та фізичними особами відповідно до «Кодексу про лібералізацію руху капіталу», що діє на території країн – членів ОЕСР;

- високим рівнем використання інформаційних технологій, які зменшують вартість трансакцій між країнами;

- застосуванням різноманітних фінансових інструментів;

- віртуалізацією, що проявляється у розвитку світового фінансового ринку на основі інформаційно-телекомунікаційного забезпечення, виникнення віртуальних валют та нових платіжних систем;

- інтеграцією віртуальних валют у світову валютно-фінансову систему [384].

Також необхідно підкреслити, що міжнародні потоки капіталів перевищують міжнародні потоки товарів і послуг. Їхній обсяг більше ніж у 5 разів перевищує обсяг світової торгівлі. Внаслідок того, що кошти переміщуються швидше ніж зміни у відсоткових ставках та курсах іноземних

валют, міжнародна мобільність капіталу інтенсифікує нестійкість валютних курсів. Валютні курси стали більш мінливими до національної макроекономічної політики. Висока мобільність капіталу, одним із факторів чого є наявність розвинутої ІКТ інфраструктури, привела до посилення взаємозалежності національних економік, послабила автономію національних політик, незважаючи на існування плаваючих валютних курсів.

Ера інформатизації інтегрує не лише складові світового фінансового ринку, а й всю глобальну економіку. Такий вектор розвитку людської цивілізації створює не лише переваги інформаційного суспільства, виділяючи віртуальну складову фінансової системи, а й може виступати підґрунтям фінансових зловживань та слугувати інструментом їх імплементації.

Віртуалізація фондового ринку (від virtual – фізично не існуючий, але створений за допомогою програмного забезпечення) – процес трансформації фондового ринку на основі використання програмного забезпечення, ІТ з метою розвитку інфраструктури та нових фінансових інструментів. Віртуалізація фондового ринку містить два аспекти:

– розвиток віртуальної інфраструктури та імплементація ПЗ в операційній діяльності, (торгівельні платформи, консолідовані клірингові системи);

– поширення віртуальних похідних фінансових інструментів на основі використання досягнень ІТ та новітнього програмного забезпечення.

Фондовий ринок є одним із важливих складових світового фінансового ринку. Зміни у його функціонуванні впливають на глобальну валютно-фінансову систему. Значний вплив на світовий фондовий ринок справляє віртуалізація, крім того вона визначає новітній вектор розвитку. Необхідно підкреслити, що віртуалізація фінансової сфери – це перехід у віртуальну площину функціонування фінансового капіталу через ІТК системи. Основними рисами віртуалізації світового фондового ринку, як сегмента світового фінансового ринку, є:

1) розвиток глобальної інтегрованої цифрової (віртуальної) інфраструктури фондового ринку;

2) консолідація бірж на базі електронних комунікаційних мереж;

3) розвиток та поширення альтернативних торговельних систем (позабіржова торгівля).

*Глобальна інтегрована цифрова інфраструктура фондового ринку* – світова мережа електронних комунікацій, що поєднує суб'єктів ринку, як на національному, так і міждержавному рівні, сприяючи їхньому тіснішому зв'язку і взаємодії, а також являє собою інноваційне середовище обертання цінних паперів та різноманітних операцій з ними. Новітня інфраструктура

характеризується, по-перше, відкритістю системи, що означає швидкий доступ до торговельних майданчиків, по-друге, прискорює процеси отримання та розповсюдження інформації про біржові ціни, по-третє, забезпечує швидке здійснення операцій обліку, контролю та розрахунків за біржовими угодами, і щонайголовніше – підвищує ліквідність фондового ринку. Оскільки одним із інструментів підвищення ліквідності ринку є залучення максимально широкого кола учасників торгів, що досягається за умов розвинутої інфраструктури, цифрова глобальна інфраструктура є засобом гарантування високої ліквідності ринку.

Розвиток глобальної інтегрованої цифрової інфраструктури почався в 90-х роках, коли провідні міжнародні біржі почали використовувати комп'ютерні технології для здійснення операцій та прискорення процесів обробки інформації.

Розвинута віртуальна інфраструктура фондових ринків втілюється у консолідації бірж. Альянси бірж є наступним кроком поглиблення віртуалізації на фондових ринках.

З утворенням Euronext активізувались інтеграційні процеси фондових бірж в Північній Європі. Наступним був альянс фондових бірж Копенгагена і Стокгольма NOREX в 1998 р. Пізніше до цього об'єднання приєдналися також інші скандинавські біржі та біржі країн Балтії. Процес консолідації в північній Європі організаційно був оформлений шляхом створення холдингу Aktiebolaget Optionsmklarna/ Helsinki Stock Exchange (OMX).

Міжконтинентальні об'єднання фондових бірж розпочалися в 2006–2007 рр. Передумовою цього процесу була конкурентна боротьба фондових бірж New York Stock Exchange (NYSE) та National Association of Securities Dealers Automated Quotation за можливість виходу на європейський ринок. Угода про об'єднання з Euronext підписала NYSE в 2006 році.

Консолідація біржової та позабіржової торгівлі – новітній незавершений процес. Характеризується використанням електронних комунікаційних мереж у операційній діяльності. Детальніше особливості функціонування будуть подані нижче.

Інтеграція фондових бірж, як форма поширення віртуалізації світового фондового ринку, має значні ефекти для процесу розвитку фінансової глобалізації. Основними мотивами альянсів бірж необхідно виділити такі: підвищення капіталізації та обсягів торгів; зростання конкуренції між торговими майданчиками; збільшення часу роботи; отримання конкурентних переваг за рахунок виходу на нові ринки; економія за рахунок ефекту масштабу; підвищення ліквідності ринку; зростання конкуренції збоку

небіржових торгових майданчиків; уніфікація правил ринку; зростання оборотів позабіржових торгів; активізація світових глобалізаційних процесів.

Необхідно констатувати позитивний вплив віртуалізації, що проявив себе у вигляді злиття серверних мереж фондових бірж. У результаті відбулось зростання капіталізації, крім того віртуальна інфраструктура бірж розширює та поглиблює ринок, що позначається на підвищенні ліквідності ринків цінних паперів.

IntercontinentalExchange (Intercontinental Exchange, Inc.; ICE) – мережа бірж і клірингових палат для фінансових і товарних ринків в США, Канаді і Європі, найбільший у світі оператор термінового ринку, де торгуються ф'ючерсні контракти на всі види базових активів: енергоносії, валюти, дорогоцінні метали тощо, крім того, на її торгових майданчиках зосереджено 50 % світових обсягів торгів ф'ючерсними контрактами на нафту і нафтопродукти. На її ринках визначаються еталонні ціни для ряду фінансових інструментів, наприклад, на нафту марки Brent або на сільськогосподарську культуру канолу.

Особливістю ICE є те, що від самого початку свого існування вона функціонує у віртуальному вимірі. ICE – електронна біржа з інтегрованою кліринговою системою та торговельною платформою.

Іншим проявом віртуалізації є Електронні комунікаційні мережі (ECM – Electronic Communication Networks), в яких і втілюється віртуальна глобальна інфраструктура.

Electronic Communication Network (ECN) – електронна система здійснення угод купівлі-продажу біржових товарів, яка намагається усунути посередників. ECN пов'язує провідних брокерів та окремих трейдерів між собою, щоб вони могли торгувати безпосередньо, минаючи біржові механізми посередників.

Поширення ECN свідчить про наявні переваги мережі. Як приклад розглянемо модель функціонування ECN-платформи Currenex.

Currenex – дочірня компанія State Street Corp – провідного постачальника фінансових послуг для інституціональних інвесторів. State Street Corp має близько 12 трильйонів доларів активів + 1.7 трильйона в управлінні.

Currenex – перша незалежна і відкрита ECN-система, у функціонуванні використовує інноваційну запатентовану технологію, що полягає у агрегації ліквідності з 60 найбільших банків світу. Currenex була створена в 1999 р. в Каліфорнії, і тепер її офіси розташовані в Чикаго, Нью-Йорку, Лондоні і Сінгапурі. Система дозволяє здійснювати операції за спотовими угодами, форвардними та операціями своп. Перевагою системи є практично повна



відсутність «сліппаджа» – різниці між реальною ціною виконання ордера і ціною виставленого ордера.

Віртуалізація світового фінансового простору призводить і до іншого феномену – конкуренції організацій з різною діяльністю, – до конкуренції між біржами та інформаційними агентствами у сфері надання інформаційних послуг. Наприклад, інформаційне агентство Reuters, використовуючи встановлений у його головному офісі спеціальний термінал, підключений до відомих бірж, крім отримання інформації про поточні біржові ціни та курси, політичні та економічні події, що на них впливають, дає можливість бути віртуально присутнім на біржових торгах, бачити виконання власних замовлень біржовими брокерами.

Однак інформаційні системи Reuters, Tenfore, Bloomberg, Dow Jones не дають можливості реально здійснювати операції купівлі-продажу біржових контрактів.

Констатуємо, що електронний біржовий трейдинг поступово призводить до наближення біржових і позабіржових товарних та фондових ринків, відокремлення комп'ютерної торгівлі ф'ючерсними та опціонними контрактами.

Первинні та вторинні ринки цінних паперів поступово переміщуються у позабіржову торгівлю, що уже відбулося з ринками сировинних товарів, де основні обсяги гуртової торгівлі сировиною відбуваються на позабіржових ринках. На товарних ф'ючерсних біржах торгують похідними строковими фінансовими інструментами. Це ринки цінних ризиків товарних активів, прогнозні ринки, які дозволять хеджувати операції реальних ринків і здійснювати особливо ризикові інвестиції у права та зобов'язання на активи з метою збереження коштів від інфляції та отримання додаткових доходів.

Таким чином, віртуалізація потужно впливає на розвиток світового фондового, валютного ринків. На базі інноваційних платформ відбувається консолідація бірж, крім того віртуалізація спричиняє поширення позабіржової торгівлі, призводячи до конкуренції біржової та позабіржової торгівлі. З одного боку біржові альянси утворюються щоб протистояти альтернативним торгових системам, а з іншого – процес інтеграції є самообумовлюючим фактором віртуалізації світового фінансового ринку. Крім того, спостерігається тенденція в майбутньому до злиття біржового та позабіржового секторів на основі електронних комунікаційних мереж.

*Віртуалізація світової банківської системи* – феномен, зміст якого проявляється у трансформації банківської справи на базі імплементації інформаційних технологій у банківський сектор; за формою, це перехід банківського сектора в електронну площину функціонування, що

виражається у таких формах: електронний банкінг, розвиток електронних платіжних систем (внутрішні, міжнародні), хмарні сервіси, а за змістом, це виникнення нових віртуальних інструментів, прикладом яких на цьому етапі соціокультурного розвитку є віртуальні схеми розрахунків, віртуальні валюти, відмінні від електронних грошей. Узагальнюючи вище викладене, підкреслимо, що віртуалізація банківської системи має два рівні: віртуалізація операційної діяльності (за формою) та вищий рівень – виникнення нових віртуальних інструментів розрахунків (за змістом) (рис. 3.3).

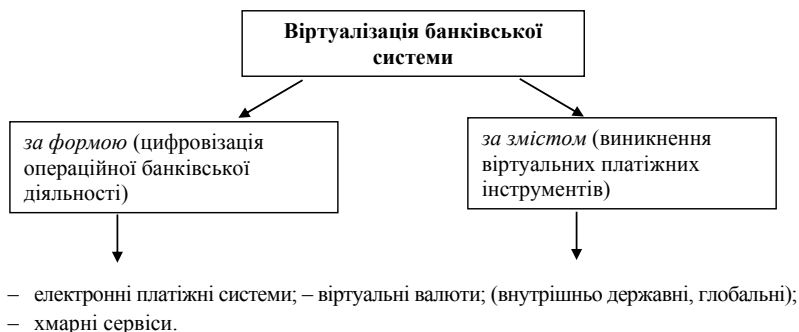


Рис. 3.3. Схематичне вираження віртуалізації банківської системи

*Джерело:* розроблено автором

За формою віртуалізація банківського сектора втілюється у цифровізації банківських операцій (виконання операцій у режимі віддаленого доступу за допомогою цифрових технологій). Віртуалізація банківської системи дозволяє економити на операційних витратах шляхом закриття відділень і впровадження віртуальних офісів. Новою тенденцією є використання хмарних сервісів у банківській справі.

Детально розглянемо як віртуалізацію операційної діяльності, так і нові віртуальні інструменти втілені у віртуальних схемах розрахунків.

Віртуалізація операційної діяльності представлена дистанційним виконанням операцій таких як, мобільний та інтернет-банкінг, введенням маркетингових інновацій, управління даними на корпоративному рівні. На думку багатьох експертів основним пристроєм доступу до інтернет-банкінгу та серверних мереж зв'язку стануть смартфони. Це положення підтверджують світові тенденції зростання динаміки продажу мобільних пристроїв (рис. 3.4).

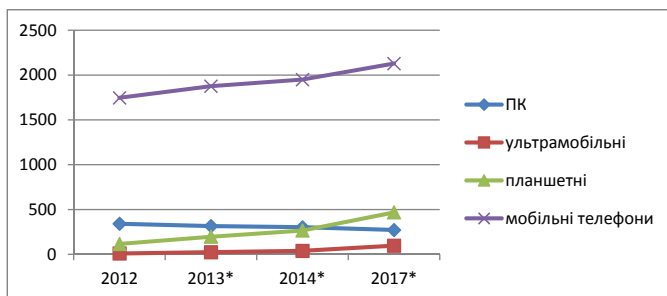


Рис. 3.4. Обсяги продажу пристроїв за сегментами в глобальному масштабі, *тис. шт.*

*Джерело:* [155].

Необхідно зазначити, що у зв'язку з глибоким проникненням Інтернет (графічні дані подані нижче), зростає загроза конкуренції у сфері банкігу з боку світових ІТ гігантів, які не є банківськими установами, проте надають послуги здійснення транзакцій. Так, Google, Apple, Amazon, PayPal і Walmart розвивають власні системи здійснення мобільних та Інтернет платежів, розширюють базу клієнтів і можуть становити дуже серйозну конкуренцію традиційним банкам на ринку безготівкових розрахунків. У 2012 р. небанківські структури займали 6 % ринку безготівкових розрахунків, а до кінця 2013 р., за оцінками, показник становив 8 % [348].

З усіх різновидів електронних банківських послуг найбільш прогресивним і зручним є Інтернет-банкінг. Для здійснення електронних платежів розроблені різноманітні способи, а саме: домашній і кооперативний банкінг (home banking, PC-banking), спеціалізовані обчислювальні мережі з додатковими функціями (Value Added Networks-VAN), торгові термінали (Point-Of-Sale terminals – POS-термінали), банкомати тощо.

У розвинених країнах Інтернет-банкінг досить швидко набув популярності серед клієнтів, переважно фізичних осіб та малого бізнесу. За оцінками Конференції Організації Об'єднаних Націй з торгівлі та розвитку (ЮНКТАД), в Західній Європі зростання користувачів Інтернет-банкігу становить 20 % на рік. В США, Німеччині, Великобританії, де Інтернет-банкінг на сьогодні є дуже популярним, зростання користувачів відбувається меншими темпами. За даними досліджень, в США у сфері Інтернет-банкігу кількість власників депозитів у десяти найбільших банках країни зростає до 65 млн. А всього сплачують різні рахунки через Мережу близько 66 % американських споживачів [349].

Зобразимо у вигляді схеми (рис. 3.5) співвідношення кількості користувачів Інтернет-банкінгом із загальною кількістю жителів серед розвинених країн світу та в Україні в 2013 р.

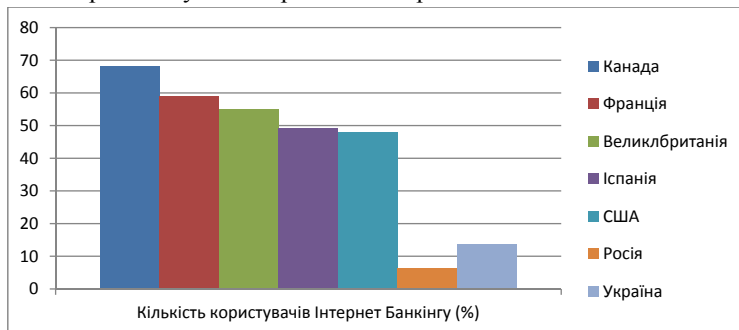


Рис. 3.5. Кількість користувачів Інтернет банкінгу в Україні та світі  
Джерело: MForum Analytics URL: <http://www.mforum.ru>

Відмінністю розвитку Інтернет-банкінгу за кордоном та в нашій державі є використання стимулюючих важелів впливу на населення, тобто методів залучення клієнтів до такого виду надання банківських послуг.

Особливістю розвитку Інтернет-банкінгу в розвинених країнах є значне зниження відсоткових ставок за кредитами та їх підвищення за депозитами. Це можливо через значне скорочення витрат на обслуговування цих послуг. Українські банки використовують іншу політику залучення клієнтів – вони зменшують або взагалі скасовують комісійні відрахування на обслуговування тих операцій, які можна провести за допомогою Інтернет-банкінгу.

Послуги Інтернет-банкінгу включають в себе як продукти для корпоративних клієнтів, так і різні фінансові послуги для рядових споживачів, тобто через Інтернет можна отримати повний набір банківських послуг, за винятком видачі готівки.

В українських банках, які впровадили Інтернет-банкінг, переважають такі види Інтернет-послуг, як запит залишків за рахунком; грошові перекази; отримання виписок за рахунками; виставлення і сплата рахунків; оформлення депозиту; конвертація валюти; додаткові послуги по платіжним карткам.

Використання Інтернет-технологій у банківській діяльності, зумовлене віртуалізацією банківського сектора, видозмінює форму банківського обслуговування, призводячи до поширення дистанційного обслуговування. Розглянемо узагальнену структуру (рис. 3.6) дистанційного банківського обслуговування.

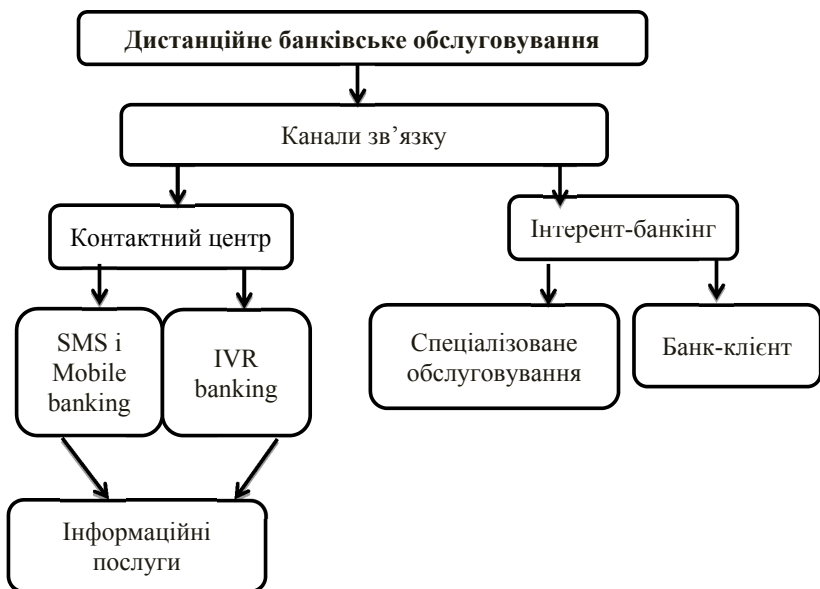


Рис. 3.6. Структура дистанційного банківського обслуговування  
 Джерело: [386].

Головною мотивацією банків у впровадженні дистанційної роботи та Інтернет-банкінгу є підвищення конкурентоспроможності. Передусім перевагою Інтернет-банкінгу є значна мінімізація витрат, адже собівартість надання банківських послуг через Інтернет значно нижча, ніж той самий показник для традиційних механізмів фінансового обслуговування. Фінансові послуги ідеально підходять для надання «у віддаленому режимі», оскільки не потребують фізичної присутності постачальника послуг і не супроводжується переміщенням матеріальних активів. Але це не означає, що широке розповсюдження Інтернет-банкінгу дозволить повністю відмовитись від відкриття та утримання філій банку, бо при наданні високо ризикових послуг необхідне особисте спілкування з клієнтами та ретельний їх відбір.

Другим проявом віртуалізації світового банківського сектора є розвиток міжбанківських телекомунікаційних платіжних систем.

Найвідомішим товариством міжнародних міжбанківських фінансових телекомунікацій є SWIFT (Society for WorldWide Interbank Financial Telecommunications), засноване у травні 1973 р. у Брюсселі, Система СБІФТ – комп'ютерна мережа, яку було створено з ініціативи фінансових організацій.

Основними напрямками її діяльності є надання оперативного, надійного, ефективного, конфіденційного та захищеного від несанкціонованого доступу

телекомунікаційного обслуговування для банків і проведення робіт із стандартизації форм і методів обміну фінансовою інформацією.

Іншою популярною міжнародною платіжною системою є TARGET, яка була створена з метою задоволення потреб грошової політики країн Європейського союзу (ЄС).

TARGET – транс'європейська телекомунікаційна автоматизована система переказів міжнародних розрахунків у режимі реального часу, яка 4 січня 1999 р. розпочала проведення операцій і з того часу значно сприяла запровадженню єдиної валютної політики, інтеграції європейських грошових ринків і ефективному виконанню валових розрахунків у межах євро зони. Систему розроблено для опрацьовування деномінованих у євро платежів для безперешкодного проходження їх через кордон – немовби вони є внутрішніми платежами.

Основне призначення системи TARGET – об'єднання внутрішніх систем країн-членів системи у міжнародну платіжну систему для переказу великих сум. Банки Європи пропонують фінансовим установам широкий діапазон послуг у євро і доступ до всіх основних локальних та міжнародних платіжних систем у Європі й всьому світі.

Банки ЄСЦБ повністю дотримуються процедури SWIFT та TARGET щодо транспортування, безпеки, конфіденційності, безперервності, своєчасності, надійності, ефективності платежів, автоматично конвертують у євро і передають будь-яку інформацію у EUR всім своїм клієнтам, використовуючи різні інформаційні засоби.

Корпоративні й приватні клієнти мають право в рамках Європейського валютного союзу вільно вибирати євро або будь-яку національну валюту для деномінації своїх рахунків і платіжних документів. Загалом запровадження євро та системи TARGET стимулювало встановлення спільних бізнес-правил для здійснення внутрішніх та міжнародних розрахунків у зоні євро, а також до інтеграції інфраструктури фінансового ринку.

Крім того, необхідно відзначити, що розвиток електронних платіжних систем чинить позитивний вплив на глобальну економіку. Як приклад, проаналізовано вплив мобільних транзакцій на глобальну економіку.

До уваги беруться мобільні транзакції як одна із основних форм поширення віртуалізації, оскільки зараз відбувається їх стрімке проникнення у фінансові відносини. Цей факт підтверджується динамікою зростання (рис. 3.7) користувачів мобільних платежів у світі.

Тенденція зростання мобільних платежів зберігається й надалі.

Таким чином, провівши кореляційно-регресійний аналіз залежності показників світового ВВП від глобальних мобільних транзакцій та витрат на програмне забезпечення, а також залежності поширення мобільних транзакцій

від розвитку ринку захисного програмного забезпечення хмарних сервісів та глобальних інвестицій у розвиток програмного забезпечення, можна зробити такі висновки:

– віртуалізація світового фінансового ринку у формі поширення мобільних транзакцій справляє позитивний вплив на розвиток світового господарства (за даними моделі спричиняє зростання ВВП);

– розвиток ринку захисного програмного забезпечення хмарних сервісів виступає каталізатором розповсюдження хмарних сервісів та справляє прямо пропорційний вплив на масштаби мобільних транзакцій;

– глобальні інвестиції у розвиток програмного забезпечення стимулюють процеси віртуалізації, збільшуючи обсяг мобільних транзакцій та сприяють зростанню ВВП.



Рис. 3.7. Динаміка глобальних мобільних платежів (млн. користувачів)

Джерело: дані статистичного порталу STATISTA. URL: <http://www.statista.com/statistics/218986/number-of-mobile-payment-users-worldwide/>

Сучасним феноменом віртуалізації банківського сектора є виникнення та поширення віртуальних валют.

Віртуальна валюта – цифрове відображення вартості, що може виступати посередником при обмінні і функціонувати у віртуальних приватних платіжних системах; це одиниця платежу, що не має законодавчого закріплення в жодній із юрисдикцій. Віртуальна валюта не емітується державою, але виконує функцію платіжних засобів у приватних платіжних системах лише за умови згоди суб'єктів обмінних відносин. Віртуальні гроші відрізняються від *фіатних грошей* (паперові гроші та монети законодавчо встановлені державою і визнані легальним та єдиним платіжним засобом на території країни-емітента) і від *електронних грошей* (виступають цифровим відображенням фіатних грошей держави). Крім того, необхідно наголосити, що *цифрові гроші* можуть бути відображенням як віртуальних грошей (не фіатних), так і електронних (фіатних). Зауважимо, що електронні гроші є

законодавчо визнаним платіжним засобом держави, в той час як віртуальні законодавчо не закріплені за жодною з юрисдикцій [157].

Віртуальні гроші поділяються на конвертовані (відкриті), та не конвертовані (закриті). Хоча конвертованість віртуальних валют існує в тому разі, коли один суб'єкт фінансових відносин робить запит конвертувати віртуальну валюту і контрагент погоджується виконати цю вимогу. Конвертованість віртуальних грошей не підлягає законодавчому закріпленню.

Конвертовані (відкриті) віртуальні гроші мають еквівалентне вираження в реальній валюті і можуть обмінюватись на відповідні реальні гроші. Операція можлива і в зворотному напрямку: реальні гроші конвертувати у віртуальні. Приклади конвертованих віртуальних валют: Bitcoin, e-Gold (defunct), Liberty Reserve (defunct), Second Life Linden Dollars, Web Money.

Неконвертована (закрита) віртуальна валюта – це специфічна валюта в системі, наприклад, такій як Massively Multiplayer Online Role-Playing Game (MMORP), яка не обмінюється на реальні гроші, і платіжна система регулюється відповідними правилами. Приклади: Project Entropia Dollars, Q Coins, World of Warcraft Gold [385].

Необхідно зазначити, що відповідно до встановлених правил адміністратором системи, неконвертованою валютою можна здійснювати трансферти лише в специфічному віртуальному середовищі, і в будь-якому разі неконвертована віртуальна валюта не може бути обмінна на реальні гроші. Хоча можливі випадки, коли другорядний «чорний ринок» зростає і створює умови обміну неконвертованої віртуальної валюти на фіатні гроші. В такому разі адміністратор застосовуватиме санкції.

Усі неконвертовані віртуальні валюти є централізованими відповідно до їх дефініції: оскільки емісія відбувається центральним органом, за встановленими ним правилами, що визначають валюту як неконвертовану. І на противагу, конвертовані віртуальні валюти можуть бути двох підтипів: централізованими та децентралізованими.

Централізовані віртуальні валюти мають контролюючий орган (адміністратора), що контролює систему. Адміністратор відповідає за емісію віртуальної валюти, встановлює правила її використання, підтримує платіжну систему та має повноваження виводити валюту із віртуального середовища.

Обмінний курс централізованої віртуальної валюти може бути як плаваючим (встановленим на основі ринкового попиту і пропозиції), так і фіксованим (визначеним адміністратором), що може виражатись у фіатних грошах або іншій цінності, наприклад золото або кошик валют. За статистикою більша частина віртуальних транзакцій здійснюється централізованими валютами, наприклад таким як E-Gold (defunct), Liberty



Reserve Euro/dollar (defunct), Second Life «Linden Dollars», Web Money, Perfect Money, «WM Units», World of Warcraft gold.

Децентралізовані віртуальні валюти (криптовалюти) – поширювані віртуальні валюти на основі математично обґрунтованої моделі кількості учасників peer-to-peer, не мають контрольного-наглядового органу. Приклади: Bitcoin, Lite Coin, Ripple [385].

Криптовалюта – віртуальна конвертована криптографічно захищена валюта. Її поширення та розподіл ґрунтується на принципах криптографії. Криптографія (від грецького *kryptós* – прихований і *gráphein* – писати) – наука про математичні методи забезпечення конфіденційності (неможливості прочитання інформації стороннім) і автентичності (цілісності і справжності авторства) інформації. Розвинулась з практичної потреби передавати важливі відомості найнадійнішим чином. Принцип дії криптовалюти полягає у здійсненні трансфертних платежів шляхом криптографічного шифрування при кожній транзакції. Безпека, цілісність системи забезпечується мережею контрагентів, взаємодія між якими базується на взаємній недовірі. Саме недовіра один до одного і гарантує стійкість системи, оскільки всі учасники зацікавлені у рівномірному розподілі доходу.

Віртуальна валюта має легітимне підґрунтя функціонування, що полягає у венчурному інвестуванні фірми-засновника у приватну віртуальну платіжну систему. Віртуальна валюта має потенціал вдосконалення платіжних систем і знижувати трансакційні витрати. Наприклад, Bitcoin функціонує як глобальна віртуальна валюта без трансакційних витрат. Віртуальна валюта може забезпечувати мікро-платежі дозволяючи монетизувати товари та послуги, що продаються через Інтернет. Так, наприклад, дешеві товари невігдно продавати через Інтернет у зв'язку з високими трансакційними витратами, а віртуальні валюти усувають цей недолік, дозволяючи здійснювати низькономінальні трансакції. Проте з розвитком віртуальних валют існує загроза «відмивання грошей», що полягає в узаконенні нечесного капіталу шляхом трансформації віртуальних грошей у реальні.

Наприклад, віртуальною валютою Nintendo Points можна розраховуватися у грі Nintendo і в їхніх магазинах. Покупці можуть купити Nintendo Points он-лайн використовуючи свої кредити, або в роздрібних магазинах, купивши Nintendo Points Cards. The Points не можуть конвертуватися на реальні гроші.

Ще одним прикладом є Facebook Credit – віртуальна валюта, що функціонує у соціальній мережі Facebook була введена в 2009 р. Валюту можна придбати? використовуючи кредитну картку PayPal тощо. Facebook Credit можна було придбати за обмінного курсу 1 FB= 0.1 USD, крім того,

клієнти серверу могли отримати додаткові Facebook Credit як бонус за корисування платіжною системою. Зворотня конвертація на долар США неможлива. У 2012 р. компанія оголосила, що з липня 2012 р. купити Facebook Credit можна буде і за інші національні валюти.

Необхідно підкреслити, що віртуальні валюти є різновидом додаткових валют і породженням віртуалізації світової валютно-фінансової системи. Основна мета їхнього створення – виконання функції еквівалентного обміну з низькими або повністю відсутніми трансакційними витратами. Нижче подано узагальнену матрицю існуючих форматів валют, показано їхні особливості та кореляцію між ними.

Крім того, електронні платежі регулюються пруденційним наглядом, на відміну від віртуальних валют, які не підпадають під регулювання.

Пруденційний нагляд є складовою частиною загальної системи нагляду, що проводиться органами, які здійснюють державне регулювання ринків фінансових послуг, і базується на регулярному проведенні оцінки загального фінансового стану фінансової установи, результатів діяльності системи та якості управління нею, дотриманні обов'язкових нормативів та інших показників і вимог, що обмежують ризики за операціями з фінансовими активами [387]. Головна увага органів нагляду зосереджується на регулярному проведенні оцінки загального фінансового стану, результатів діяльності та якості керівництва, під які віртуальні валюти не підпадають.

Таким чином, віртуальні валюти можуть надавати як переваги, зазначені вище, так і виступати інструментом фінансових зловживань. Можливий деструктивний вплив на валютно-фінансову систему країни може виявлятися у проблемах стабільності цін, стійкості фінансового сектора, стабільності функціонування платіжних систем. Крім того, іншим питанням є питання збереження одиниці розрахунку, ризики пов'язані з монетарною політикою та її адекватною імплементацією, а також можливе спотворення грошових агрегатів.

З точки зору впливу віртуальних валют на валютно-фінансову систему країни, замкнута схема функціонування віртуальної валюти (неконвертована), яка фокусується на функціонуванні специфічного віртуального співтовариства (наприклад, он-лайн гра), не має жодного відношення до центрального банку і жодним чином не впливає на фінансову систему. Що стосується більш відкритих схем (частково конвертованих і повністю конвертованих), констатуємо, що вони пов'язані з реальним сектором економіки. Існує можливість спекулятивних операцій і конвертовані віртуальні валюти можуть бути використані для покупки реальних товарів та послуг, створюючи тим самим конкуренцію традиційним платіжним засобам. Тому необхідно проаналізувати потенційний вплив схем віртуальних валют відносно основних

банківських завдань: 1) стабільність цін; 2) стабільність фінансової системи; 3) стабільність платіжних систем.

Найбільш важливі проблеми, що постають перед банківським сектором, в умовах функціонування віртуальних платіжних систем є:

1) збереження одиниці розрахунку;

2) ризики, пов'язані з монетарною політикою та її адекватною імплементацією;

3) можливе спотворення грошових агрегатів.

Концептуально, що віртуальні валюти можуть впливати на стабільність цін і монетарну політику, якщо вони змінюють попит на банківські зобов'язання і втручаються в управління пропозицією грошей через операції на відкритому ринку.

Загалом віртуальні валюти можуть вплинути на стабільність цін, якщо вони істотно змінюють кількість грошей в обігу; впливають на швидкість обігу грошей та використання готівкових коштів та/або впливають на грошові агрегати; існує взаємодія між віртуальною валютою та реальною економікою.

Що стосується першого аспекту – впливу на кількість грошей в обігу – цей феномен важко оцінити через відсутність достовірної інформації щодо обсягу створення віртуальними грошима реальних платіжних засобів. Проте, в принципі, ці схеми працюють на передоплатній основі, тобто виникнення віртуальної валюти має місце тоді, коли реальні гроші конвертуються у віртуальні, і навпаки – віртуальна валюта поглинається, коли обмінюється назад у реальні гроші. Тому теоретично суттєвий вплив відсутній.

З огляду на вище зазначене, пропозиція грошей повинна залишатись стабільною без суттєвих змін. Хоча необхідно зазначити два важливих моменти: по-перше, волатильність пропозиції грошей у довгостроковому періоді; по-друге, вплив пропозиції грошей на реальний грошовий сектор повинен оцінюватися після проведених конвертацій, оскільки все ж таки заявляється додаткова ліквідність внаслідок коливання обмінного курсу. У випадку з Linden Dollars, Linden Lab використовувала кілька інструментів для збереження стабільного обмінного курсу. Проте з урахуванням високої волатильності обмінних курсів, ситуація може вкрай різко змінитись. Bitcoin є яскравим прикладом цього.

Другим важливим питанням є вплив віртуальних валют на швидкість обертання грошової одиниці та на грошові агрегати. Швидкість обертання грошової одиниці вимірюється показником, що показує як часто грошова одиниця витрачається на купівлю товарів і послуг, що продукує національна економіка. У короткостроковому періоді швидкість обертання є стабільною, оскільки вона залежить від інституційних та технологічних особливостей, що за

короткий час не можуть бути зміненими. Проте до цього часу чітко не зрозуміло, як технологічні інновації, представлені віртуальними валютами, можуть змінити швидкість обертання валюти. В основному це залежатиме від кількості користувачів віртуальної валюти (до користувачів належать покупці, які виявляють бажання використовувати цю валюту у розрахунках, та продавці, які готові її приймати). У крайньому разі віртуальні валюти можуть спричинити ефект заміщення грошової одиниці центрального банку, якщо вони стануть широко прийнятним засобом розрахунку. Збільшення використання віртуальних грошей може призвести до зниження попиту на «реальні» гроші, тим самим зменшуючи кількість розрахункових одиниць, необхідних для здійснення транзакцій. У зв'язку з цим, широке заміщення грошей центрального банку приватно-емітованими віртуальними валютами може суттєво понизити баланс центробанків і, як наслідок, їхню здатність впливати на відсоткові ставки в короткостроковому періоді. У такому разі ЦБ доведеться використовувати різноманітні інструменти у боротьбі з новими ризиками (наприклад, спроба встановити мінімальні резервні вимоги до віртуальних валют).

Ефект заміщення також призводить до труднощів у вимірі грошових агрегатів і, як наслідок, впливатиме на відношення між грошовими агрегатами та інфляцією. Другим важливим моментом щодо впливу віртуальних валют на грошові агрегати є те, що, оскільки ці валюти функціонують за межами юрисдикції центральних банків, обсяг кредиту, може бути суттєво збільшеним. Тут криється приховане значення: рівень відсоткової ставки визначається ЦБ, у разі кредитів у приватних платіжних засобах ЦБ немає ніяких повноважень контролю.

Третій аспект – це взаємодія між віртуальними валютами і реальним сектором економіки. Користувачі Second Life і Bitcoin розкидані по всьому світу, і тому їхній вплив необхідно інтерпретувати в глобальному масштабі. Проте, якщо використання віртуальної валюти зосереджено в одній країні, тоді вона дійсно може вплинути на грошову масу в країні. Така ситуація трапилась у Китаї. Віртуальна валюта Q-coin введена компанією Tencent, що є одним із провідних операторів зв'язку в країні. QQ – система, що функціонує в Tencent і яка надає можливість здійснювати миттєві платежі у Q-coin. Віртуальна валюта може бути куплена за допомогою кредитної карти або телефонної карти. Обмінний курс фіксований. Спочатку Q-coin реалізовувалася лише з метою придбання товарів і послуг у Tencent. Згодом користувачі стали користуватися Q-coin у розрахунках між собою за схемою «person to person» (P2P) і деякі продавці почали приймати валюту як новий засіб платежу. Крім того, кілька онлайн ігор платять переможцям монети, що можна обміняти на Q-coin, а на чорному ринку можлива навіть конвертація у юань. Віртуальна

валюта Q-coin еволюціонувала в незаконну схему відмивання грошей. За оцінками, в обігу перебувало кілька мільярдів Q-coin, темпи зростання нової ліквідності оцінювалися як 20 % в рік. У червні 2009 р. китайська влада заборонила використовувати Q-coin у торгівлі реальними товарами з метою обмеження можливих ефектів на фінансову систему країни. Крім того, владою було видано чітке визначення, в якому вказувалось, що віртуальні валюти можуть використовуватися лише для купівлі та продажу віртуальних товарів та послуг, а не реальних.

Деякі експерти-аналітики зазначають, що віртуальні валюти не можуть впливати на фінансово-кредитну систему країни, оскільки функціонують поза межами системи – у віртуальному середовищі. Однак існує два ефекти, які не можна залишити поза увагою. Розглянемо їх на прикладі Bitcoin. Як зазначалось вище, віртуальні валюти можуть змінювати обсяг грошової маси та впливати на швидкість обігу грошової одиниці.

У межах функціонування Bitcoin функціонує новий платіжний інструмент Bitbills [388]. Bitbills – платіжна картка, деномінована у Bitcoin, з її допомогою можна здійснювати транзакції у звичайних магазинах, де приймають Bitcoin. Bitbills може бути заміником готівки і для здійснення транзакцій не потребує Інтернет з'єднання. Кожна карта Bitbill містить спеціальну голограму безпеки, де зберігається QR код. Він кодує криптографічний ключ, пов'язаний з грошима, що зберігається на карті. За допомогою цього ключа, користувачі можуть переводити віртуальну ліквідність у мережу Bitcoin. За даними творців інновації, попит на Bitbill суттєво зріс, починаючи з весни 2011 р.

Це не єдина платіжна інновація, пов'язана з Bitcoin. Другим прикладом, що пов'язує Bitcoin з платіжними картками (регулярні міжнародні розрахунки), є Bitcoin 2 Credit Card [389]. Bitcoin 2 Credit Card – віртуальна кредитна картка, що може використовуватись при онлайн купівлях, де не існує потреби у пластикових картках. Для здійснення операцій покупці використовують лише номер картки. Відповідно до провайдера, картки можуть функціонувати навіть в системі PayPal. Іншим способом пов'язати Bitcoin з регулярними платежами є збільшення балансу існуючих платіжних карток шляхом продажу Bitcoin. Операцію виведення Bitcoin з системи можна здійснити за допомогою Withdraw2Card, що надає система AugumXchange. Учасники продають свої Bitcoin на одній із торгових платформ, що використовуються для трансферних платежів між платіжними картками. Ця схема розрахунків базується на розширенні існуючого варіанту схеми транзакцій (рис. 3.8). Крім того, функціонує система відкрита публічна система Bitcoin для здійснення операцій купівлі-продажу, метою якої є залучати якомога ширше коло учасників.

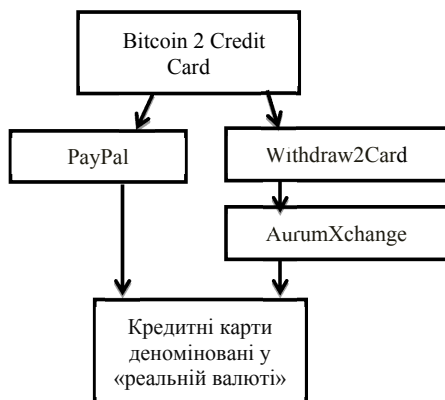


Рис. 3.8. Зв'язок Bitcoin з реальними та кредитними картами, деномінованими у реальній валюті

*Джерело:* встановлено автором за даними звіту [385].

Вартість віртуальної валюти та її волатильність визначаються п'ятьма факторами:

1) пропозицією грошей та інших дій емітента, наприклад, рішення про валютну інтервенцію з метою підтримки фіксованого курсу. Як правило, курс встановлюється через bid/ask спред, хоча, наприклад, Linden Lab також реалізує свій тип «грошової політики», яка полягає у емісії Linden Lab і продажу їх за реальні гроші, виступаючи як емітент і отримуючи дохід від сеньйоражу;

2) розгалуженість віртуальної мережі розрахунків. Цінність віртуальної валюти (курс) визначається кількістю користувачів, що приймають її. Відповідно, якщо зростає кількість користувачів валютою, тобто збільшується попит на неї, обмінний курс зростатиме. Більш того, віртуальна валюта з низьким рівнем торгівлі є волатильнішою, оскільки транзакції невеликої кількості користувачів можуть впливати на курс;

3) інституційні засади управління віртуальною валютою.

4) репутація емітента валюти щодо виконання своїх зобов'язань. Оскільки платежі віртуальними валютами не регулюються ні центральними банками, ні комерційними, ключовим аспектом, що впливає на обмінний курс, є довіра до емітента;

5) спекуляції стосовно майбутньої вартості валюти.

Волатильність курсу і одночасна нестабільність валюти є результатом непоширеності віртуальної валюти (невелика кількість користувачів), що вказує на те, що валюта немає впливу на світову валютно-фінансову

стабільність у даний момент. Факт, що віртуальна валюта має лише обмінний курс, і без внутрішньої вартості може загострити проблему. Фактично користувачі обмінюють реальні гроші на комп'ютерні біти. Немає ніякого активу з внутрішньою вартістю, який би забезпечував цінність валюти. Ринок віртуальної валюти є неліквідним і ґрунтується лише на бажанні використовувати нові платіжні одиниці. Ліквідність цієї валюти базується лише на бажанні інших її приймати (купувати). На сьогодні схеми не передбачають кредитування, і роль банків може зводитися до того, що вони виступатимуть депозитарною установою файлових гаманців з Bitcoin, гарантуючи фінансову безпеку інноваційних валют. По суті, з огляду на обмежений зв'язок з реальною економікою, низькими обсягами торгівлі в глобальному масштабі, віртуальні валюти на сьогодні не мають прямого впливу на світову валютно-фінансову систему, оскільки віртуальні валюти функціонують за типом "in-house" і можуть бути класифіковані як специфічний вид транзакцій ("on-us").

Таким чином, віртуалізацією світової банківської системи є конвергенція ІКТ з операційною діяльністю банківського сектора, втілюючись у розвитку міжнародних платіжних інтегрованих систем, віртуальних валют, схем віртуальних розрахунків. Передові позиції у віртуалізації банківської сфери належатимуть мобільним пристроям, що підтверджується світовими тенденціями динаміки продажу. Виникнення і поширення віртуальних валют створює конкуренцію традиційним платіжним засобам. Серед найбільш важливих проблем, що постають перед банківським сектором, в умовах функціонування віртуальних платіжних систем є збереження одиниці розрахунку; ризики пов'язані з монетарною політикою та її адекватною імплементацією; можливе спотворення грошових агрегатів. Крім того, актуальним питанням залишається включення (або виключення!) віртуальних валют у світову валютно-фінансову систему та процес регулювання їх взаємодії з реальним фінансовим сектором. У цьому контексті постає питання безпеки, і не тільки інформаційної, а й фінансової.

Біткойни не є борговим зобов'язанням емітента, що відрізняє їх від електронних грошей і безготівкових розрахунків. Котирування біткойнів формується винятково балансом попиту та пропозиції, що не прив'язані до якої-небудь валюти або іншого активу. На відміну від фіатних грошей, система «біткойнів» не належить адміністративному органу (центробанку або державі), який би прагнув забезпечити ліквідність на заданому рівні, зобов'язався сам і/або зобов'язував інших приймати оплату в біткойнах або міг би змінити його купівельну спроможність шляхом зміни сумарної кількості біткойнів.

Часто стверджується, що обмеження емісії є захистом від інфляції, оскільки передбачається, що обмежена пропозиція забезпечить тенденцію до зростання котирувань. Це стимулює спекулятивне накопичення біткойнів [382]. Ряд авторів вважають, що обмежена кількість біткойнів не є достатньою умовою для гарантування тенденції зростання курсу, оскільки ще однією необхідною умовою для цього є збільшення обсягу пропозиції товарів і послуг за біткойни і сервісів, пов'язаних з ним. Тобто неспекулятивна цінність біткойнов безпосередньо залежить від обсягу тільки тих товарів і послуг, які можна буде за них придбати, а не від загальносвітової товарної маси.

Планується, що загальна кількість біткойнів, які перебуватимуть в обігу повинна досягти до 2030 р. 21 млн (рис. 3.9). І на цьому емісія буде зупинена. Деякі фахівці вважають, що цього недостатньо для обслуговування валютно-фінансових відносин, але на противагу їм висувається теза, що для забезпечення стабільного функціонування будуть створені біткойни меншої номінальної вартості (0,5 біткойна, 0,1 біткойн, 0,01 біткойн).

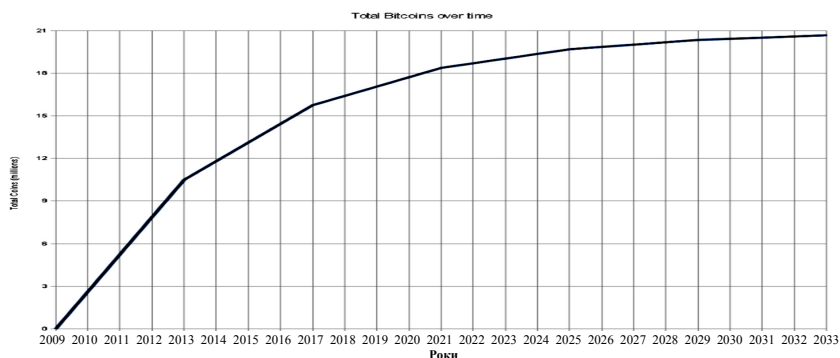


Рис. 3.9. Динаміка емісії біткойнів 2009–2030 рр.

*Джерело:* Складено автором.

На підтвердження динаміки подальшого розвитку віртуальної валюти нижче подано динаміку зростання транзакцій у платіжній системі (рис. 3.10).

Таким чином віртуалізація, яка виділена як другий по значущості імператив, що суттєво впливає на світовий фінансовий ринок та гео економічну ситуацію у світі, показує непередбаченість та різке коливання упродовж останніх років.



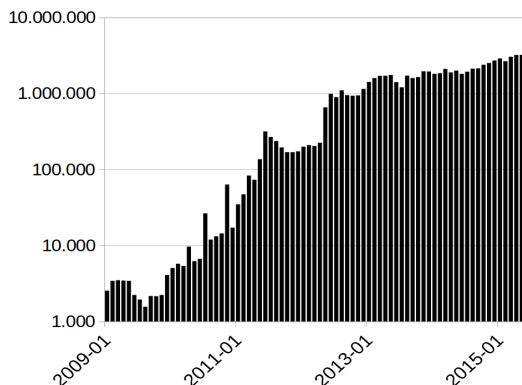


Рис. 3.10. Динаміка розвитку транзакцій 2009–2015 рр.  
*Джерело:* складено автором.

### 3.3. Циклічна кризовість та турбулентність глобального фінансового середовища

Природно закономірна глобальність світового процесу пов'язана з циклічною кризовістю та турбулентністю глобального фінансового середовища, які виделені в дослідженні як окремий імператив, який впливає на розвиток та функціонування фінансових ринків. Глобальні зміни світового господарства, спричинені інформатизацією суспільно-економічних реалій вимагають новітнього перегляду існуючих теоретико-методологічних підходів до визначення основних положень трансформації валютно-фінансової системи. Актуальним залишається питання циклічності розвитку економічної та валютно-фінансової систем, а також природа виникнення довгохвильової динаміки в умовах панування «економіки знань». У рамках нашого дослідження ми дотримуємося положень теорії довгих хвиль М. Кондратьєва та інноваційної концепції Й. Шумпетера.

М. Кондратьєв прагнув створити універсальну концепцію, що здатна описати всі види циклічних коливань і може слугувати надійним інструментом прогнозування короткострокового і довгострокового розвитку економіки. У роботі «Великі цикли економічної кон'юнктури» М. Кондратьєв виявив емпіричні закономірності, що супроводжують коливання, розкрив основні елементи внутрішнього ендогенного механізму, кумулятивні і потокові фактори довгого циклу. Він всебічно обґрунтував, що розвиток техніки є невід'ємним від

ритмічного процесу розвитку великих циклів, встановив закономірний зв'язок між стадіями чотирифазового циклу з хвилями технологічних змін, які обумовлені наявністю науково-технічних відкриттів і винаходів, радикальними нововведеннями та економічними можливостями їх упровадження, а їх напрям та інтенсивність є функцією запитів практичної діяльності та попереднього розвитку науки і техніки. Тобто в сучасних термінах він першим звернув увагу на існування хвилі технологічних інновацій.

Високо цінуючи роботи М. Кондратьєва, Й. Шумпетера заклав основи теорії інновацій та визначив довгохвильові коливання як прояв економічної динаміки, що породжується інноваційним процесом [169, с. 4–7]. Він стверджував, що, коли інновації впроваджуються в економіку, утворюється “вихор творчого руйнування”, який підриває рівновагу діючої економічної системи, викликаючи відхід від застарілих технологій і організаційних структур, що призводить до появи нових життєздатних галузей, внаслідок чого і відбувається зростання економіки. Тобто, за Шумпетером, ключову роль в утворенні довгих хвиль відіграють кластери інновацій, що ініціюють економічний розвиток і визначають його ефективність [169, с. 6].

Положення М. Кондратьєва та Й. Шумпетера знайшли подальший розвиток у роботі Г. Менша “Технологічний пат: інновації долають депресію”, з якою пов'язують сучасний етап розвитку теорії інновацій та появу багатьох публікацій [169, с. 7]. У моделі Г. Менша ключовим фактором є кластер базисних інновацій, нерівномірність появи якого надає хвильовий характер економічному розвитку. Завдяки синергетичному ефекту інновації кластера викликають потужне кумулятивне зростання економіки, забезпечуючи проривний характер її розвитку. Г. Менш стверджує, що більшість базисних інновації припадає на фазу депресії довгої хвилі, яка примушує шукати нові можливості, тим самим генеруючи умови для стимулювання інновацій і запускаючи інноваційний процес.

Розкрити кластерний характер базових інновацій дозволив аналіз природи довгих хвиль через поняття технологічного устрою, яке було сформульовано С. Глазьевим у концепції технологічних устроїв.

Новим кроком у розвитку інноваційно-циклічної теорії економічного розвитку стали роботи М. Хироока, який запропонував нову інноваційну парадигму через каскадну структуру трьох логістичних траєкторій: технологічної, розробки і дифузії [163, с. 15]. На підставі аналізу значної кількості емпіричних даних про дифузію інновацій протягом підйомів четвертого і п'ятого циклів економічної активності Кондратьєва М. Хироока встановив, що окремі інновації поширюються за межі одного циклу до наступного, формуючи довгу траєкторію розвитку, яку назвав інфратраєкторією.

Інфратраєкторія утворює певний кластер, причому кожен такий кластер має стержньову магістральну інновацію, зокрема у поточному п'ятому «кондратьєвському» циклі такою є комп'ютерні технології. На сьогодні вже є фактори, що свідчать про початок формування шостого технологічного устрою і кластеризацію базисних інновацій, де ядром будуть біотехнології, генна інженерія, нанотехнології, інформаційні і комунікаційні технології, нові матеріали, альтернативна енергетика. У майбутньому шостому технологічному устрої магістральними інноваціями, можливо, стануть комп'ютерні технології, нанотехнології та їх симбіоз [163].

Проведений аналіз дозволив визначити деякі закономірності інноваційно-циклічної теорії розвитку, а саме: інновації підпорядковані загальному закону періодичного оновлення; закономірною є циклічність динаміки в процесі розвитку інновацій, причому виділяються цикли різної глибини і тривалості, які можуть розглядатися як у межах окремих технологічних устроїв, так і в рамках одного устрою; спостерігається взаємовплив інноваційних циклів різної тривалості, а також їх взаємодія з циклічною динамікою в суміжних і віддалених сферах; хвилі інноваційної активності нерівномірно розподілені в просторі, періодично міняються їхні центри і лідери інноваційної активності.

Крім того, необхідно зазначити брак досліджень про фінансовий механізм довгої хвилі, а також оцінки ефекту впливу технологічного прогресу на розвиток фінансового сектора економіки. Проте всі технологічні революції, починаючи з промислової революції, та асоційовані з ними хвилі розвитку можна вважати як наслідками, так і стимулами фінансового розвитку.

Першим на фінансовий механізм довгої хвилі звернув увагу М. Кондратьєв. У роботі «Криза 1920–1921 рр. у системі загального руху кон'юнктури» він зазначив: «Великі цикли можна розглядати як порушення і відновлення економічної рівноваги тривалого періоду. Основна причина їх полягає в механізмі накопичення, акумуляції і розсіяння капіталу, достатнього для створення нових основних продуктивних сил» [380].

Він також описав процес розвитку великого циклу відносно функцій фінансового капіталу на його стадіях. У роботі «До питання про поняття відносної динаміки і кон'юнктури» М. Кондратьєв вказує, що поняття відносної кон'юнктури також може бути застосовано до різних сфер грошово-кредитного обігу. Протягом деякого часу сума позикового капіталу на ринку змінюється, у зв'язку з чим між різними сферами попиту на позиковий капітал спостерігається боротьба та антагонізм. Питання напрямів та розмірів розміщення позикового капіталу вирішується з урахуванням сприятливості умов його застосування в різних галузях, а саме, на думку М. Кондратьєва

[380], станом відносної кон'юнктури ринку цінних паперів, ринку довгострокового і короткострокового розміщення капіталу, а також товарного і фондового ринку

Але тривалий час дослідження внеску фінансових інститутів в довгохвильову динаміку залишилося поза увагою. Тому насправді значною слід вважати появу в 2002 р. роботи К. Перес «Технологічна революція і фінансовий капітал» щодо визначення інноваційної ролі фінансового капіталу з точки зору довгохвильової динаміки розвитку нової технологічної парадигми. Спираючись на це дослідження, розглянемо типи фінансових інновацій.

У широкому розумінні фінансові інновації – це нова продукція, нові послуги, нові процеси і нові організаційні форми. На сьогодні існує декілька типологій фінансових інновацій, що відповідають класичним, кожна з яких формує нібито автономну класифікаційну площину, що не дозволяє виявити закономірності співвідношення між ними та не сприяє виявленню внутрішньої організації згурпованої множини фінансових інновацій як цілісної системи. Для довгохвильової динаміки найбільш прийнятним є угруповання фінансових інновацій за шістьма типами відповідно до значення фінансового капіталу у формуванні та розвитку нової технологічної парадигми, а саме: фінансового забезпечення розробки та впровадження нововведень; розвитку і розповсюдження інновацій; модернізації фінансових послуг; залучення нових інвестиційних ресурсів і перерозподілу ризиків; рефінансування зобов'язань або мобілізації активів; сумнівні інновації.

Появу та дифузю фінансових інновацій можна розглянути через S-подібну логістичну криву, що поділяється на періоди утворення (фаза зародження і впровадження) і розвитку (фаза синергії та зрілості) нового технологічного устрою, між якими має місце точка обергання або інноваційна пауза (рис. 3.11).



Рис. 3.11. Рівень реалізації фінансових інновацій

Джерело: встановлено за даними

Інновації першого типу зорієнтовані на пошук нових джерел фінансування для реалізації інноваційних стратегій та проектів, за відсутністю яких неможлива ініціалізація інноваційного процесу, розробка та вихід нововведень на ринок. Найбільш позитивний ефект забезпечують інновації другого типу, які характеризують етап активного зростання та розвитку. Третій тип інновацій зорієнтований на удосконалення існуючих і впровадження нових каналів надання послуг.

Таким чином, підвищується їх якість і ефективність, що сприяє розвитку та стабілізації фінансового ринку. Модернізація здійснюється за рахунок нових інформаційних і комунікаційних технологій, які дозволяють знизити вартість нових послуг та інструментів. Нижче наведена схема інноваційної діяльності (рис. 3.12), головними компонентами якої виступають технології, інвестиції та нововведення. Технології формують ринок інновацій, інвестиції – ринок капіталу (інвестицій), нововведення – ринок чистої конкуренції нововведень. Ці три головних компоненти й утворюють сферу інноваційної діяльності.

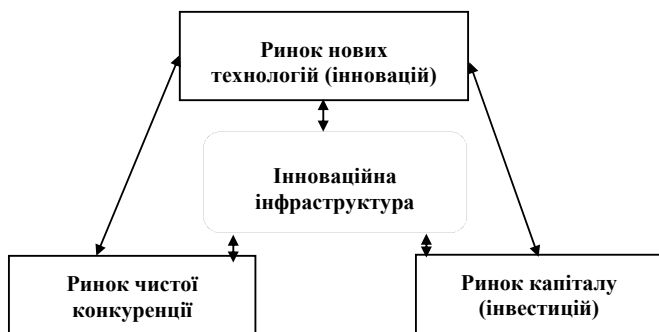


Рис. 3.12. Схема інноваційної діяльності

*Джерело:* розроблено автором

Інновації рефінансування зобов'язань або мобілізації активів є особливо актуальним і дієвим механізмом вирішення проблем з платежами в умовах кризових явищ в економіці.

До окремого типу віднесено інновації, які є ненадійними, мають погану репутацію та в основному соціально небажані. Цей тип можна називати як сумнівні інновації. Використовуючи недосконалість законодавчого і нормативного регулювання або неоднозначність трактування окремих положень, а також асиметричність інформації, такі інновації спрямовують на зменшення або взагалі уникнення регулюючого чи податкового тиску.

Наприклад, у відповідь на вимогу Базеля II до капіталу банки розробили інструмент для збереження структури балансу через високо ризикований спеціальний засіб SPE/SPV (Special Purpose Entity/Vehicle), за допомогою якого вони структурують випуск облігацій і покращують кредитну якість секюритизованих позицій. Кредитна підтримка банку-оригінатора позики SPV/SPE належить до показників, що зменшують величину капіталу, і, як наслідок, на зазначений кредит не поширюється вимога нормативу, який обмежує концентрацію ризиків. Негативним проявом сумнівних інновацій є фінансові махінації та фінансові схеми легалізації доходів, отриманих злочинним шляхом.

Розглянемо більш детально появу нових фінансових інновацій при формуванні довгої хвилі нової технологічної парадигми.

*Період утворення (фаза зародження).* Початок формування довгої хвилі нової технологічної парадигми збігається з моментом, коли рівень накопичення і акумулювання фінансового капіталу дозволяє фінансовим агентам прийняти рішення про рентабельне інвестування у створення основних продуктивних сил і радикальне переобладнання техніки, тобто інвестування базових інновацій. На фазі зародження активність появи фінансових інновацій всіх груп збігається з формуванням кластера базових інновацій. Тобто утворюється кластер фінансових інновацій, з яких найбільш позитивний ефект мають зорієнтовані на пошук нових джерел фінансування реалізації інноваційних стратегій, проектів, продуктів і сервісів, а також їх подальший розвиток і поширення з використанням інтеграції технологій, нових організаційних форм і сервісів.

Перехід до наступної *фази впровадження періоду утворення* збігається із завершенням фази зрілості попередньої довгої хвилі, переходом її у фазу спаду і впровадження технології нової довгої хвилі. Можливості старої технологічної парадигми практично вичерпані, не забезпечується зростання фінансового капіталу, тому деяка його частина спрямовується на пошук і підтримку новаторів нової технологічної парадигми. Розвиваються фінансові інновації щодо нових форм інвестування, фондового ринку, розподілу і мінімізації інноваційних ризиків. Фінансовий капітал набуває впевненості щодо можливості власного розквіту та здатності створювати багатство, що призводить до формування спекулятивного капіталу, значного зростання кількості високоризикованих спекулятивних фінансових інструментів, деякі з яких досить сумнівні відносно їх правомірності. Крім того, фінансовий капітал розміщується у невиробничі активи – нерухомість, дорогоцінні метали, предмети мистецтва, хедж-фонди, інструменти фінансових маніпуляцій. Цю фазу ще називають фазою буму (кредитного, іпотечного, фондового ринку та/або ін.), коли ринкова ціна активу “відривається” від його фундаментальної вартості, що у свою чергу призводить

до створення фінансових бульбашок і криз. Саме завершення цієї фази визначає перехід до нової технологічної парадигми, а також інноваційну паузу, коли старі базисні інновації не генерують достатньої кількості вторинних інновацій, які забезпечили б зростання продуктивності чинників виробництва, а нові базисні інновації досі не з'явилися.

*У період розвитку (фаза синергії)* поступово завдяки потужному потоку інновацій та їх адаптації змінюються моделі ведення бізнесу, визначаються нові орієнтири масового споживача. Це знаходить відображення в нових фінансових інноваціях, зокрема щодо збільшення інвестицій, модернізації фінансових послуг для розширення кола споживачів, забезпечуючи розвиток масового ринку в умовах диференціації доходів, що супроводжує підйом довгої хвилі у фазі зростання.

*На фазі зрілості* високоприбуткові сектори економіки досягають межі свого розвитку, закінчується насичення ринку, зменшується ділова активність. Перевищення темпів накопичення фінансового капіталу над можливостями його використання спонукає до пошуку нових технологій та проектів для інвестицій, стимулює появу фінансових інновацій, зорієнтованих на реструктуризацію і мобілізацію активів [163].

Необхідно зазначити, що особливе місце в розвитку регулювання світової системи господарювання посідає координація діяльності міжнародної валютної системи. Саме тому Мілтон Гілберт, аналізуючи розвиток світової валютної системи за період від підписання Бреттон-Вудських домовленостей до середини 70-их років, відзначав наявні їй закономірності. Ним дуже точно були відзначені організаційні заходи, що відіграли визначальну роль в забезпеченні економічного підйому, а саме економічна допомога в рамках «Плану Маршала», хвиля девальвацій в 1949 р., створення Європейського платіжного союзу і прийняття Кодексу лібералізації торгівлі Організацією Європейського економічного співробітництва (ОСЕС). Загалом Бреттон-Вудські домовленості були демонстрацією здатності управляти економікою.

Цікавим для нас залишається погляд професійного західного економіста на джерело зростання грошової маси в обігу, яке він вбачав у втіленні програми постійного підвищення заробітної плати. При цьому спостерігалось одночасне падіння економіки через втрату конкурентоспроможності поряд із наростанням дефіциту платіжного балансу, оскільки імпортні товари залишались дешевшими за внутрішньо виготовлені.

Цікаво відзначити, що ліберальна валютно-фінансова система в кінцевому результаті привели до відповідного регулювання. Як бачимо, розраховувати на автоматичне регулювання ринку не вдалось.

Сучасна інформаційна економіка, а також сучасні особливості валютно-фінансової системи дають підстави для розгляду введення додаткових валют. Використанню додаткових платіжних засобів сприяє віртуалізація світової валютно-фінансової системи, які можуть існувати у вигляді електронних платіжних засобів. Запровадження додаткових валют є альтернативним теоретичним підходом, згідно з яким причини всіх фінансово-економічних потрясінь полягають у викривленні грошима своїх функцій. Інформаційно-комунікаційні технології можуть виступати посередником у цьому. Прихильники цього підходу вважають, що життєдіяльність і стійкість фінансової системи можна забезпечити шляхом диверсифікації валют (і навіть аж до відмови від національних валют) і запровадження додаткових валют з метою реалізації ними своєї першочергової функції – інструменту обміну на противагу їхньому використанню для накопичення чи фінансових спекуляцій.

Концепція додаткових грошей не є новою, її витoki сягають початку ХХ ст., хоча до цього часу офіційна наука і влада ігнорують її. Крім того, додаткові і національні валюти вже багато років використовують сотні тисяч людей і організацій в різних частинах світу. Навіть за дуже приблизними підрахунками, на сьогоднішній день нараховується більше 5 тис. різних місцевих валют приблизно у 50 країнах світу.

Всі моделі додаткових валют першочергово створювались для того, щоб полегшити життя общині, місту. Склалось кілька моделей створення місцевих грошових систем: місцеві обмінні торгові системи (local exchange trading system – LETS), системи тайм-банкінга (time-banking), аргентинська модель бартерного обміну тощо. Однією із найуспішніших вважається LETS, яку використовують приблизно 1500 спільнот. Додаткові валюти називають по-різному: «місцеві валюти», «комплексні валюти», «паралельні валюти», «валюти спільнот» тощо.

В основі проєктів запровадження додаткових валют лежить концепція «вільних грошей» (Freigeld), яку на рубежі ХІХ ст. запровадив в науковий обіг німецький підприємець і економіст-самоучка Сільвіо Гезель (1842–1930 рр.). Спираючись на власний досвід комерції в Аргентині, він розробив систему місцевих валют. Відповідно до його поглядів *вільні (або зникаючі) гроші* – це ті гроші, які подібно до споживчих продуктів втрачають свою вартість із часом.

Принцип вільної валюти, як показує світовий досвід, може реалізуватися в таких формах:

- датованої банкноти з обмеженим строком дії з подальшим обміном на купюру нижчої реальної вартості;
- купюри з відривними купонами, які щомісячно повинні відриватися, що призведе до зниження вартості банкноти;
- електронні грошей, які кожного місяця втрачатимуть 0.5 % вартості.



Академічні економісти ставляться скептично до ідей С. Гезеля, хоча його пропозицію щодо грошей, «сплачених марочним способом», отримала підтримку навіть у представника неокласичного напрямку І. Фішера.

Незважаючи на те, що багато провідних економістів і політиків не приймали концепцію С. Гезеля, проте його ідеї мають багато прихильників. Так, за диверсифікацію типів валют виступають зокрема Б. Ліетар (Бельгія), еколог, фінансовий експерт і автор відомої книги «Гроші без відсотків і інфляції» М. Кеннеді (Німеччина) та інші.

Питання запровадження додаткових валют є надзвичайно актуальним, зважаючи на інформатизацію і повсюдну віртуалізацію. Виникає проблема емісії та регулювання обігу, оскільки сучасні гроші – це права запозичення. Так, на думку Б. Ліетара, для того, щоб валютна система без покриття, заснована на банківському кредиті, взагалі функціонувала, потрібно штучно створювати дефіцит грошей і систематично підтримувати його. Валютна система не є саморегулюючою, а тим більше в умовах віртуалізації, тому потребує активних дій з боку центральних банків. При цьому центральні банки змагаються, щоб зробити власну валюту якомога більш дефіцитною для підтримки курсу. Намагаючись пояснити причини криз і шляхи їх подолання, Б. Ліетар проводить аналогію з природними екосистемами, які як і фінансова сфера, є системами потоків. Екосистеми існують оскільки є гнучкими і здатними до саморегулювання. Процес селекції в природі базується не на принципі максимальної ефективності, а на принципі балансу між двома протилежними полюсами – ефективністю і стійкістю. Обидва полюси необхідні для довгострокового стійкого розвитку і життєздатності. Звідси висновок: здорова система – це баланс між вказаними вище полюсами. І навпаки надмірна ефективність призводить до ламкості, а стійкість – до стагнації. Таким чином, Бернар Ліетар визначає стійкий розвиток як оптимальний баланс між ефективністю і стійкістю системи.

Дослідження динамічних змін, що відбуваються в умовах глобальних економічних трансформацій, потребують відповідного теоретико-методологічного підґрунтя, що дозволяє визначити основні моделі світових фінансово-економічних криз. Відповідно, це потребує визначення генези теорій та концепцій фінансово-економічних криз в умовах глобалізації світового економічного простору (рис. 3.13) з урахуванням тих змін, що відбуваються в результаті трансформації механізму функціонування фінансових ринків.

Тривалий час в економічній думці панував висновок про те, що циклічність характеру розвитку економічних систем визначається передусім у площині «виробництво-споживання», а відтак розбалансування пропорцій у цій сфері неминуче призведе до циклічних коливань в економіці. Як було вже

наголошено у попередньому пункті, в основі циклічності економічного розвитку та, відповідно, причиною криз, є особливості капіталістичного способу виробництва, а їх періодичність та тривалість пов'язані із процесами відновленням основного капіталу. З цієї точки зору дослідження кризових явищ в економіці знаходилося у площині промислового виробництва.

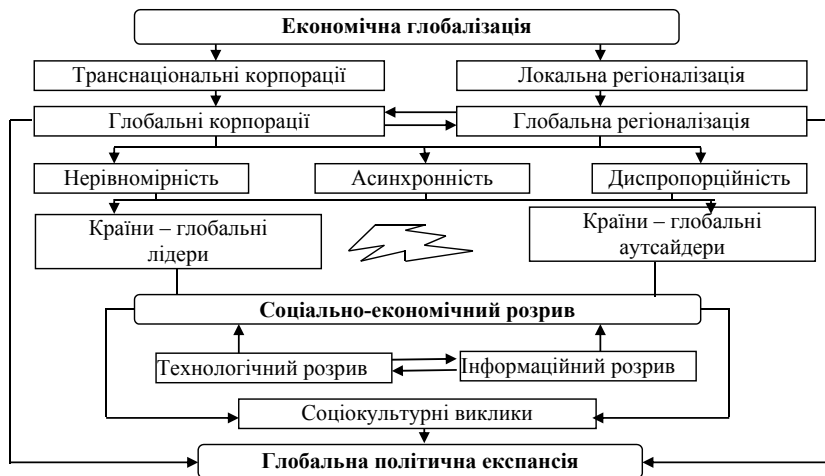


Рис. 3.13. Суперечності економічної глобалізації

Джерело: [121].

Сутність фінансової кризи полягає у тому, що відбувається глибокий розлад фінансової системи держави (рис. 3.14).



Рис. 3.14. Систематизація і логіка розвитку криз

Джерело: [121].

Це у свою чергу призводить до виникнення незбалансованості державного та місцевого бюджетів, зростання боргів як місцевих, так і центральних органів управління, порушення структури видатків державного бюджету, нестабільності та падіння курсу національної валюти, до взаємних неплатежів суб'єктів господарювання [390, с. 466].

Таким чином, фінансова криза – це системна криза фінансового сектора держави, яка проявляється у формі криз окремих її сегментів або їх комбінацій, які в свою чергу, призводять до виникнення подвійних (twin crisis) або навіть потрійних криз (triple crisis), які передбачають певну комбінацію банківської, валютної кризи та боргової кризи (або кризи заборгованості) [391].

Подальший розвиток капіталізму, посилення фінансового аспекту функціонування ринкової системи поступово увага стала приділятися фінансовим факторам появи криз в економіці, а самі кризи почали ідентифікуватися як фінансові, біржові, банківські тощо. З огляду на це, економічні кризи проявляються у перенакопиченні капіталу в трьох формах [391]:

1) товарній (оскільки відбувається зростання продукції, що не реалізується);

2) продуктивній (що пов'язана із зростанням товарних накопичень, посиленні безробіття, зростанні недовантажених виробничих потужностей);

3) грошовій (в економіці відбувається зростання кількості вільних та не інвестованих у виробництво).

Таким чином, було доведено відносно відокремлений розвиток грошового, позикового та акціонерного капіталу, що, загалом, надавало визначення фінансовому капіталу як складної форми, що виникла в результаті розвитку фінансової сфери економіки. Такий підхід надав поштовх для дослідження механізмів накопичення, заощадження, споживання, та відповідних їх пропорцій, які б забезпечували збалансований розвиток економічних систем. Так, на думку М. Туган-Барановського, циклічні закономірності у відтворенні основного капіталу країни визначаються саме природою внутрішніх властивостей економічної системи .

Про фактори грошового обігу, що посилюють дію циклів, наголошували й М. Кондратьєв, Й. Шумпетер [380; 392] та ін. У дослідженнях неокласиків (Р. Хоутрі, Ф. Хаск) визначено кредитно-грошові концепції циклу, відповідно до яких саме функціонування грошово-кредитного механізму стає вирішальним фактором у розвитку економічної нестабільності.

Про нестабільність ринкової економіки, що виникає в тому числі через функціонування фінансового ринку та його інститутів, вказував Дж. М. Кейнс, на думку якого саме через механізм державного регулювання діяльності цих

фінансових інститутів можна забезпечити ефективне антикризове управління з урахуванням схилу до споживання, передбачення майбутнього доходу та уяви ліквідності, які мають психологічне підґрунтя [393]. У кейнсіанському підході основна увага акцентується на попиті споживачів, нестача якого призводить до оптимального використання виробничих потужностей, виробники підвищують ціни, однак вітчизняна продукція, внаслідок таких дій, стає менш конкурентоспроможною. За таких умов, відбувається збільшення імпорту і, як наслідок, погіршується зовнішній баланс, що потребує відповідного регулювання з боку держави (рис. 3.15).



Рис. 3.15. Модель розвитку фінансової кризи та антикризове регулювання

Джерело: [121].

У подальших працях представники кейнсіанського напрямку [391] розвинули ідею відносно того, що фінансові кризи мають як економічні, так і психологічні прояви, а відтак фінансова нестабільність визначається через вплив фінансового ринку на економічну динаміку. Х. Мінські звернув увагу на те, що збільшення кредитування у кризовий період фінансує бум, який призводить до зростання пропозиції грошей у країні. У результаті накопичення надмірної заборгованості в економіці посилюються кризові явища у фінансовій сфері. Виникнення фінансової заборгованості може бути трьох основних типів:

по-перше, це забезпечена заборгованість, розміри якою обслуговуються поточними грошовими потоками підприємств;

по-друге, фінансування заборгованості може бути спекулятивного характеру в умовах коли поточних грошових потоків підприємства достатньо лише для обслуговування відповідних відсотків (найчастіше цей вид фінансування використовується підприємствами в умовах зростання економіки);

й, нарешті, зростання заборгованості може бути викликано тим, що поточних грошових потоків взагалі недостатньо для обслуговування й основного боргу, і відсотків, а підприємства починають рефінансувати власні кредити через отримання нових.

Особливо загрозливою ця ситуація стає в умовах погіршення макроекономічної кон'юнктури та виникнення зовнішніх шоків, коли навіть забезпечена заборгованість може перетворитися у два інших типи. Таким чином, економічне зростання та фінансова стабільність не можуть розвиватися збалансовано, тому саме державне регулювання має нівелювати подібні циклічні коливання.

Подібне створювання заборгованості фактично означає розвиток механізму створення нових грошей, однак неспроможність банків надавати нові кредити може призвести до виникнення зворотного ефекту грошово-національної економіки (концепція фінансового акселератора, що запропонована Б. Бернанке та М. Гертлером [394]).

На зміни у фінансових потоках, які впливають на нестабільність грошових пропозицій, вказував й М. Фрідмен, на думку якого саме грошово-кредитна сфера виступає основним джерелом кризових явищ в економіці [395]. Виникають ці зміни у фінансових потоках внаслідок неефективного державного регулювання, яке призводить до неоптимальної грошової експансії, штучним змінам відсотків, порушенням оптимальної структури інвестицій в економіці. Відповідно до монетаристського підходу криза стає результатом порушення стабільності банківської системи, її інфраструктури.

Певним синтезом неокласичного та кейнсіанського підходів стала концепція рівноважного циклу, яку запропонував Р. Лукас, і який визначив вплив механізму грошових шоків на реальне виробництво. Це дозволило обґрунтувати напрями проведення монетарної політики в рамках антициклічного регулювання.

В сучасних наукових дослідженнях розрізняють три моделі фінансових криз першого, другого та третього покоління. Моделі перших двох поколінь, а також теорії спекулятивних бульбашок, концепції асиметричності інформації та банківської паніки, об'єднують в групу класичних моделей [251, с. 71–78].

Теоретичним підґрунтям основу моделей фінансових криз першого покоління стали моделі П. Кругмана, Р. Флуда-П.Гарбера, відповідно до яких

механізм розвитку валютних криз визначається режимом валютного курсу, заснованого на прив'язці місцевої валюти до іншої валюти чи їх кошика. Тобто варто підкреслити, що фінансова криза у моделях першого покоління розглядається як виключно валютна криза.

На думку П. Кругмана (модель кризи платіжного балансу), уряд забезпечує підтримку фіксованого курсу національної валюти, використовуючи наявні валютні резерви, однак їх зменшення призводить до збільшення грошової маси в обігу, що в кінцевому результаті призводить до виникнення необхідності застосування плаваючого валютного режиму (вільного або керованого), що супроводжується досить значною девальвацією національної валюти [396; 322–323].

Таким чином, невідповідна грошова й фіскальна політика, що характеризується збільшенням темпів зростання кредитів щодо зростання грошової маси, приводить до поступового зменшення резервів. А це спричиняє посиленню спекулятивних операцій, переходу від фіксованого обмінного курсу до плаваючого.

Подальший розвиток теоретична концепція П. Кругмана отримала продовження у розробці моделі Р. Флуда-П. Гарбера, у якій визначаються часові межі настання кризи. У моделі фундаментальної валютної кризи Флуда-Гарбера визначаються можливості проведення приватними інвесторами відповідної без ризикової атаки на валютний ринок за умов фіксованого валютного курсу з урахуванням специфіки проведення грошової політики у відкритій економіці. В обох зазначених моделях фіскальні дефіцити, які виникають державного валютного регулювання, посилюють вірогідність виникнення кризи в національній економіці.

Однак, слід зазначити, що регулювання валютного курсу суперечить самій ідеї лібералізації економічної діяльності, а забезпечення незалежності монетарної політики і вільного руху капіталів передбачають певну нестабільність валютного курсу національної одиниці, який залежить від стану платіжного балансу країни. Як наслідок, доцільність та наслідки відмови від суверенної монетарної політики жваво дискутуються в науковій літературі [397, с. 72; 398].

Як і в моделях фінансових криз першого покоління, у моделях другого покоління фінансова криза визначається як валютна криза, однак наявність дисбалансів в економіці не є вирішальним фактором впливу на механізм розвитку валютного курсу. Відповідно, забезпечення стабільного валютного курсу може поступитися іншим цілям розвитку.

До моделей фінансових криз другого покоління відносять модель фінансової кризи М. Обстфельда, відповідно до якої спекулятивна атака на національну валюту може розвиватися і без наявності значних

макроекономічних дисбалансів, оскільки учасники ринку спрямовують свої дії на досягнення певних передбачень, які можуть не мати раціональної основи [397, с. 72–73]. Відмова від фіксованого обмінного валютного курсу може виникнути за умов необхідності застосування на ринку грошової експансії, яка є не сумісною із фіксованим курсом.

Моделі фінансової кризи третього покоління пояснювали виникнення кризових ситуацій в економіці, які пов'язані із розвитком банківської системи, а точніше – банківського кредитування, дисбаланс якого викликає втрату довіри, а від так стимулює розвиток валютної кризи. До моделей фінансових криз третього покоління відносяться моделі Р. МакКинона, Р. Чанга, А. Веласко, М. Дулі, П. Кругмана [260; 167; 293].

Відповідно до моделі Р. МакКинона обґрунтовано, що системна фінансова криза виникає внаслідок поширення кредитування спекулятивного характеру, що викликає відповідну макроекономічну нестабільність, оскільки розбалансування банківського сектора національної економіки стає важливим індикатором загальноекономічної кризи.

З фінансовою лібералізацією найтіснішим способом пов'язана міжнародна неліквідність, яку досліджували Р. Чан та А. Веласко. Вчені довели, що фінансова система країни стає неліквідною, коли її потенційні короткострокові зобов'язання в іноземній валюті перебільшують обсяги іноземної валюти, до якої країна має вільний доступ. Тобто короткострокові іноземні кредити роблять вітчизняні банківські інститути більш вразливими. За умов, коли відбувається поєднання неліквідності, нестачі резервів та фіксованого валютного курсу, у банківському секторі виникає паніка, яка розповсюджується й у валютну сферу.

Особливості розвитку фінансової кризи 1997–1998 рр. привернули увагу М. Дулі і П. Кругмана, які вважали, що кризова ситуація в економіці виникла завдяки неадекватній системі банківського кредитування. Корпоратизація політичної еліти, яка притаманна значній кількості країн азійсько-тихоокеанського регіону, фактично призвела до виникнення досить критичного механізму забезпечення гарантій для проблемних банків, що лише посилили стимули до надто ризикованої діяльності банків [397].

Світовий досвід банківських криз великий. Так, протягом ХХ століття практично не залишилося країни, що не випробувала його тією чи іншою мірою. За останні 20 років у світовій економіці відбулися значні зміни. Скорочення державного втручання в економіку, лібералізація фінансових ринків, активна приватизація державної власності збіглися з розвитком нових інформаційних технологій. Всі ці зміни дозволили сформувати нові фінансові ринки й зв'язати національні системи в єдиний ринок.

Досвід різних країн доводить, що банківські кризи відбивають складний процес пристосування банківських систем до нових макроекономічних умов. Лібералізація зовнішньоекономічних відносин і дерегулювання банківського сектора у розвинених країнах і країнах, що розвиваються, глобалізація ринку фінансових послуг, ринкові реформи в країнах з перехідною економікою – всі ці процеси розвивалися досить болісно, підвищуючи на перших етапах макроекономічну нестійкість і незбалансованість економіки й негативно позначаючись на стані банківських балансів. На тлі зростаючої нестійкості банківської системи особливого впливу набули такі традиційні фактори банківських криз, як економічний спад, потрясіння в реальному секторі економіки.

К. Рогів, К. Рейнхарт доводять, що незалежно від певних відмінностей усі банківські кризи розвиваються за одним загальним сценарієм. Кожному вибуху передують зростання цін на житло та акції, прискорення грошових потоків, які забезпечують оптимістичні настрої закордонних інвесторів, зростання заборгованості. Ступінь впливу кризи в економіці на банківську систему залежить від багатьох факторів. Однак важливо виділити базисну причину – стан самої банківської системи до початку економічної кризи. Йдеться, насамперед, про ліквідні позиції банків, про те, на скільки їхні зобов'язання забезпечені власним капіталом, яка якість їхнього кредитного портфеля.

Розглянемо докладніше чинники кризи у банківському секторі. Надмірна кредитна експансія під час тривалого економічного підйому, як правило, служить фактором, що провокує банківські кризи. Зворотним боком кредитної експансії є погіршення якості кредитного портфеля, завищена оцінка забезпечення позичок, збільшення кредитного ризику. Одночасно прискорене зростання кредиту ускладнює моніторинг регульовальними органами якості кредитного портфеля банків у результаті його швидкої зміни.

Кредитна експансія передувала банківським кризам у багатьох країнах в останні 20 років, включаючи Японію, країни Латинської Америки в 80-х роках, країни Південно-Східної Азії в 90-х роках. Досвід цих країн свідчить, що зростання кредиту, яке більш ніж удвічі перевищує зростання ВВП, може вважатися сигналом потенційної погрози банківської кризи.

Інфляція впливає на банківський сектор по декількох каналах – через процентні ставки, ослаблення стимулів для заощаджень та звуження депозитної бази, втечі національних капіталів за кордон, зміну структури активних і пасивних операцій. Під час інфляції банківські активи можуть швидко зростати, навіть у реальному вираженні, може збільшуватися й прибуток банків, якщо їм вдається підтримувати на високому рівні процентну маржу. У важкий стан потрапляють ті фінансові інститути, що мають набагато більше довгострокових активів у порівнянні з пасивами. Вкладники, особливо



в умовах різкого зростання цін, можуть негативно для банків реагувати на зниження реальних процентних ставок, насамперед, у разі існування альтернативних варіантів інвестування їхніх заощаджень. Для підтримки депозитної бази банки змушені підвищувати процентні ставки по внесках. Якщо при цьому можливості підвищення прибутковості по активних операціях обмежені в силу низько ліквідних або неліквідних довгострокових активів, банки зазнають різке падіння прибутків.

У більшості країн у період високих темпів зростання цін банки значно скорочували строки кредитних контрактів, переорієнтовуючись на позичальників з високою швидкістю обороту капіталу. Оскільки однією з фундаментальних функцій банків є перетворення поточних заощаджень у довгострокові інвестиції, різке зменшення строків контрактів з неминучим зниженням фінансування інвестицій можна розглядати як «розмивання» фінансових інститутів. Скорочення строків кредитних контрактів значною мірою підриває стійкість банків, роблячи їх більше уразливими до коливань кон'юнктури. Різкі коливання товарних цін, цін на фінансові активи, процентних ставок істотно підвищують загальну невизначеність в економіці й ризик у системі відносин банків з їхніми головними контрагентами – вкладниками, позичальниками й регулюючими органами. Істотно ускладнюється оцінка банками кредитних і ринкових ризиків, а вкладниками й регулювальними органами – заможності банків.

*Зовнішньоекономічні фактори.* На початку 80-х років банківські кризи в багатьох країнах, що розвиваються, були викликані падінням цін на нафту й інші основні експортні товари. Істотну роль зіграло подорожчання обслуговування зовнішнього боргу в результаті різкого підвищення ставок у західних країнах в умовах антиінфляційної політики адміністрації Р. Рейгана. Кризам передувало різке зростання зовнішнього боргу країн, що розвиваються, за рахунок збільшення запозичень на міжнародному ринку капіталів. Подорожчання вартості ринкового рефінансування й девальвація національних валют викликали неплатоспроможність банків, що з'явилася частиною кризи зовнішньої заборгованості. Кризи мали значну глибину й тривалість через проінфляційну грошово-кредитну й фіскальну політику, що проводилася урядами багатьох країн, а також неадекватну систему банківського нагляду. Подібний характер мали банківські кризи в Аргентині (1980–1982), Мексиці (1982–1988), на Філіппінах (1981–1987), Таїланді (1982–1987), Малайзії (1985–1988), Індонезії (1983–1988)

Погіршення умов торгівлі спостерігалось в більшості країн, де мали місце банківські кризи. Падіння цін на найважливіші статті експорту після декількох років буму привело до різкого погіршення фінансового становища

компаній-експортерів і обслуговуючих їх банків і сприяло розвитку банківських криз, зокрема, у Чилі, Малайзії, Норвегії.

Лібералізація фінансових ринків відкриває величезні можливості для залучення іноземних інвесторів. При всіх позитивних сторонах цього явища, як показав досвід Латинської Америки в першій половині 80-х і першій половині 90-х років і досвід Південно-Східної Азії в 1997–1998 рр., приплив капіталів у вигляді спекулятивних короткострокових грошей, а також портфельних інвестицій, робить фінансову систему країни особливо чутливою до коливань процентних ставок, валютних курсів і ставить її під удар при стрімкому відтоку іноземного капіталу із країни. Фінансова глобалізація проявляється не тільки в підвищеній трансграничній мобільності капіталів, але й у зникненні границь між різними фінансовими функціями. Наприклад, на додаток до своїх традиційних функцій фінансових посередників банки всі частіше беруть на себе функції операторів на фондових і валютних ринках, як у власних інтересах, так і за дорученням клієнтів. У результаті основна функція банків – інвестування, супроводжуване створенням робочих місць і реальних активів, значною мірою витісняється фінансовими операціями спекулятивного характеру.

Фіксований валютний курс, що використовується з метою стабілізації цін, при підтримці на штучно високому рівні приводить, як правило, до виснаження валютних резервів Центральних банків. У цьому випадку загострюються проблеми обслуговування зовнішнього боргу, активізується паралельний валютний ринок, процентні ставки досягають надзвичайно високого рівня, погіршується платоспроможність позичальників.

*Ринкові реформи.* В остаточному підсумку ринкові реформи повинні сприяти оздоровленню й розвитку банківських систем. Однак у короткостроковому й середньостроковому плані реформи можуть провокувати й/або збільшувати кризові процеси в банківській системі. Лібералізація цін у країнах з перехідною економікою приводила спочатку до високої інфляції. Приватизація переклала вантаж старих боргів підприємств на банки. Комерційні банки країн Латинської Америки, Африки й Східної Європи постраждали від поспішної лібералізації зовнішньої торгівлі, що виявила неефективність захищених раніше протекціоністськими мірами підприємств і призвела до більших збитків у реальному секторі. Лібералізація зовнішніх фінансових потоків збільшила залежність національної економіки від зовнішніх шоків, відкривши можливості для втечі національного й іноземного капіталу в періоди несприятливої економічної кон'юнктури в країні.

Недостатньо продумана політика ліцензування банків в умовах слабого нагляду й недостатньої кваліфікації менеджменту призвела до банкрутств банків в Іспанії, Аргентині, Чилі, Уругваю, Кенії. Дерегулювання процентних ставок і

банківських операцій відкривали можливості банкам проводити понад ризиковану кредитну політику й впроваджуватися в нові сфери діяльності при відсутності належного досвіду. При проведенні реформ величезну роль грає вибір моменту, швидкість і послідовність реформаторських дій. Лібералізація й дерегулювання в умовах спаду й макроекономічної нестабільності при непродуманій і непослідовній системі контролю над банками, як правило, впливає на банківську систему. Наслідки стабілізаційної політики можуть стати причиною банківських криз. У цьому випадку варто розрізняти негативний вплив незавершених стабілізаційних програм і занадто різких обмежень, прийнятих без обліку потенційних наслідків для банківської системи.

Виникненню банківських криз можуть сприяти недоліки у нагляді й регулюванні банківської системи. Так, непродумана політика ліцензування банків, слабкий нагляд і невисока кваліфікація менеджменту банків привели до банкрутств банків у багатьох країнах. За результатами аналізу банківських криз, проведеного експертами Світового банку, недоліки регулювання й нагляду в переважній більшості країн з'явилися однією з головних причин розвитку кризової ситуації.

Дані нещодавнього опитування, проведеного серед топ-менеджменту банків різних країн, про їхню думку щодо факторів банківської кризи, представлені в табл. 3.3. Спираючись на неї, бачимо, що основними факторами кризи на думку експертів на сьогодні є недоліки в регулюванні й нагляді, недоліки у менеджменті банків та погіршення умов торгівлі.

Таблиця 3.3

### Фактори банківських криз

Фактори банківських криз*	%**
Недоліки в регулюванні й нагляді	90
Недоліки в менеджменті банків	69
Погіршення умов торгівлі	69
Економічний спад	55
Політичне втручання	40
Кредити афілійованим особам	31
Спекулятивний «міхур»	24
Шахрайство	21
Кредитування держпідприємств	21
«Голландська хвороба»	14
Відтік капіталу	7
Недоліки судової системи	7
Активне вилучення вкладниками депозитів з банку	7

*Примітки.* \*На базі офіційних звітів і інтерв'ю експертів в 29 країнах, де мали місце банківські кризи в останні 15 років

\*\*Частка обстежених країн, де цей фактор відіграв головну роль у розвитку банківської кризи

*Джерело:* побудовано автором на основі джерел [399]

Також, зазначимо, що банківську кризу варто розглядати як неминучий побічний результат перш за все ліберального фінансового режиму, типового протягом останніх 15–20 років для все більшого числа країн. Незважаючи на те, що деякі країни не переживали банківських криз в останній третині сторіччя (Німеччина, Велика Британія, Голландія), немає підстав очікувати перетворення цих винятків у правило. Політика з запобігання криз, що базується на більш сильній ринковій дисципліні й кращому контролі за банками, безумовно, зменшить супутні ризики. Вона буде також сприяти якнайшвидшій ідентифікації зростаючих проблем у банківській системі для того, щоб вчасно прибігати до коригувальних мір. Нарешті, краща інформованість, сильніші інститути й ефективніші інструменти політики повинні також допомогти врегулюванню криз. Можна чекати збереження банківських криз як невід'ємної риси світової економіки. Це припускає також, що вони будуть являти собою довгострокову загрозу макроекономічної стабільності й стійкості світових ринків капіталу.

Поглиблення процесів фінансової глобалізації сприяли появі досліджень, спрямованих на визначення ланцюгових ефектів, що виникають у фінансовому секторі різних країн (ефекти фінансового інфікування), аналіз поведінки інвесторів у кризовій ситуації (стадний інстинкт), розвитку асиметричності інформації тощо [400; 92]. На нестабільність розвитку фінансової системи значною мірою впливає асиметричність інформації, що призводить до неефективного розподілу ресурсів в економіці та виникненню кризових явищ внаслідок появи морального ризику та несприятливого вибору.

На сучасному етапі фінансові ринки майже не функціонують у стані рівноваги, мають складний механізм функціонування, який, у свою чергу, характеризується таким [401, с. 89]:

- 1) аналіз окремих складових фінансової системи не дозволяє надати повне уявлення про функціонування системи загалом;
- 2) навіть незначний вплив на систему спроможний викликати найзначні наслідки;
- 3) глобальна стійкість системи може супроводжуватись локальною нестійкістю;
- 4) рівновага системи може виявитися нелінійною;
- 5) зміни у поведінці системи не обов'язково можуть бути викликані зовнішніми причинами;
- 6) класичний розподіл фінансового ризику (на специфічний та ринковий) може виявитися неможливим.

Ефекти фінансового інфікування викликані процесами падіння, які розгортаються на національних фінансових ринках і які розповсюджуються у

декількох країнах. Ця ситуація, як правило, виникає внаслідок дії інституційних інвесторів, які функціонують одночасно на декількох ринках. Однотипна поведінка цих інституційних інвесторів, у свою чергу, викликає стадний інстинкт, який пов'язаний із масовим виведенням капіталу країни, що знаходиться у кризовому становищі, що ще більше посилює панічні настрої серед всіх інвесторів та сприяє трансформації фінансових криз від регіональних масштабів до глобальних.

Діяльність інституційних інвесторів досягає значних масштабів і охоплює різні інструменти, а від так навіть незначні коливання валют, відсотків тощо дозволяють отримати інвесторам значні прибутки спекулятивного характеру. Від так, основним мотивом здійснення фінансових операцій можливість отримання у майбутньому більшої вартості того чи іншого фінансового активу (теорія спекулятивних бульбашок, Г. Ашінгер) [402]. За таких умов ідентифікувати фінансову кризу є досить складним завданням, оскільки зміна ціни активу може відбуватися внаслідок змін, що відбуваються у реальному секторі економіки, а не тому, що реалізуються спекулятивні операції.

Світова фінансова криза 2008–2009 рр. торкнулася практично всіх країн світу, за винятком самих бідних країн, які й так перебувають у перманентній фінансово-економічній кризі. На думку Кіндлебергера, фінансова система країни особливо відчуває вплив зовнішніх факторів, дія яких може призвести до відповідних потрясінь економічного розвитку [284, с. 3]. Глобальна фінансова криза проявилась у зростанні цін на нерухомість та продовольство, у скороченні робочих місць, як у комерційних, так і в державних організаціях, у відсутності стабільності.

Як і Велика депресія початку ХХ ст., світова економічна криза, що почалася в 2008 році, викликала процеси, які здатні повністю змінити світову фінансово-економічну систему. У новій системі суттєво змінюється роль держави. Приклад розвитку останньою фінансово-економічної кризи яскраво доводить, що вона переросла у глобальну кризу через те, що в останні десятиліття економіка США зв'язана такими тісними узами зі світовою фінансово-економічною системою, що будь-яке істотне потрясіння на ринках США викликає хвилі у всій світовій економіці.

Згідно з циклічним характером розвитку світового господарства, можна зазначити, що поява фінансово-економічних криз в економіці є об'єктивним явищем, а послідовність основних фаз циклу, у тому числі й кризової фази, є невідворотною. В останню третину ХХ ст. фактично визначився 9-річний цикл світових фінансових криз [129, с. 173–75]. Дійсно, сучасній кризі у світовому господарстві передували кризи 1997–1998 рр., 1987–1988 рр., 1980–1981 рр., 1970–1971 рр., наслідком яких стали загальноекономічні кризи:

– глобальна фінансова криза 1970–1971 рр. сприяла розгортанню фінансово-економічної кризи 1973–1974 рр., поштовхом якої стала стрімка зміна ціни на нафту – основний енергоресурс у світовому господарстві, в період 1973–1980 рр. ціна на нафту двічі стрімко зростала, а розмір нової ціни був найзначнішим майже до 2005 року [24, с. 28];

– фінансова криза 1980–1981 рр. спричинила розвиток рецесії 1982 року, внаслідок якої у промислово розвинутих країнах світу (у США падіння реального ВВП становило -1,97 %, у Німеччині -0,39 %) стали застосовуватися програми антикризового розвитку (рейганоміка, тетчеризм тощо);

– фінансова криза 1987–1988 рр. призвела до скорочення індексу Dow Jones на 22,6%, падінню промисловості на 8–9 % у промислово розвинутих країнах [31, с. 173–174] та розвитку стагнації протягом 1990–1991 рр.;

– фінансова криза 1997–1998 рр. вплинула на розвиток рецесії 2000–2001 рр. у світовому господарстві.

За останні сорок років кількість фінансових криз суттєво зросла. Протягом 1970–2011 років експерти МВФ виділяють 147 банківських криз, 218 валютних, а також 66 боргових криз [31, с. 3]. У 1970-ті роки у різних країнах спостерігалось 62 кризові епізоди, у 1980-ті та 1990-ті роки, відповідно, 201 та 208 [31, с. 5–7]. Слід також підкреслити, що фінансові кризи стали охоплювати ще більшу кількість країн. Остання криза 2008–2009 рр. взагалі мала найбільш глобальні наслідки і мала вплив на найбільшу кількість країн світу. В результаті дії фінансової кризи відбуваються структурні зрушення та відповідні зміни, які пов'язані із наступним [143]: в економіці відбувається падіння цін фінансових активів і цін на нерухомість; спостерігається різке зниження цін на сировинні товари, у тому числі енергоносії, метали й продукти харчування; розвиток місцевих і міжнародних валютних ринках супроводжується відсутністю наявних коштів – особливо доларів США; у міжнародній торгівлі відбувається скорочення обсягів експортно-імпортних операцій та відбувається швидке зниження доходів від експорту.

Слід визнати, що вплив фінансових криз в умовах глобальних економічних зрушень значно посилюється, по-перше, за рахунок зростаючого впливу з боку відтоку капіталу із країни, мобільність якого досягла найвищого рівня через розвиток сучасних інформаційно-комунікаційних технологій, а по-друге, через поглиблення інтеграційних процесів у світовому господарстві спостерігається так званий «ефект зараження» [403, с. 7], унаслідок чого регіональні кризи переростають у глобальні. Фактично, йдеться про те, що в умовах фінансової глобалізації шоківий стан швидко розповсюджується в економіці загалом (або в її окремих сегментах). За розрахунками російських учених [157] показник залучення кран світу у кризу 2008–2009 рр., оскільки падіння виробництва

спостерігалось у половині країн, що підпадають під спостереження МВФ, а уповільнення темпів зростання продемонстрували 90 % країн.

Загалом у результаті кризових явищ економіці як світового господарства, так і окремих національних економік, виникають суттєві соціально-економічні втрати. В умовах фінансової нестабільності, яку досліджували італійські вчені [157] у 17 розвинених країнах світу і яка пов'язана із впливом 113 кризових явищ, що виникали протягом 1980–2007 рр., більшість з них супроводжувались рецесією. Падіння ВВП в середньому становило 5,2% в середньому для тих випадків, коли спостерігалось уповільнення темпів зростання ВВП та 14,5% у випадку рецесій.

Трансфер економічних криз зумовлений дією об'єктивних законів конкуренції на світовому та національних ринках, а відтак виникає послідовне перенесення кризових ситуацій з країни до країни в рамках системи міжнародних економічних відносин [11]. Саме тому, існує думка, що таке перенесення може бути й цілеспрямованим задля нівелювання циклу та недопущення синхронізації циклів різного масштабу.

Таким чином, класичні цикли перетворюються у недосконалі цикли, оскільки їхня траєкторія деформована внаслідок перенесення кризової стадії економічних циклів розвинутих країн до країн, залежних від них [11]. Однак проблема виникає у тому, що на перевиробництво накладаються ще системні суперечності світового господарства, тому фактично за сучасних умов відбувається суттєве зменшення економічної динаміки, що й підтверджують динамічні зміни у світовому ВВП.

Дослідження теоретико-методологічних основ розвитку фінансових криз доводить, їх сутність є достатньо складною, вони мають значну кількість складових, кожна з яких може характеризуватися певною нестійкістю, а відтак рівновага фінансової системи може виявитися нелінійною. Відповідно, фінансова криза може проявлятися у формі криз окремих її сегментів або їхніх комбінацій, які у свою чергу, призводять до виникнення подвійних або навіть потрійних криз. Виникнення криз пов'язане із впливом певних факторів ендогенного (внутрішнього) та екзогенного (зовнішнього) характеру. Виникнення фінансових криз пов'язане із наявністю об'єктивних передумов в економіці, таких як наявність бюджетного дефіциту або дефіциту рахунку поточних операцій, зменшення обсягів міжнародних резервів, висока залежність національної економіки від сировинного експорту та інші. Подібні макроекономічні складнощі формують високий рівень вразливості національної економіки по відношенню до різноманітних шоків. Таким чином, такий імператив фінансових ринків, як кризовість та циклічність показує передбаченість фінансових шоків на ринках та можливість їх запобігання.

### **3.4. Інституційно-просторовий формат організації фінансових ринків**

Важливим імперативом розвитку фінансового ринку в геоеконімічному вимірі є інституційно-просторовий склад. Регулювання фінансового ринку, на відміну від регулювання інших сфер і ланок фінансової системи, має специфічні особливості, зумовлені характером фінансового ринку, які виражаються в тому, що серед усіх елементів фінансової системи фінансовий ринок розвивається надинамічніше. Він більшою мірою схильний до глобалізації легко інтегрується в ринки вищих рівнів.

Система державного регулювання фінансового ринку включає суб'єктів впливу (органи державного регулювання), об'єктів впливу, характеру впливу, повноваження органів регулювання, регулятивні процедури (законодавчі, реєстраційні, ліцензійні та наглядові) та часовий горизонт впливу.

До суб'єктів регулювання фінансового ринку входять органи державного регулювання та саморегілювні організації. Об'єктом регулювання є економічні відносини, що складаються при функціонуванні фінансового ринку та фінансових інститутів. Держава може впливати на фінансовий ринок не лише прямими методами з метою його регулювання, а й опосередковано через інструменти монетарної, фіскальної, інвестиційної політики тощо.

Фінансовий ринок регулюється на двох рівнях: державному, де суб'єктами регулювання є органи державної влади, та внутрішньо ринковому, що забезпечується саморегулюванням. Визначення співвідношення державних та ринкових важелів впливу на фінансовий ринок – основна передумова ефективного механізму його регулювання, тому що державне регулювання повинно доповнювати саморегулювання, а не підміняти його.

Визначення оптимального співвідношення державних та саморегулювальних механізмів має на меті розмежування функцій та повноважень суб'єктів регулювання відповідно до покладених на них завдань. Функціонування механізму регулювання залежить від існуючої моделі регулювання фінансового ринку. Найпоширеніші дві моделі регулювання фінансових ринків. Перша базується на регулювання переважно державними органами і лише невелика частина повноважень передається саморегулювним організаціям. Друга передбачає надання саморегулювним організаціям максимально можливого обсягу повноважень, що забезпечує регулювання фінансового ринку його учасниками практично без втручання держави. З одного боку, саморегулювання фінансового ринку привабливе для держави, тому що саморегулювні організації прямо регулюються галуззю, яку



регулюють, що надає можливість державі спрямовувати зекономлені ресурси на вирішення інших питань. Участь у саморегулювальних організаціях підвищує відповідальність їхніх учасників за власні дії. З іншого боку, саморегулювання має низку недоліків, зокрема, ризики обмеження конкуренції через можливість змови внаслідок інформаційного обміну між учасниками саморегулювальних організацій, корумпованості та створення «залежних» саморегулювальних організацій, можливість конфлікту інтересів учасників. У більшості країн застосовують проміжну модель регулювання фінансового ринку. При цьому співвідношення обсягів повноважень державних та саморегулювальних органів залежить від таких чинників: моделі фінансового ринку країни (банківська чи небанківська); рівня розвитку фінансового сектора; ступеня централізації управління (створення органів регулювання на рівні регіонів); фази економічного циклу (послаблення державного регулювання в період економічного розвитку та посилення в період спаду).

Існуюча модель регулювання фінансового ринку виявляється в розподілі між суб'єктами механізму регулювання їх функцій і повноважень відповідно до мети та завдань діяльності.

Мета державного регулювання фінансового ринку – забезпечити єдність його розвитку та функціонування і сприятливі для цього умови, нагляд за фінансовим станом його учасників та додержання ними норм законодавства.

У механізмі саморегулювання фінансового ринку розрізняють дві складові:

– стихійні способи регулювання, зокрема, передбачувану реакцію учасників ринку на зміну умов, що зумовлюється їх раціональною поведінкою («невидимою рукою ринку»), регулювання за традиціями і звичаями ділових відносин, саморегулювання учасників ринку (встановлення внутрішніх нормативів);

– саморегулювальні організації – добровільні об'єднання учасників ринку, що встановлюють правила здійснення бізнесу їхніх членів.

Мета діяльності саморегулювальних організацій фінансового ринку полягає в забезпеченні ефективної діяльності професійних учасників цього ринку, які є їхніми членами, розроблення та затвердження правил, стандартів професійної поведінки та здійснення відповідного виду професійної діяльності.

З метою забезпечення ефективного функціонування механізму регулювання фінансового ринку важливо чітко визначити характер взаємовідносин державного регулятора та саморегулювальних організацій. Саморегулювальні організації повинні мати чітко визначені повноваження, зокрема, з розроблення та забезпечення дотримання власних правил. У такому разі державний регулятор виконуватиме переважно функції нагляду, використовуючи такі методи, як перевірки на місцях і періодичний нагляд.

Саморегулівні організації повинні періодично звітувати перед державним регулятором про виконання покладених на них обов'язків та отримувати його схвалення щодо встановлених ними правил. Разом з тим недоцільною є практика, коли орган державного регулювання дає вказівки саморегулівним організаціям або дублює їхні функції. Регулятор не повинен долучатись до оперативних і повсякденних питань адміністрування ринків. Чітке визначення відповідних функцій саморегулівних організацій та органів державного регулювання має бути закріплене в законодавчих актах і нормативних документах або забезпечуватись підписанням меморандумів про взаємопорозуміння чи співробітництво.

Особливе значення в механізмі державного регулювання фінансового ринку мають принципи регулювання. Їх дотримання повинно забезпечити уникнення суб'єктивізму в разі втручання у функціонування ринкового механізму регулювання економіки, а також узгодження економічних інтересів учасників ринку. Крім того, не визначивши основних принципів регулювання, немає сенсу формувати конкретні складові механізму регулювання фінансового ринку.

Функціонування механізму регулювання фінансового ринку потребує таких принципів:

- законності – забезпечення дотримання норм чинного законодавства об'єктами і суб'єктами регулювання, протидія шахрайству та легалізації коштів злочинного походження;

- політичної та економічної незалежності – регулювання фінансового ринку не повинно змінюватись під впливом тільки політичних процесів та розстановки політичних сил у країні. Рівень економічної незалежності органів регулювання повинен бути високий, щоб вони мали можливість ефективно регулювати процеси, що відбуваються на ринку;

- справедливості – захист прав та узгодження інтересів суб'єктів фінансового ринку;

- поступової гармонізації – поступове трансформування національного законодавства щодо фінансового ринку до міжнародних вимог;

- комплексності та системності – фінансовий ринок повинен функціонувати на засадах вільної конкуренції, а державне регулювання і нагляд мати системний характер;

- розмежування функцій органів державної влади та саморегулівних організацій, чітке окреслення завдань і повноважень органів державного регулювання;

- пруденційного регулювання – оперативне виявлення і припинення порушень на фінансовому ринку;

- транспарентності – інформаційна відкритість розкриття учасниками фінансового ринку інформації про результати їх діяльності та забезпечення рівного доступу учасників ринку до інформації;

– довіри суспільства – у суспільства повинна сформуватись довіра до фінансових установ, що знижує ризики їх діяльності.

Особливе місце в системі державного регулювання фінансового ринку посідає інституційна структура регулювання.

Зважаючи на поширену у вітчизняних та зарубіжних наукових колах практику розуміння інституту як сукупності не лише формальних та неформальних меж – норм і правил, що структурують взаємодію індивідів у різних сферах, а й організацій, що генерують, модернізують та поширюють ці норми і правила, а також виконують функції примусу до їх виконання, визначимо інституційну структуру регулювання фінансового ринку як склад і структуру регуляторів (норм, правил та організацій), що здійснюють регулювання фінансових інститутів і ринків та нагляд за ними.

Інституційна структура регулювання фінансового ринку базується на таких елементах системи регулювання, як суб'єкти впливу (органи регулювання), їх повноваження та регулятивні процедури (рис. 3.16).

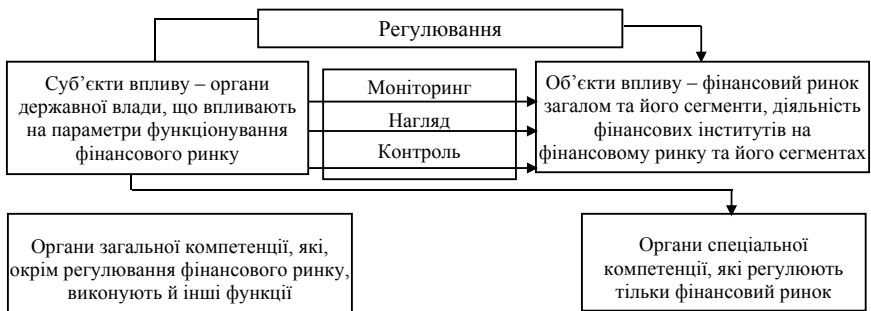


Рис. 3.16. Інституційна структура регулювання фінансового ринку

Суб'єктами впливу є органи державної влади, які, у свою чергу, впливають на параметри функціонування фінансового ринку. Система органів регулювання зазвичай включає органи загальної компетенції, до яких належать Міністерство фінансів, Центральний банк, податкові, митні, антимонопольні та інші органи виконавчої влади, а також органи спеціальної компетенції. Останні, крім регулювання фінансового ринку, виконують багато інших функцій, не пов'язаних з фінансовим ринком. Спеціалізовані органи регулювання зосереджені лише на контролі фінансового ринку.

Традиційно спеціалізовані органи регулювання спрямовували зусилля на основні сегменти фінансового ринку: ринки цінних паперів, банківських послуг та страховий. З ускладненням фінансових інструментів, появою їхніх нових якісних модифікацій, а також нових видів фінансових інститутів коло

підконтрольних об'єктів розширилось за одночасного звуження спеціалізації регуляторів. Окремі спеціалізовані органи регулювання контролюють специфічні види фінансових посередників (наприклад, кредитні спілки, пенсійні фонди), регулюють ринки нових фінансових інструментів (деривативів та ін.) та здійснюють захист прав інвесторів на фінансовому ринку.

До найважливіших питань про сутність регулювання фінансового ринку та інституційну структуру регулювання належить таке: на яких засадах розмежовують органи регулювання і закріплюють за ними повноваження з регулювання та нагляду. За результатами вивчення різних щодо цього питання позицій можна вирізнити три базових принципи побудови системи регулювання: за видами організацій, що діють на фінансовому ринку; цілями регулювання; видами діяльності організацій, що функціонують на фінансовому ринку (так званий функціональний принцип).

Окремі дослідники вирізняють також четвертий принцип побудови системи регулювання: єдиний орган регулювання для фінансового ринку. Проте, як свідчать результати аналізу зарубіжної практики регулювання, в єдиному органі повноваження повинні бути розподілені (між відділами, підрозділами та ін.), а отже, питання їх розподілу залишається.

Принцип побудови системи регулювання фінансового ринку за видами організацій, що діють на фінансовому ринку, означає, що регулювання та нагляд здійснюються щодо кожної категорії організацій (або кожного сегмента фінансового ринку), тобто існує кілька органів регулювання, кожний з яких регулює певний клас організацій, що діють на фінансовому ринку, незалежно від видів їх діяльності. Органи регулювання контролюють організації, що функціонують на фінансовому ринку, та сегменти фінансового ринку шляхом встановлення бар'єрів при входженні до ринку і виході з нього, а також шляхом постійного моніторингу ділової активності.

Система регулювання фінансового ринку, що побудована за видами організацій, які функціонують на фінансовому ринку, полегшує ефективний контроль регульованих суб'єктів за кожним аспектом їх діяльності та цілями регулювання загалом. Кожний фінансовий посередник та сегмент фінансового ринку мають лише один спеціалізований орган регулювання. У результаті усувається дублювання контролю та значно зменшуються витрати регулювання організацій, що функціонують на фінансовому ринку [728].

Такий принцип побудови системи регулювання фінансового ринку особливо ефективний, якщо організації однотипні й функціонують лише в одному з традиційних сегментів фінансового ринку. І, навпаки, що більше різнотипних організацій здійснюють однакові види фінансової діяльності, то значніші спотворення в регулятивній та наглядовій діяльності, оскільки зумовлені

примусом до виконання різних розпоряджень для операцій однакового характеру, які здійснюють різні організації. Недоліки побудови регулювання за видами організацій, що функціонують на фінансовому ринку, поглиблюються тенденцією до мультисекторної діяльності та прогресуючою спеціалізацією фінансових посередників. Разом з тим ці тенденції пов'язані зі зростаючою інтеграцією ринків та інструментів, що часто призводить до створення фінансових конгломератів. Отже, з'являється ризик виникнення «паралельних» систем посередників, що відображають різноманітність відповідних органів регулювання. У такому разі регулювання і контроль стають дестабілізуючим, а не стабілізуючим чинником. Фінансові посередники змушені вибирати юридичний статус за правилами та вимогами регулювання, висунутими різними органами регулювання до кожного типу фінансових інститутів. Ще один недолік регулювання фінансового ринку за видами організацій, які функціонують на ньому, полягає в тому, що коли один орган влади регулює один вид організацій і при цьому має кілька цілей, він може не досягти ефективності, оскільки цілі регулювання можуть бути протилежними одна одній.

Система регулювання фінансового ринку, що побудована за цілями регулювання, означає, що всі інститути і ринки контролюють кілька органів регулювання, кожен з яких відповідає за одну мету регулювання незалежно від правового статусу, функцій та видів діяльності організації, що функціонують на фінансовому ринку. При цьому основні цілі та причини необхідності регулювання на фінансовому ринку пояснюються його недосконалістю і провалами (*market failure*). Згідно з цим структура регулювання може бути такою, як наведена в табл. 3.4.

Таблиця 3.4

**Структура системи регулювання фінансового ринку за цілями регулювання**

Мета регулювання	Орган регулювання	Недосконалість ринку
руденційне регулювання фінансових інститутів та нагляд за ними	Орган пруденційного нагляду	Інформаційна асиметрія
Захист інвесторів (вкладників та акціонерів)	Орган із захисту інвесторів	Інформаційна асиметрія
Розвиток конкуренції на фінансовому ринку і антимонопольне регулювання	Антимонопольний орган	Монополія
Забезпечення стабільності фінансової системи, підтримання ліквідності банківської системи	Орган, відповідальний за стабільність фінансової системи	Екстерналії

Система регулювання, що побудована за цілями регулювання, ефективна на інтегрованих ринках, оскільки не потребує зайвого збільшення кількості органів регулювання і при цьому забезпечуються уніфіковані методи регулювання для організацій, що здійснюють подібні види фінансової діяльності.

Проте ця система регулювання може призвести до мультиплікації контролю, а також його відсутності через нечітке визначення сфер відповідальності. Кожна організація, що функціонує на фінансовому ринку, є суб'єктом контролю більш як одного органу регулювання, що значно збільшує витрати регулювання [728].

У системі регулювання, побудованій за функціональним принципом (видами діяльності організацій), кожний тип фінансових послуг регулюється окремим органом незалежно від організації, яка їх пропонує. Цей підхід має важливу перевагу: передбачає застосування одних правил до фінансових посередників, які здійснюють однакові види фінансової діяльності, навіть якщо мають різний юридичний статус.

Функціональний принцип організації системи регулювання доволі привабливий для регулювання інтегрованих фінансових ринків, проте має кілька недоліків: часткове дублювання органів, які контролюють один суб'єкт, та ризик надмірного розподілу компетенцій серед органів регулювання. Недоліки регулювання за видами організацій полягають також у дублюванні контрольних та наглядових функцій різними державними органами, що спричиняє збільшення витрат на утримання органів регулювання. Дублювання функцій призводить до появи подвійних стандартів для різних організацій, які здійснюють аналогічні види діяльності, що породжує високі адміністративні бар'єри для одних, невіправдані переваги для інших і «конкурентну нерівність».

Принципи організації системи регулювання фінансового ринку не ідеальні, мають певні недоліки. Мало того, у змішуванні різних принципів організації системи регулювання фінансового ринку окремі економісти вбачають джерело проблем розвитку фінансового ринку.

На нашу думку, доволі важко відокремити регулювання фінансових організацій від регулювання їх діяльності на фінансовому ринку. На практиці саме організації, а не їхні функції (види діяльності) стають банкрутами і втрачають платоспроможність, отже, організації по суті повинні регулюватись для забезпечення їхньої безпеки та стабільності фінансової системи загалом. Разом з тим функціональне регулювання стосується різних аспектів, функціонування фінансового інституту, а також його поведінки у відносинах з клієнтами (вкладниками, позичальниками, інвесторами). Якщо органи регулювання фінансового ринку не надають привілеїв підконтрольним інститутам і не обмежують їхніх прав, тобто нейтралітет у конкуренції

зберігається, таке функціональне регулювання може застосовуватись до різних видів фінансової діяльності незалежно від виду організації, яка їх здійснює.

Таким чином, необхідно застосовувати матричний підхід до організації регулювання фінансового ринку, який поєднує переваги регулювання за видами організацій та діяльності.

Типи інституційної структури системи регулювання фінансового ринку розрізняють за критерієм «кількість органів державної влади, що здійснюють регулювання на різних сегментах фінансового ринку». Згідно з цим розрізняють дві моделі:

– MFA (multiple financial agencies), або фрагментовану модель – інституційну структуру регулювання з великою кількістю органів регулювання, що відповідають за різні сегменти фінансового ринку;

– SFA (single financial agency), або інтегровану модель – інституційну структуру регулювання, в якій орган регулювання відповідає як за фінансовий ринок загалом, так і за два або більше його сегменти. У вітчизняній літературі модель інтегрованих фінансових агентств узагальнено визначено мегарегулятором [728].

Модель інтегрованих фінансових агентств (*SFA*) складається з кількох типів інституційних структур, які різняться не лише кількістю органів регулювання, а й обсягом покладених на них повноважень. Необхідність класифікації інституційних структур, що належать до моделі інтегрованих фінансових агентств, очевидна, тому що сприяє якнайповнішому відображенню ступеня інтеграції існуючих інституційних структур регулювання.

Класифікація інституційних структур за комплексом двох критеріїв впливає з визначення інституційної структури, а також існуючих сфер регулювання. За сферами регулювання розрізняють такі повноваження органів регулювання [404, с. 12]: пруденційне регулювання; нагляд за стабільністю фінансової системи загалом та банківською і платіжною системами зокрема; заходи, спрямовані на захист інвесторів (споживачів фінансових послуг) і встановлення правил бізнесу; встановлення прийнятного рівня конкуренції на фінансовому ринку і застосування антиконкурентних заходів.

У більшості країн нагляд за стабільністю фінансової системи загалом здійснює центральний банк, а питання, пов'язані з конкуренцією, зосереджені в одному відомстві, відповідальному за конкуренцію загалом на всіх ринках країни. Як засвідчують результати дослідження питань створення та функціонування інтегрованих органів регулювання і нагляду, основну увагу приділяють кількості та повноваженням органів, що здійснюють пруденційне регулювання і захист інвесторів (табл. 3.5).

Пруденційне регулювання полягає в державному регулюванні ризиків, що виникають під час діяльності фінансових інститутів. При цьому державне регулювання фінансових ризиків здійснює відповідний орган регулювання шляхом нагляду за дотриманням встановлених нормативних обмежень – пруденційних норм.

Таблиця 3.5

**Органи регулювання та нагляду на фінансовому ринку за галузями регулювання та видами фінансових інститутів**

Види фінансових інститутів	Сфери регулювання		
	Нагляд за стабільністю фінансової системи загалом	Пруденційне регулювання, захист інвесторів	Підтримання конкуренції на фінансовому ринку
Кредитні організації Страхові компанії КУА Інші фінансові інститути	Центральний банк	Один або більше органів регулювання	Один орган, відповідальний за конкуренцію на всіх ринках

*Джерело: [405].*

Слід зауважити, що раніше термін «пруденційне регулювання» використовували переважно щодо банківської сфери.

Проте стирання відмінностей природи банківських, страхових продуктів та цінних паперів зумовило появу загальних ризиків, у зв'язку з чим може йтися про пруденційне регулювання діяльності не лише комерційних банків, а й усіх учасників фінансового ринку.

Захист інвесторів передбачає комплекс заходів заборони і обмежень усього, що, на думку компетентних інстанцій (органів регулювання, саморегулювальної організації), суперечить інтересам інвесторів, а також профілактики неналежного виконання обов'язків професійними учасниками фінансового ринку, їх нехтування та зловживання ними. Захист інвесторів включає як превентивні заходи, так і компенсаційні механізми. Превентивні заходи здійснюються за двома напрямками: регулювання фінансового ринку та діяльності його професійних учасників. По-перше, встановлюються законодавчі норми, що визначають правила торгівлі на фінансовому ринку з метою обмеження втручання в його нормальне функціонування, а також вимоги до розкриття інформації емітентами цінних паперів. По-друге, регулюється діяльність фінансових посередників шляхом їх ліцензування, державної реєстрації випуску цінних паперів, встановлення кваліфікаційних вимог до професійних учасників. Якщо інвестор зазнав збитків у результаті несумлінного виконання обов'язків професійним учасником, починають діяти компенсаційні механізми: компенсаційні фонди, які формуються для захисту клієнтів неплатоспроможних брокерів і створюються за рахунок внесків усіх брокерських фірм; приватне



страхування (від шахрайства, халатності, втрати документів та ін.); індивідуальні методи захисту (застава, передавання активів на відповідальне зберігання та ін.).

На нашу думку, взаємозв'язок захисту інвесторів і пруденційного регулювання полягає в тому, що вони базуються на мінімізації ризиків фінансових посередників, хоча й передбачають різні цілі (рис. 3.17).

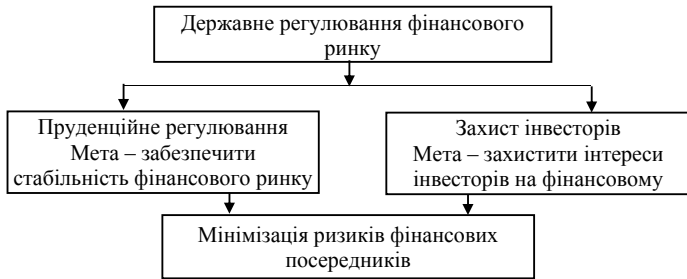


Рис. 3.17. Співвідношення пруденційного регулювання та захисту інвесторів на фінансовому ринку

Здійснення пруденційного регулювання та захисту інвесторів є ключовим завданням органів регулювання фінансового ринку, виконання якого забезпечує стабільність фінансової системи і збереження конкуренції на фінансовому ринку, тобто відтворює умови для його подальшого функціонування. З огляду на це, а також результати аналізу практики регулювання в зарубіжних країнах, можна здійснити класифікацію типів інституційних структур регулювання у межах моделі інтегрованих фінансових агентств за кількістю органів регулювання та обсягами їх повноважень (рис. 3.18).

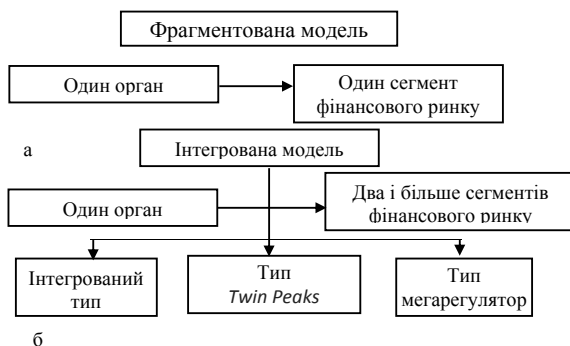


Рис. 3.18. Фрагментована (а) та інтегрована (б) моделі інституційних структур регулювання фінансового ринку і типи інституційних структур у межах інтегрованої моделі

У межах інтегрованої моделі розрізняють такі типи інституційних структур регулювання фінансового ринку: інтегрований, *Twin peaks* та мегарегулятор.

Фрагментована модель інституційної структури регулювання фінансового ринку *MFA* історично є першою інституційною структурою регулювання (табл. 3.6).

Зазначений факт зумовлений тим, що нові сегменти фінансового ринку формувались поступово, а за ними створювались відповідні органи регулювання.

Таблиця 3.6

**Фрагментована модель інституційної структури регулювання фінансового ринку**

Сфера регулювання	Кількість регульованих сегментів фінансового ринку		
	Один	Два і більше	Усі
Пруденційне регулювання	Так	Ні	Ні
Захист інвесторів	Так	Ні	Ні

Інтегрований тип інституційної структури регулювання припускає існування органів регулювання, які здійснюють регулювання та нагляд за двома і більше сегментами фінансового ринку; при цьому пруденційне регулювання і захист інвесторів можуть бути як поєднані в деяких регуляторах, так і відокремлені (табл. 3.7).

Таблиця 3.7

**Інтегрований тип інституційної структури регулювання фінансового ринку**

Сфера регулювання	Кількість регульованих сегментів фінансового ринку		
	Один	Два і більше	Усі
Пруденційне регулювання	Ні	Так	Ні
Захист інвесторів	Ні	Так	Ні

Такий тип інституційної структури регулювання характерний для багатьох країн, зокрема Франції та Німеччини. Тип інституційної структури регулювання *Twin peaks* припускає існування двох органів регулювання: в одному зосереджено пруденційне регулювання фінансового ринку загалом, в іншому – захист інвесторів на фінансовому ринку загалом.

Проведення змін у системі фінансового регулювання та контролю передусім на наднаціональному рівні, яке актуалізувалося після фінансових потрясінь у 2007–2010 рр., насамперед було зумовлено зростанням кількості

та обсягу транскордонних операцій, кардинальним посиленням ролі транснаціональних фінансових організацій, що в сукупності приводить до принципово іншого рівня взаємозалежності країн на світовому ринку капіталу. Глобалізація фінансових ринків природним чином потребувала глобалізації регулювання і нагляду, що власне і дало поштовх до створення нових наглядових фінансових інститутів. При цьому можна виділити два рівні, на яких впроваджуються такі інститути: світовий рівень і рівень окремих регіональних об'єднань, що відрізняється підвищеним ступенем інтеграції національних економік і національних фінансових ринків. На абсолютно глобальному рівні було створено новий міжнародний орган (у квітні 2009 р.) – Раду з фінансової стабільності (РФС, Financial Stability Board), яка фактично стала наступником Форуму з фінансової стабільності, і завданням якої, в тому числі, є розвиток нових форм і підходів для поглиблення співпраці між національними та міжнародними фінансовими і наглядовими органами з метою забезпечення стабільності міжнародного фінансового середовища.

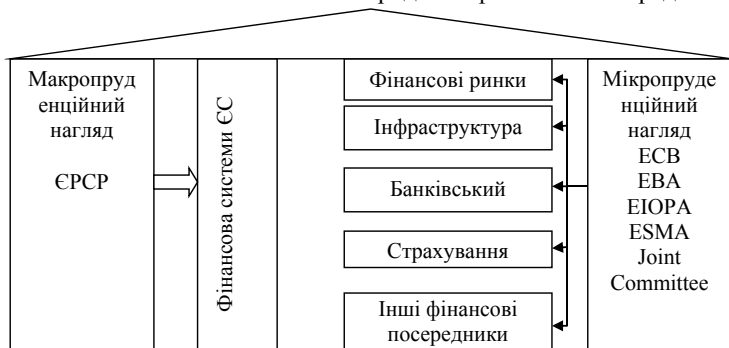


Рис. 3.19. Система регулювання фінансового сектора в ЄС

Джерело: [406].

Процес впровадження елементів наднаціонального регулювання і нагляду на рівні окремих регіональних об'єднань країн найбільш глибоко просунувся в рамках Європейського Союзу, оскільки країни ЄС відчували на собі не тільки наслідки глобальної фінансової кризи, але й європейської кризи суверенних боргів. Зокрема, йдеться про створення нової Системи фінансового нагляду в ЄС (ЄСФН; European System of Financial Supervisors, ESFS).

Інституційну структуру для реалізації макропруденційної політики в ЄС загалом можна вважати доволі складною, адже складається вона з сукупності органів на різних рівнях, зокрема:

– в рамках ЄС основним органом макропруденційного нагляду над фінансовою системою визнано ЄРСР, яка тісно співпрацює із європейськими наглядовими органами та Об'єднаним комітетом європейських наглядових органів;

– на національному рівні держави-члени створили свої органи, відповідальні за макропруденційну політику, і рекомендації яких носять більш зобов'язуючий характер, ніж ЄСРП, що в принципі є закономірним, адже різниця у бізнес- та фінансових циклах серед країн-членів вимагає застосування макропруденційних заходів різної «сили»;

– банківське регулювання, тобто пакет «CRD IV/CRR», який набрав чинності в січні 2014 р. передбачає імплементацію нових макропруденційних інструментів, які можуть бути активізовані на національному рівні з різними процедурами консультацій на рівні ЄС. На ЄСРП покладена координаційна функція у активації деяких з цих нових макропруденційних інструментів CRD IV/CRR;

– відповідно до Єдиного наглядового механізму (Single Supervisory Mechanism – SSM) Європейський центральний банк наділений специфічними макропруденційними повноваженнями в межах банківського союзу, суть яких полягає у нагляді за найбільшими і найважливішими європейськими фінансовими інститутами.

Таким чином, в інституційному аспекті імплементація макропруденційної політики в ЄС забезпечується кооперацією та координацією багатьох органів на різних рівнях (ЄСРП на рівні ЄС, ЄЦБ/SSM на рівні банківського союзу, національними макропруденційними органами на рівні держав-членів). Процедури активації нових макропруденційних інструментів іноді є обтяжливими, що відображає необхідність підтримувати гнучкість на національному рівні, обмежуючи негативні наслідки трансграничного впливу на сусідні країни та захист єдиного ринку.

У руслі рекомендацій G20 і РФС CRD-IV також пропонує переглянути правила і принципи корпоративного управління і внутрішньобанківського ризик-контролю в бік посилення відповідальності менеджменту і наглядової ради банків. Вводяться обмеження на бонуси банківським службовцям, які не повинні перевищувати суму їх річних зарплат, або за рішенням Зборів акціонерів, перевищення може бути не більше, ніж в 2 рази.

Пакет CRD-IV доповнюється більш ніж 100 технічними регламентами, які готує Європейський банківський орган (ЕБА), а випускає Європейська комісія (ЕК). ЕБА може також готувати рекомендації, які мають необов'язковий характер, але допомагають правильно застосовувати CRD-IV.

Відтермінування вступу в силу пакета CRD-IV було пов'язане з низкою розбіжностей, що виникли під час обговорення документа. Так, якщо комісари ЄС з фінансових ринків як найважливіше завдання бачили створення зводу єдиних правил фінансового регулювання і запобігання арбітражу в ЄС, то ряд

країн-членів, перш за все Великобританія, Швеція, а також Іспанія, виступали за більшу гнучкість у застосуванні пакета CRD-IV на національному рівні.

EMIR – головний законодавчий акт ЄС, покликаний забезпечити реалізацію узгоджених в рамках G20 заходів щодо посилення регулювання та прозорості ринку похідних фінансових інструментів – деривативів. Саме операції з нерегульованими деривативами, перш за все кредитними дефолтними свопами (CDS), зумовили безпрецедентний розмах глобальної фінансової кризи 2008–2009 рр. Зокрема, Регламент передбачає обов'язковий кліринг для фінансових стандартизованих угод з деривативами через центральні контрагенти (CCPs); для позабіржових (OTC) угод з деривативами встановлюється більш висока маржа і обов'язкове надання звітності за операціями в торгівлі депозитарії, а також жорсткі заходи з оцінки ризиків.

Поряд із фінансовими інститутами ЄС під дію EMIR підпадають нефінансові компанії, якщо обсяг їх операцій перевищує певні ліміти, наприклад, за кредитними деривативами – 1 млрд євро, за валютними і товарними – 3 млрд євро. Регламент також встановлює вимоги до корпоративного управління, оцінки ризиків і публічного звітування самих центральних контрагентів і торгових репозитаріїв. Всі ці заходи покликані зробити операції з деривативами, по-перше, більш прозорими, по-друге, більш дорогими і, отже, менш привабливими. І те, і інше має зменшити ризики на фінансових ринках. Важливо відзначити, що дія EMIR поширюється не тільки на європейські, а й на іноземні фінансові інститути, які оперують на європейському ринку, що викликає неоднозначну реакцію з боку їх «домашніх» регуляторів [587].

Ще один напрям міжнародної реформи фінансового регулювання – структурні зміни в банківському секторі з метою зменшення ризику «перехресного зараження» між комерційною та інвестиційною діяльністю банків і обмеження дії гарантій за депозитами у сфері традиційних банківських операцій. Комісія з внутрішнього ринку і послуг ЄС розробляє пропозиції про обмеження інвестиційних операцій комерційних банків за рахунок власних коштів, тобто обраний варіант близький до американського. Однак американський досвід тривалого введення правила Волкера свідчить, що дії сильного банківського лобі здатні впливати на жорсткість і терміни прийняття рішень.

В інституційному плані основним органом макропруденційного нагляду над фінансовою системою в рамках ЄС визнано ЄРСР, яка забезпечує сигнали раннього попередження загальносистемних ризиків і дає рекомендації щодо впливу на них. ЄРСР тісно комунікує із ЄЦБ, національними центральними банками, європейськими наглядовими органами та Об'єднаним комітетом європейських наглядових органів, відображаючи тим самим

макропруденційну систему фінансового нагляду в ЄС. В законодавчому аспекті, реформа регулювання фінансового сектора в ЄС постає як багаторівневий процес, який спирається на єдині міжнародні стандарти, що розробляються глобальними організаціями (глобальний рівень), директиви і регламенти наднаціональних інститутів ЄС, законодавчі акти національних фінансових регуляторів, що враховують логіку перших двох рівнів. Відповідно, законодавчою основою макропруденційного регулювання в ЄС є єдиний кодекс правил для всіх фінансових установ ЄС – CRD-IV Package, який включає Директиву про вимоги щодо достатності капіталу і Регламент достатності капіталу, а також вводить правила і принципи корпоративного управління і внутрішньобанківського ризик-контролю в бік посилення відповідальності менеджменту і наглядової ради банків [416].

Потрясіння банківської системи, які відбулися в європейських країнах (в, перш за все, країнах євросони) примусили замислитися про необхідність певних кардинальних реформ. Як зазначив один із провідних грецьких банківських експертів Zavoss: «Криза євросони відновила вимоги стосовно швидкої консолідації ЄБС (Європейського банківського союзу) як одного з кроків у напрямку Європейської федерації, який є необхідним для виживання Греції та Кіпру у геополітичному середовищі» [407]. Тим більше, що це стосується не тільки Греції та Кіпру.

Важкий стан, в якому опинилися західноєвропейські банки обумовлюється трьома основними причинами: низькими ставками позичкового капіталу, значними обсягами неповернутих кредитів та проблемами регуляторного характеру. Наслідком цього стало помітне падіння ринкової їхньої капіталізації. Причини: по-перше, операції «тіньового банкінгу» сприяли створенню ринкової системи кредитування за підтримки забезпеченого короткострокового фінансування на ринку (т.зв. новий ринок на основі кредитної системи); по-друге, ця діяльність призвела до виникнення таких типів інструментів ліквідності, які є формою грошей, які, як правило, не враховуються в регулярних грошових агрегатах [530]. Водночас міжнародна реформа фінансового регулювання була в основному зосереджена на банківській системі. Вона ще не торкалася цих нових видів діяльності відповідним чином. Існує багато проблем навколо появи нових спеціалізованих фінансових «стартапів», які використовують переваги «діджиталізації» і технології «великих масивів інформації», спрямованих на те, щоб проникнути у сферу діяльності банків. Це відбувається тому, що банки також впроваджують нові технології. Крім того, після перетину деяких порогових значень, нові форми фінансування, в кінцевому рахунку починають регулюватися за рахунок тих самих провалів ринку і зовнішніх чинників

(тобто асиметрії інформації, «морального ризику», несприятливого відбору і «стадної» поведінки), які обґрунтовують регулювання в банківському секторі. Таким чином, зокрема, оплата послуг дійсно може стати сферою, в якій банки можуть втратити значну частку ринку. Інші види діяльності, які «поставлені на карт», це: заощадження і управління інвестиціями через Інтернет, з робоконсультантами, які надають послуги з управління портфелем за певним алгоритмом; колективне фінансування або пряме часткове фінансування проектів з боку інвесторів, які знаходяться в основному через Інтернет; рівноправне кредитування згідно з яким за допомогою інтернету зводяться кредитори і позичальники, які можуть бути фізичними особами або підприємствами малого бізнесу; або комплексні онлайн консультації управління грошима по усіх банківських рахунках і заощадженнях клієнтів. За даними дослідження, проведеного консалтингової компанією McKinsey, за п'ять років (до 2014 р.) за рахунок нових фінансових технологій було залучено венчурного капіталу та фінансування з боку інституціональних інвесторів, що розраховують на зростання курсу акцій в сумі 23 млрд доларів (причому близько половини цієї загальної суми інвестицій в одному тільки 2014 р.) [408].

Проблема розширення банківської діяльності небанківських установ піднімає питання про необхідність більш фундаментальної реформи кредитно-фінансової системи, щоб зменшити ймовірність виникнення фінансових і банківських криз.

Крім структурних тенденцій і регуляторних змін, серйозні проблеми для банківського бізнесу також створює поточний стан низьких процентних ставок (такий здавалося б бажаний, з точки зору українських реалій). У свою чергу це перешкоджає зростанню інвестицій і споживання і генерує рецесійний і дефляційний тиск. Ця ключова проблема для європейських банків пов'язана також з тривалим періодом низької рентабельності в секторі. У той час як прибутковість банків останнім часом трохи відновилася, вона залишається загалом на дуже низькому рівні: середня прибутковість зони євро значущих банків на капітал (ROE) становила 5,8 % в 2015 році, залишаючись нижче їх вартості капіталу (за оцінками, близько 9 %). Насправді, негативний розрив між ROE і вартістю власного капіталу банків зберігається після фінансової кризи 2008 р., незважаючи на деяке звуження в цьому проміжку останнім часом [409]. Крім того, аналітики не впевнені в перспективі у тому, що відбудеться значне відновлення прибутковості банків в найближчому майбутньому. Це також відображено в продовженні низьких ринкових оцінок акцій банків країн зони євро. Фінансова криза і нові нормативні вимоги вплинули на діяльність банків та їх бізнес-моделей. Циклічні проблеми прибутковості в деяких країнах посилюються великим запасом

необслуговуваних активів: в країнах зони євро на великі банківські установи наприкінці 2015 р. припадало майже 950 млрд євро необслуговуваних кредитів (Non-performance Loans – NPL), що еквівалентно близько 9 % ВВП цих країн, а середній рівень NPL становив 7,1 %, що є досить високим показником за міжнародними стандартами. Водночас прогрес у скороченні NPL залишається дуже повільним, що можна пояснити цілим рядом перешкод для рішучого врегулювання простроченої заборгованості. До них відносять такі специфічні фактори, як обмежений оперативний потенціал або відсутність достатнього досвіду управління. Крім того, існує цілий ряд структурних чинників, які перешкоджають швидкому вирішенню простроченої заборгованості, в тому числі некоректність деяких законів і правил стосовно платіжної неспроможності, неефективність судових систем, відсутність ефективних механізмів позасудовий вирішень спорів тощо.

Таким чином, можна прийти до висновку, що кількісна надмірність банківського сектора в поєднанні з триваючою структурною тенденцією до зростання обсягів та частки ринкового фінансування призводять до необхідності скорочення європейського банківського сектора в майбутньому. У зв'язку з цим виникає важливе питання про те, як домогтися скорочення надлишкових потужностей в банківському секторі, не викликаючи банківської кризи, яка б могла негативно позначитися на економічній активності. Можливі шляхи консолідації в банківському секторі включають в себе злиттів і поглинань, як на внутрішньому ринку, так і транскордонні; скорочення чисельності банківських установ (особливо великих і складних банків), а також впорядкування системи створення та закриття банків. У принципі, злиття та поглинання, якими супроводжується скороченням чисельності є найкращим варіантом для консолідації в банківському секторі і забезпечує сприятливий фон. У кінцевому рахунку, економіка євросони потребує банки, які є достатньо великими, щоб працювати і диверсифікувати ризики на транскордонній основі в рамках єдиного європейського ринку. Це допомогло б в повній мірі скористатися перевагами банківського союзу і поліпшити компроміс між цілями фінансової стабільності та економічної ефективності.

Слід відзначити, що банківська система сходу ЄС має, на думку фахівців [410], свої особливості: банки менш досвідчені та розвинуті (менше CD's і сек'юритизації взагалі); регулятор звертає увагу лише на кредитні ризики; рівень капіталізації (тому) – вище; власність (40–50 % по країнах) закордонна; кредитують західних клієнтів (більш надійні); залучені до реалізації Vienna Initiative 1; філії західних банків дають їм вищий рівень прибутку; значний рівень NPL не дає часу на нове кредитування; кредити номіновані в іноземній валюті – центральні банки втратили з цієї причини до 30 % своїх резервів.



Аналіз сучасного стану банківської системи ЄС викликав необхідність визначити, перш за усе, що саме представляє собою «системна банківська криза» з теоретичної точки зору. При цьому «відправною точкою» аналізу стало політологічне визначення «кризи» як «серйозної загрози базовим структурам або фундаментальним цінностям і нормам системи, яка в умовах обмеження часу і непередбачених обставин викликає потребу в екстрених рішеннях» [411] або як ситуації, «яка оспорує ключові елементи ідентичності системи і позбавляє її здатності адекватно реагувати на загрози її існуванню через розпад інститутів або некерованої і швидкоплинної трансформації структурних зв'язків» [412].

Кризу неправомірно ототожнювати з конфліктом, виникненням соціально-економічної напруженості або «порушенням порядку» всередині системи. Крім того, стає очевидним, що керовані і послідовні зміни, навіть масштабного і стратегічного характеру, не можуть називатися кризою, хоча можуть бути пов'язані з конфліктом очікувань і соціально-економічними (адаптаційними) шоками. Вихід з кризи – або превентивне ухилення від нього – навіть має на увазі необхідність інновацій і змін; ця позиція протистоїть широко поширеній думці про те, що кризи повинна протистояти якась незмінна і чи не статична «стабільність». У разі, якщо структурної або інституційної трансформації політичної системи, спрямованої на розвиток і адаптацію до змін «навколишнього середовища», не відбувається в керованій формі, система дійсно стикається з кризою, оскільки опиняється в «глухому куті», з якого не має виходу і єдиною перспективою є подальший занепад.

Системна банківська криза означає виникнення ситуації, коли подальше функціонування окремих банків, а в перспективі – усієї банківської системи на основі існуючих принципів організації та управління стає практично неможливим внаслідок того, що ризиків, які виникають, не можна уникнути або суттєво нівелювати шляхом використання традиційних методів [618].

Однією з таких причин стало проведення комерційними банками невиваженої кредитної політики, в основі якої була недооцінка ступеню ризикованості таких операцій. Зокрема, це стосується поширення системи «скорингу» – тобто, система оцінки кредитоспроможності (кредитних ризиків) особи, заснована на численних статистичних методах. Простіше кажучи, банк не бажає витратити час і зусилля на вивчення кредитоспроможності кожного конкретного клієнта, а покладається на статистичну вірогідність того, що він виявиться кредитоспроможним (оскільки за результатом опитування, потрапляє в відповідну репрезентативну групу). Як стверджують практикуючі банкіри, статистика якраз показує, що мінімізація витрат на верифікацію виправдовує додаткове резервування під втрачені кредити. Тобто в кінцевому

підсумку банки все одно наростили прибуток за рахунок підвищених відсотків і великої кількості позичальників. Ось тільки ігнорують те, що число неплатоспроможних позичальників, що опинилися в «кредитній мишоловці», досягнувши «критичної маси» підриває основи самої банківської системи [619].

Спрощення споживчого кредитування було «підсилено» розповсюдженням мікрокредитування.

Починаючи з 2008 р. модель мікрокредитування увійшла в досить різкий спад. Каталізатором цього процесу стало первинне публічне розміщення акцій найбільшого макрофінансового банку Мексики – Banco Compartamos: коли внаслідок фондової спекуляції організатори отримали величезні прибутки для своїх засновників фактично без залучення жодного додаткового капіталу [413]. Аналогічні ситуації відбулися і в інших країнах. Починаючи з 2010 р. стали з'являтися свідчення того, що мікрокредитування має явно негативний вплив на бідних.

Фінансово-банківська криза в США почалася в кінці 2006 р. з іпотечної кризи в секторі неякісних кредитів, який з'явився внаслідок «фінансового міхура» на іпотечному ринку, викликаній низькою процентною ставкою ФРС, надлишком ліквідності і легковажним ставленням іпотечних компаній до позичальників. Під час швидкого зростання цін на нерухомість люди охоче брали іпотечні кредити, оскільки будь-які відсотки можна було легко окупити, перепродавши через рік будинок, адже ціни на житло щорічно зростали на 15–20 %. А ланцюгову реакцію по всьому світу викликав той факт, що іпотечні компанії, намагаючись вийти з важкої ситуації з неякісними іпотечними кредитами, стали продавати заставні по іпотеці інституціональним інвесторам в США й інших країнах. А потім іпотечна криза, перші ознаки якої з'явилися в кінці 2006 р., вже поширилася практично на всю світову економічну систему, справивши значний вплив на банківський сектор і світові фінансові ринки. Криза у сфері ризикової іпотеки позначилась і на банках: котирування кредитних деривативів п'яти провідних інвестиційних банків США – Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch, Lehman Brothers і Bear Stearns. Наслідками фінансової кризи в США стали націоналізація іпотечних агентств Fannie Mae і Freddie Mac, банкрутства найбільших системоутворюючих банків США і націоналізація страхового гіганта AIG. А у вересні 2008 р. іпотечна криза в США спровокувала кризу ліквідності світових банків. Так, через фінансову кризу в США розорився банк Bear Stearns, банк Lehman Brothers збанкрутував, а Merrill Lynch був куплений Bank of America. ФРС купила 80 % акцій American International Group (AIG) найбільшого світового страховика, по суті націоналізувавши його [623].

Наслідки світової іпотечної кризи були такими: криза вийшла за межі іпотечного ринку США, створивши проблеми для банківських систем Європи; відбулося різке скорочення міжбанківського кредитування через втрату довіри до банків (як в США, так і в Європі); держава була вимушена кредитувати страхові компанії для підтримки їхньої ліквідності [634].

Наслідком банківської кризи по усьому світу стало банкрутство багатьох великих банків.

Банківська криза в Європейському Союзі стала наслідком глобалізації, а конкретніше – низькою конкурентоздатністю європейських банків внаслідок недостатньої капіталізації та технологічного відставання – з одного боку та недоліків пруденційного нагляду та політики покриття банківського ризику – з іншого. В результаті взаємної дії цих факторів європейська банківська система була «інфікована» з боку банків інших регіонів світу (перш за усе, США) і не змогла належним чином захистити свою стійкість та ліквідність.

Але загрозу як «джерело нестабільності» становить не тільки США, але вже й Китай, повномасштабна банківська криза в якому може викликати поступову реакцію по всьому світу [415].

Отже, світ може знову опинитися на порозі чергової банківської кризи, ознаки чого очевидні для всіх. Банки в США, Канаді, Великобританії, ряді країн Європи, Азії, Австралії та Новій Зеландії сильно схильні до ринки нерухомості, ціни на яких завищені за історичними мірками. Крім того, банки мають значний вплив на проблемні сектори природних ресурсів: обсяги кредитування тільки в енергетичному секторі становлять близько 3 трлн дол. по всьому світу. Позичальники намагаються обслуговувати цей борг в умовах падіння цін на сировинні товари, слабого економічного зростання, надлишкових потужностей, зростання вартості запозичень і слабких валют. Зусилля уряду щодо відродження зростання – в основному за рахунок цілеспрямованого розширення банківського кредитування – викликають небезпечні побічні ефекти. З безпечними активами, пропонуючи низьку прибутковість, банки профінансували менш кредитоспроможних позичальників, особливо в нафтовому секторі, секторі сланцевого газу і на ринках, що розвиваються [415]. Європейські влади почали шукати нові інструменти впливу на діяльність банків та захисту від банківських криз. Розглядалися два варіанти: ліберальний та патерналістський: ліберальний варіант – повне банкрутство банків, що припускає гарантоване повернення вкладів до 100 тис. євро і туманну долю для решти; патерналістський варіант – державна допомога за рахунок того, що під нові кредити буде закладено національні надбання: від родовищ газу до коштів пенсійного фонду.

ЄСЦБ – є центральним банком Європи та на нього покладені такі завдання: визначення і проведення в життя валютної політики ЄС; проведення міжнародних валютних операцій, зберігання та управління офіційними резервами іноземної валюти держав – членів, сприяння плавному функціонуванню системи платежів. До складу ЄСЦБ входить Європейський центральний банк та центральні банки країн – членів Союзу. З метою координації кредитно-грошової політики на території всіх країн ЄС при ЄЦБ було створено Генеральну Раду, до складу якої входять президент ЄЦБ, віцепрезидент ЄЦБ та керівники усіх центральних банків країн – членів ЄС [422].

Введення єдиної валюти поставило на порядок денний створення нової системи розрахунків, в рамках якої всіма учасниками валютного союзу підтримується режим реального часу, що забезпечує можливість майже моментальних розрахунків у будь-якій країні-члені.

Платіж у такій системі може бути здійснений тільки за наявності необхідних коштів на розрахунковому рахунку у відповідному центральному банку. Якщо грошові кошти доступні, операція проводиться негайно – в реальному часі. За браком коштів на рахунку операція вноситься в чергу до надходження необхідної суми [728].

Такий механізм отримав назву Системи валових розрахунків у реальному часі (Real Time Gross Settlements – RTGS). Кліринг та розрахунки, що використовують національні RTGS, можливі на всій території зони євро. Всі національні RTGS пов'язані між собою через механізм TARGET і створюють загальноєвропейську систему розрахунків у євро. Одночасно (паралельно з RTGS) продовжує існувати традиційний механізм кореспондентських відносин, який дозволяє здійснювати операції не тільки в євро, але і в інших валютах.

Існуюча політика єврозони, націлена на підтримку ліквідності для проблемних країн, лише поглиблює накопичені дисбаланси та не може забезпечити вихід із кризового стану» [417]. Водночас єдина валютна політика не завжди може врахувати різні цілі, які притаманні економікам країн зони євро внаслідок доволі різного рівня економічного, соціального та інституціонального розвитку. Особливо великі проблеми виникають у зв'язку з розбіжностями в банківській та фіскальній системам країн ЄС.

Для досягнення мети дослідження було проаналізовано дії, спрямовані на виконання «дорожньої карти» розбудови Банківського Союзу ЄС [417]. При цьому акцентовано увагу на висновках т.зв. «Звіту п'яти президентів» – президента Єврокомісії, Європейської Ради, Єврогрупи, ЄЦБ та Європарламенту, який стверджує, що в рамках валютного союзу необхідно забезпечити повну рівномірність фінансової системи, в іншому випадку передача

імпульсів в результаті грошово-кредитної політики (наприклад, зміна політики щодо процентних ставок) буде варіюватися в різних державах-членів.

Створення банківського союзу вимагає, перш за все, зміни в пріоритетах в директивах та національних законах стосовно санації та перебудови і впорядкування ліквідації банків усіх держав-членів. Це дуже важливо для справедливого розподілу ризиків з приватним сектором. По-друге, необхідно досягти угоди про забезпечення адекватного фінансування в разі ліквідації банків. По-третє, протягом перехідного періоду, що передуватиме створенню єдиного фонду реструктуризації і впорядкуванню пріоритетів ліквідації банків, необхідно створити надійний загальний механізм, пов'язаний із захистом і впорядкуванням ліквідації фонду реструктуризації і добитися прогресу на шляху до повного вирівнювання умов роботи для банків у всіх країнах ЄС [418].

Головною причиною кризи в європейській банківській системі можна вважати відставання інститутів пруденційного нагляду та регулювання від сучасного рівня розвитку фінансових систем та їхніх взаємовідносин, що призводить до нездатності регуляторів здійснювати адекватні заходи впливу, які б забезпечували сталий розвиток. Ця проблема існує і на національних рівнях, але на рівні ЄС вона поглиблюється ще й нездатністю національних органів належним чином контролювати фінансові установи-нерезиденти, оскільки співпраця між національними інститутами досить часто нашоухується на конфлікт інтересів. Інституційні конфлікти намагаються вирішити шляхом створення наднаціонального регулюючого органу з розширеним мандатом, що дозволяє здійснювати моніторинг ризиків незалежно від приналежності організації до тієї чи іншої юрисдикції. Криза також продемонструвала недосконалість механізму, який передбачає функції моніторингу системних ризиків або пруденційного нагляду та функції нагляду за виконанням законів та інших норм. Слабким виявився моніторинг системних ризиків, у зв'язку з чим наприкінці 2010 р. під патронатом ЄЦБ було створено Європейську Раду системних ризиків, який повинен взаємодіяти з трьома згаданими вище органами. Такі зміни були досить високо оцінені багатьма експертами, однак для розуміння реальної ефективності нового механізму потрібен час. Крім того, така ефективність може і повинна бути продемонстрована щодо нової банківської системи країн ЄС, яка знаходиться ще у стадії формування.

Остаточний варіант «доповіді Ліканена» було оприлюднено у жовтні 2012 р., а її рекомендації включали ключові тези американського закону Додда-Франка та британського «звіту Вікерса», зокрема: 1) обов'язкове розмежування інвестиційних («проп-трейдингових» – *proprietary trading*) та інших високоризикових операцій; 2) додаткове відокремлення операцій,

обумовлених планом санації та остаточного урегулювання (recovery and resolution plan – RRP); 3) корекція використання інструментів планів залучення приватних кредиторів до спасіння банків від банкрутства (bail-in) як засобів остаточного урегулювання; 4) запровадження більш жорстких вимог щодо достатності капіталу та обов'язкових резервів; 5) укріплення банківського менеджменту та банківського контролю (в тому числі, в питаннях бонусів для вищого керівництва) [419]. Таким чином, основні положення Звіту зводяться до впровадження компартменталізації банківських операцій (або «огородження» – ring-fencing), а також комплексу заходів (2–5), спрямованих на те, щоб дозволити банкрутство проблемних банків замість організації їхнього спасіння за рахунок державних коштів [728].

Враховуючи чисельні відмінності в організації та управлінні банківськими системами в США та Європі (тому числі, Великій Британії), «правила Волкера» краще приймати не замість того, що запропонувала британська Комісія з питань банківської реформи, а на доповнення до її рекомендацій.

Крім того, він вважає, що самих тільки структурних змін буде не достатньо для належного реформування банківського сектора, хоча вони є ключовою частиною загального пакету реформ разом з більш вимогливими стандартами достатності капіталу та ліквідності, правилами «покриття збитків» (включаючи залучення приватних кредиторів до спасіння проблемних банків), реальним врегулюванням неплатоспроможності (resolvability) тощо [420].

Нові пропозиції передбачають певне розмежування роздрібних банківських операцій від високо ризикованих інвестиційних. Хоча зрозуміло, що оскільки це призводить до зменшення капіталу, який буде у розпорядженні інвестиційних банкірів, зменшуючи леверидж та можливості для «сіяння хаосу» на ринках [421], остільки не слід було очікувати з їхнього боку однострійної підтримки внесених пропозицій.

Варто відзначити, що реалізація програм «кількісного пом'якшення» ЄЦБ зіткнулася з явними труднощами. Настільки масштабні покупки цінних паперів неминуче повинні були створити їх дефіцит – в крайньому разі, за найбільш популярним серед інвесторів позиціями (наприклад, у німецьких цінних паперах). В результаті дохідність низки німецьких державних облігацій (до 5 років) у 2015 р. вперше в історії увійшла в негативну зону. Крім того, як показує досвід попередніх програм ЄЦБ, вони частіше виявлялися менш масштабними, ніж спочатку анонсувалося.

Необхідно звернути увагу на протиставлення низки країн (особливо Німеччини) проти ультрам'якої монетарної політики ЄЦБ. На їхню думку,

негативним наслідком європейського «кількісного пом'якшення» (QE) може стати ослабленням бюджетної дисципліни в країнах євროзона, відмова від «болісних» реформ, зростання державних витрат і подальше нарощування боргів, що збільшує ризик нової фінансової кризи після того, як ЄЦБ перейде до жорсткої грошово-кредитної політики і процентні ставки підвищаться. Деякі експерти і політики з країн-кредиторів вбачають тут можливе порушення правил ЄС, які забороняють фінансування окремих членів об'єднання з боку ЄЦБ, а побічно і за рахунок інших учасників союзу (ЄЦБ, по суті, обходить цю заборону) [728].

Крім цього, представники фінансового бізнесу побоюються, що діяльність монетарної влади сприяє спотворенню ринкових цін на активи, генеруючи штучний попит на деякі з них, наприклад, на іпотечні приватні папери.

Керівництво ЄЦБ визнало, що політика Банку ще не повністю відповідає очікуванням, але є як досягнення, так і невдачі. Розрахунки експертів ЄЦБ показують, що програми QE мали відчутний вплив на ринок, сприяючи зниженню ставок для широкого кола цінних паперів – від державних до корпоративних облігацій. Зокрема, вони призвели до зменшення на 30–50 базових пунктів ставки за німецькими 0-річними облігаціями. Також знизилася прибутковість і за держоблігаціями інших країн євროзони (в тому числі Італії, Іспанії, Португалії та інших держав, які мають фінансові проблеми), хоча вони і не змогли наблизитися до рівня німецьких аналогів.

Стимулюючі заходи ЄЦБ загалом сприяли поживавленню економічної активності в Єврозоні [422].

Але поглиблення інтеграції на даному її етапі ставить досить конкретне питання: в рамках існуючого валютного союзу необхідно зробити вибір між національними банківськими системами та відсутністю зобов'язань щодо фіскальної солідарності («трилема Пізані-Феррі»). Європейська валютна система базується на певних принципах: 1) відсутність спільної відповідальності за державними боргами, відоме, як, «застереження проти програм фінансової допомоги» (*'no bail-out clause'*), передбачене ст. 125. Угоди щодо функціонування ЄС [423]; 2) сувора заборона на фінансування бюджетних дефіцитів за рахунок емісії, встановлена ст. 123 Угоди [423] та 3) комбінація з принципів вільного руху капіталів, національних систем банківського нагляду та, якщо виникне така потреба, систем спасіння банків від краху (загалом – «національні банківські системи») [728].

Враховуючи, що європейські банки залучені до фінансування державного боргу в значно більшому обсязі, аніж в інших промислово розвинутих країнах і частка державного боргу, яка утримується місцевими

банками тільки зростає протягом кризи [424], може бути бажано змінити статус державного боргу у фінансовій системі єврозони («фінансовий союз»), але було б помилкою вважати, що цей процес може бути легким. Іншою стороною такої реформи повинен стати перехід як нагляду за великими банками, так і відповідальності за їхній порятунок від фінансового краху на європейський рівень. Це допоможе знизити вразливість держав до банківських криз. Така реформа потребуватиме створення бюджетних механізмів на європейському рівні як першого кроку через створення Європейського фонду фінансової стабільності (European Financial Stability Facility), відповідального за підтримку національних схем страхування вкладів і на другому етапі – через створення Європейської корпорації страхування депозитів. Друге рішення полягає у тому, щоб надати ЄЦБ роль кредитора останньої інстанції для держав. Нарешті, третє рішення полягає у створенні фінансового союзу між країнами-членами зони євро фіскального союзу [728].

Ідея *фіскального союзу* (при якій немає можливості емісійного фінансування) пов'язана зі створенням жорсткої спільної фіскальної системи та спільними гарантіями за частиною державних боргів. Одним з елементів такого підходу є емісія «спільних єврооблігацій», що може загострити відносини між країнами єврозони: адже країни з високими кредитними рейтингами, приймаючи на себе ризики «слабкіших країн-позичальників», понесуть реальні втрати (за рахунок погіршення умов кредитування), а отже, будуть претендувати на компенсацію у вигляді контролю за бюджетними рішеннями країн, які будуть «слабкою ланкою» (а на прикладі Греції вже можна було побачити, до яких політичних наслідків це може призвести). З урахуванням цього, на рівні ЄС прийнято низку законодавчих рішень, які базуються на пропозиціях, ухвалених Європейським парламентом та Європейською Радою 16 листопада 2011р., що роблять можливим здійснення певних превентивних заходів проти утворення надмірних бюджетних дефіцитів (зокрема, введення ліміту у 0,5% для бюджетних дефіцитів структурного характеру) тощо.

Рішення у вигляді *фінансового союзу* (ані можливості емісійного фінансування, ані спільної відповідальності за державними боргами) виключає існування незалежних банківських систем. Тобто замість цього створюється спільна система нагляду та інспектування банків на рівні ЄС. Це у свою чергу передбачає фундаментальні зміни у фінансовій системі ЄС, яка базується, головним чином, на банках і в якій державні облігації вважаються безпечними активами для комерційних банків. Диверсифікація банківських портфельів державних цінних паперів зробить їх менш вразливими на дефолт окремої країни і, таким чином, підвищить стабільність системи загалом.



Схема санації банків на рівні ЄС в такий спосіб вирішує неузгодженість між податковими доходами окремої країни та потенційною відповідальністю держави у разі банківської кризи. Зрештою, рішення у формі створення кредитора останньої інстанції для урядів залишає існування незалежних банківських систем при відсутності спільної відповідальності за боргами, але ЄЦБ отримає право кредитування урядів (якщо інші можливості для них будуть недоступні). Тобто ЄЦБ кредитуватиме уряди на певний обмежений строк за ставкою, яка вища, аніж та, що існує для безризикових позичальників, але нижча, аніж ринкова для відповідних урядів. Такий варіант теж достатньо активно обговорюється експертами, але не знаходить необхідної офіційної підтримки (особливо, з боку Німеччини), оскільки прямо суперечить умовам створення Європейського центрального банку [416].

Між тим перед ЄЦБ і без цього стоять досить важливі та нелегкі до виконання нові завдання. Вважається, що здійснення контролю за балансами великих комерційних банків з боку ЄЦБ примусить їх очиститися від «поганих активів» (високоризикових та сумнівних кредитів) та наростити свій капітал, що сприятиме економічному відродженню. Але політикам до початку цієї роботи так і не вдалося домовитися, що робити, якщо дефіцит фінансових ресурсів буде занадто великий для банків або уряди відповідних країн. Якщо за таких умов ЄЦБ буде дотримуватися жорстких вимог, це може поглибити кризу, а якщо вдасться до м'якої політики – це послабить його власну кредитоспроможність [426].

У надзвичайних ситуаціях протягом перехідного періоду уряди матимуть три варіанти поведінки [426]:

1) вносити кошти до своєї частини санаційного фонду (resolution fund), які пізніше будуть повернуті за рахунок отриманих зборів (a levy);

2) просити інші країни внести кошти до їхньої національної частини фонду;

3) звертатися до ЄВС за пакетом допомоги «старого стилю», тобто на основі узгодженої програми економічних реформ (як це було зроблено у випадку Іспанії), що може також означати безпосередньо кредитування проблемного банку.

Друга проблема стосувалася кількості комерційних банків, які повинні підлягати нагляду з боку ЄЦБ. Теоретично це може стосуватися не тільки усіх 6 тисяч банків країн зони євро, але й банків інших країн ЄС (які можуть добровільно приєднатися до єдиного механізму банківського нагляду). Але знову ж таки Німеччина, яка вважає свою систему нагляду більш жорсткою та надійною (у всякому разі на цьому етапі) не бажає передавати під нагляд середні та дрібні банки (кооперативні та ощадні), оскільки вони відіграють

дуже важливу роль в національній економіці країни і мало пов'язані з міжнародними (в тому числі між європейськими) операціями. В самому ж ЄЦБ побоюються, що дворівнева система нагляду створюватиме умови для сегментації банківського сектора на нерівних умов функціонування банків – тобто власне того, чого реформатори бажають уникнути.

Реально стоїть перед ЄЦБ також проблема виникнення конфлікту інтересів, характерна для установ, які об'єднують функції органу грошово-кредитної політики та банківського нагляду.

На тлі таких суперечностей у порядку створення єдиного механізму банківського нагляду ЄЦБ з 2014 р. розпочав здійснення стрес-тестів найбільших європейських банків – тобто перевірку їхніх балансів з наступним тестуванням на основі стресових сценаріїв. Це буде здійснюватися у три етапи: спочатку національними регуляторами, потім – на європейському рівні і після цього – незалежними аудиторами. Водночас тести критикують за те, що вони не враховували Vrexit, можливість негативних ставок і наслідки нових, ще не введених наглядових вимог – так званий «Базель IV».

З урахуванням результатів тестування європейські органи банківського нагляду виступили з закликами посилити обмеження на можливості урядів спрямовувати бюджетні кошти на компенсацію втрат збанкрутілих банків [428].

Останніми роками європейським банкам продовжували загрозувати: низька прибутковість в умовах слабого номінального зростання процентних ставок; структурні проблеми та високі обсяги «непрацюючих активів». Збереження низьких рівнів рентабельності банків країн ЄС ставить під сумнів життєздатність установ з бізнес-моделями, які не в змозі адаптуватися до нового операційного середовища, що характеризується низькими процентними ставками, підвищеною конкуренцією та новими фінансовими технологіями. Низькі рівні рентабельності також певною мірою були пов'язані з більш структурними факторами, такими як ознаки надлишкової потужності у деяких банківських системах ЄС, або високі співвідношення витрат та доходів, частково обумовлених сильною конкуренцією. Нарешті, актуальною проблемою залишається необхідність деяких банківських систем ЄС у вирішенні «кризової спадщини» у вигляді проблемних кредитів (NPL), що потрібно для посилення балансів банків та стійкості банківських секторів до несприятливих шоків [429].

Ризики, пов'язані з слабкими сторонами в балансах банків, страховиків та пенсійних фондів, були підвищені до категорії найвищого ризику. Основним чинником, який лежить в основі цього підвищення оцінки ризику, було продовження низько-прибуткової діяльності та пов'язані із цим проблеми певних бізнес-моделей. Незважаючи на те, що ринкові настрої щодо банків

країн ЄС підсилюються, вразливими місцями, пов'язаними із низькою рентабельністю, надмірною ємністю та високими запасами невиконаних активів у деяких юрисдикціях, продовжували бути проблемами, які потребують вирішення [429].

Постійно зростаючі ризики, які не вдається нівелювати відповідними запобіжними операціями банківського характеру примушують банки звертатися в страхові компанії з метою уберегти свій капітал від операційних ризиків, в тому числі це стосується кібератак і нечистих на руку співробітників. Оскільки більшість подібних страхових договорів оформляються в приватному порядку, а деталі ніде не публікуються – визначити справжні обсяги таких угод практично неможливо [430].

Для завершення створення Банківського Союзу необхідно: створити єдиний механізм для фінансування Єдиного фонду санації; запровадити конкретні заходи щодо створення такого Фонду; узгодити спільну Схему страхування депозитів; покращити ефективність інструментів прямої банківської ре капіталізації в рамках Європейського стабілізаційного механізму; запустити «Фондовий союз»; посилити діяльність Європейської Ради щодо системних ризиків [431].

Що стосується внутрішньо європейських аспектів цієї проблеми, то проведений аналіз дозволяє зробити висновки про неможливість вирішення проблем розвитку монетарного та банківського союзу без комплексного підходу (включаючи інтеграцію у галузі державних фінансів та фондового ринку), а також врахування взаємозв'язків, які виникли у європейській фінансовій системі з аналогічними системами в інших країнах внаслідок глобалізаційних процесів [728].

### **3.5. Геофінансова складова сталого безпечного розвитку**

Безпечний розвиток можна назвати «м'яким імперативом» у геоелектронічному та геофінансовому просторі. Вирішення проблеми забезпечення фінансової безпеки розпочинається з формулювання визначення самого завдання і загальної концепції її рішення.

Перш за все слід звернути увагу на необхідність розмежування понять «фінансова безпека держави», що характеризує динамічний розвиток фінансової системи, та «забезпечення фінансової безпеки держави», як сукупності організаційно-правових відносин [382; 392; 357].

Отже, механізм забезпечення фінансової безпеки заснований на протидії національних фінансових інтересів – особи, суспільства, держави – і їх загроз. І є сукупністю організаційних та інституційно-правових заходів впливу, спрямованих на своєчасне виявлення, попередження, нейтралізацію та ліквідацію загроз фінансовій безпеці держави.

Таким чином, важливо чітко визначити інтереси особи, суспільства та держави, як цільові установки забезпечення фінансової безпеки України.

Пріоритетними національними інтересами у фінансовій сфері є:

– мінімізація впливу світових фінансових криз на фінансову систему України;

– інтеграція України в європейський політичний, економічний, правовий простір; розвиток рівноправних взаємовигідних відносин з іншими державами світу в інтересах України;

– посилення взаємозв'язку фінансово-бюджетної політики та основних напрямів соціально-економічного розвитку держави й адміністративно-територіальних одиниць;

– забезпечення бюджетної дієздатності держави;

– забезпечення монетарної та валютно-курсової стабільності;

– зміцнення банківської системи, збільшення національних заощаджень із одночасним підвищенням рівня монетизації та капіталізації української економіки;

– реформування фінансового ринку та забезпечення незалежності національної економіки від кон'юнктури міжнародних фінансових ринків;

– детінізація економіки та залучення некримінальних капіталів в інвестиційні процеси.

При цьому, особливу роль відіграє формулювання і оцінка загроз фінансової безпеки – внутрішніх і зовнішніх.

На сьогодні основними внутрішніми загрозами фінансової безпеки України є [432; 433]:

– неефективне регулювання і низький рівень правової культури у фінансовій сфері;

– неефективність податкової системи та ухилення від сплати податків;

– незбалансований розвиток бюджетної сфери;

– високий рівень боргової залежності держави;

– тінізація і криміналізація економіки, нелегальний відтік капіталів за кордон;

– незахищеність та нестабільність національної валюти;

– високий рівень корупції у фінансово-кредитній сфері;

– низький рівень капіталізації банківської сфери; ризикова кредитна політика; недостатня ліквідність банківських активів, низький рівень кредитоспроможності підприємств реального сектора економіки; невідповідність українського законодавства міжнародним стандартам;

– низький рівень доходів населення.

До зовнішніх загроз фінансовій безпеці України можна віднести:

– невизначеність держави у сучасному геополітичному просторі, непричетність до інтеграційних процесів;

– обмеженість доступу до зарубіжних фінансових ринків, безконтрольність щодо накопичення зовнішньої заборгованості;

– динаміка сальдо торгового і платіжного балансу та значна залежність України від експортно-імпоротної діяльності;

– вплив світових фінансових криз на фінансову систему України.

Слід зазначити, що, по-перше, загроз та інших обставин, що впливають на фінансову безпеку, існує досить велика кількість, по-друге, залежно від умов розвитку економіки значущість тих чи інших факторів може змінитися, по-третє, усі фактори ризику і загрози можуть бути згруповані за різними класифікаційними ознаками.

Таким чином, виявлення та ідентифікація факторів ризику і загроз є одним із найважливіших завдань забезпечення фінансової безпеки країни.

Зазначимо, що механізм забезпечення фінансової безпеки має реалізовуватися на основі розробки відповідних наукової теорії, концепції, стратегії і тактики, проведення адекватної фінансової політики, визначення об'єктів, наявності необхідних інститутів забезпечення безпеки (суб'єктів), визначення та конкретизації інтересів, систематизації загроз, застосування засобів, способів і методів забезпечення безпеки.

Особливу увагу приділяють такій вимозі до системи забезпечення фінансової безпеки, як законність її функціонування. В основі механізму забезпечення фінансової безпеки має бути закладений комплексний законодавчий базис. В Україні відсутній повноцінний механізм нормативно-правового забезпечення фінансової безпеки, не існує єдиної комплексної національної концепції, стратегії та тактики забезпечення фінансової безпеки, що значно знижує ефективність попередження та протидії загрозам.

В умовах фінансової кризи видається обґрунтованою необхідність розробки нормативно-правових документів, концепції, стратегії та програмних документів забезпечення фінансової безпеки країни на середньострокову перспективу.

Розроблена стратегія повинна визначати національні інтереси України у фінансовій сфері, дати оцінку внутрішніх і зовнішніх загроз, обґрунтувати

критерії фінансової безпеки держави і їх порогові значення і, головне надати комплексну погоджену систему заходів і дій органів державної влади, спрямованих на зміцнення фінансової безпеки України. При реалізації цієї стратегії важливою умовою є скоординована діяльність різних гілок влади і виконавчих органів, що здійснюють державне фінансове регулювання і контроль, а також якісне поліпшення законодавчої і нормативно правової бази.

Діяльність органів державної влади спрямована на забезпечення фінансової безпеки країни повинна ґрунтуватися на інформаційній базі, аналітичних матеріалах, в яких відображені її кількісні параметри або індикатори, на основі яких можна оцінити рівень фінансової безпеки держави з точки зору найважливіших процесів, що відбивають суть фінансової безпеки. При цьому найбільш точну оцінку дає порівняння фактичних показників фінансової безпеки з певними нормативними параметрами, обґрунтованими з наукової точки зору і прийнятими на державному рівні. Такими параметрами покликані служити порогові значення фінансової безпеки держави – граничні величини, недотримання або балансування на межі яких, свідчить про істотне зростання загроз, наближення кризових явищ, що перешкоджають нормальному функціонуванню і розвитку фінансової системи і, тим самим, захисту національних фінансових інтересів держави.

Таким чином, механізм забезпечення фінансової безпеки включає такі елементи [291; 433–435]:

- об’єктивний і всебічний моніторинг економіки і фінансової сфери з метою виявлення і прогнозування внутрішніх і зовнішніх загроз фінансовій безпеці країни;

- розрахунок порогових і граничнодопустимих значень фінансових та соціально-економічних показників (індикаторів), перевищення яких може спровокувати фінансову нестабільність і фінансову кризу;

- діяльність держави, щодо виявлення і попередження внутрішніх і зовнішніх загроз фінансовій безпеці та захисту національних фінансових інтересів.

Консолідовані зусилля усіх гілок і інститутів державної влади громадянського суспільства з забезпечення фінансової безпеки повинні знайти своє вираження в здійсненні зрозумілих населенню послідовних і системних заходів, в першу чергу законодавчого характеру, спрямованих на створення умов, що перешкоджають виникненню загроз.

Основними заходами щодо зміцнення і підвищення ефективності використання фінансових ресурсів України повинні стати [288; 433–436]:

- істотне посилення фінансової безпеки, першочергове зміцнення фінансового потенціалу реального сектора економіки, суб’єктів господарювання, домашніх господарств;

– здійснення виваженої політики внутрішніх та зовнішніх запозичень держави ;

– забезпечення збалансованого розвитку бюджетної сфери, внутрішньої та зовнішньої захищеності національної валюти, її стабільності, захисту інтересів вкладників, фінансового ринку;

– максимальне поліпшення інвестиційного клімату, шляхом коригування заходів щодо сприяння інвестиційній діяльності та захисту її від злочинних посягань;

– подолання “тінізації” економіки через реформування податкової системи, оздоровлення фінансово-кредитної сфери та припинення відпливу капіталів закордон, зменшення позабанківського обігу грошової маси;

– підвищення ефективності державного управління грошово-кредитною сферою, посилення регулюючої функції податкової політики, державна підтримка розвитку фінансового ринку, вдосконалення системи валютного регулювання;

– поглиблення інтеграції у європейську і світову економічну систему та активізація участі в міжнародних економічних і фінансових організаціях;

– моніторинг внутрішнього та зовнішнього середовища з метою виявлення потенційно можливих загрозливих явищ і тенденцій, прогнозування ступеня їхнього впливу на економіку України і розроблення запобіжних заходів щодо зменшення можливих втрат.

Проблем, пов’язаних із забезпеченням фінансової безпеки, безліч. Навряд чи коли-небудь вдасться їх класифікувати, і тим більше вирішити. Оскільки вони пов’язані з психікою людей, їх очікуваннями, з невизначеністю різноманітних зовнішніх чинників, у кінцевому підсумку, з непередбачуваністю майбутнього. Зменшення ризиків – одне із завдань фінансової безпеки [437].

Саме тому, в умовах фінансової кризи першочергово необхідно вирішити ряд проблем системи забезпечення фінансової безпеки, таких як:

– розробити нормативно-правові документи забезпечення фінансової безпеки України;

– створити інформаційну базу для об’єктивного і всебічного моніторингу фінансової безпеки з метою виявлення і прогнозування внутрішніх і зовнішніх загроз інтересам об’єктів фінансової безпеки;

– скоординувати зусилля усіх суб’єктів фінансової безпеки і чітко розмежувати предметні компетенції для зміцнення і підвищення ефективності використання фінансових ресурсів України.

Зазначимо, що поетапне вирішення поставлених завдань у сфері забезпечення фінансової безпеки сприятиме безпечному функціонуванню всіх елементів фінансово-економічного механізму країни.

Головними завданнями державної політики забезпечення економічної безпеки у фінансовій сфері мають стати [291; 434]:

- посилення фінансової безпеки України шляхом забезпечення збалансованого розвитку фінансової сфери, виваженої грошово-кредитної та валютної політики, та управління державним боргом;

- забезпечення національних інтересів у міжнародних фінансово-економічних відносинах на засадах верховенства міжнародного права, повноправної участі у роботі міжнародних фінансових організацій, підвищенні ефективності співпраці з ними;

- підтримання цінової та грошової стабільності (з врахуванням доцільності поміркованого зміцнення грошової одиниці) засобами рестрикційної фіскальної і монетарної політики;

- кероване зміцнення грошової одиниці;

- дотримання профіциту бюджету та ефективної фіскальної політики;

- зниження процентної ставки за допомогою антиінфляційної монетарної політики.

***Пріоритетними національними інтересами в економічній сфері мають стати*** [291; 434; 430]:

- підвищення ефективності державного регулювання соціально-економічних процесів, забезпечення зайнятості населення та подолання бідності, підвищення рівня життя громадян;

- досягнення стабільного і збалансованого розвитку усіх складових фінансової системи держави, створення умов для активізації інвестиційної діяльності, дегінізація фінансових потоків, забезпечення ефективного управління державним боргом;

- формування ефективної структури експорту з переважанням високотехнологічної продукції, яку визначають сучасні тенденції попиту на світових ринках, є основним джерелом забезпечення сталого економічного зростання;

- збільшення обсягів несировинного експорту із коригуванням макроекономічної політики та покращенням маркетингової роботи на зовнішніх ринках;

- підвищення продуктивності праці та попиту на кваліфіковану робочу силу;

- перерозподіл кредитних ресурсів у технологічну сферу;

- розвиток енергозберігаючих технологій;

- залучення ПІІ у пріоритетні технологічні галузі;



- зменшення не інвестиційного імпорту фіскальними інструментами;
- обмеження «підтримки» вітчизняного виробника сировинної продукції;
- корекція регіональної політики з метою підтримки конкурентоспроможних областей;
- зміна структури виробництва, орієнтуючись на внутрішній ринок;
- необхідність прийняття спеціального закону як єдиної стабільної правової бази державної підтримки вугледобування в Україні з урахуванням правил СОТ і норм ЄС, що мала б сприяти виробництву конкурентоспроможної вугільної продукції в обсягах, необхідних для енергетичної безпеки країни.

***Основними загрозами у сфері фінансової безпеки є [432]:***

- стрімке зростання внутрішнього та зовнішнього державного боргу та боргу суб'єктів недержавного сектору економіки;
- недостатність розмірів золотовалютних резервів для забезпечення потреб усіх секторів національної економіки;
- різкі коливання курсу національної валюти;
- надмірна “доларизація” економіки;
- слабкість банківсько-кредитної системи, її неготовність до довгострокового кредитування національного виробника;
- небезпечне для економічної незалежності України зростання частки іноземного капіталу у стратегічних галузях економіки, масштабний та неконтрольований вплив за кордон фінансових ресурсів;
- наростання глобальних дисбалансів по рахунках поточних операцій (платіжний баланс) та секторів державного управління (державний борг);
- втрата доларом позицій як резервної валюти;
- різкі зміни потоків капіталів;
- потенційні зміни механізмів глобального регулювання валютно-фінансової сфери;
- уповільнення темпів економічного зростання країн-торговельних партнерів.

Підвищенню рівня фінансової безпеки повинні сприяти: суттєве покращання нормативно-правового регулювання фінансової сфери, створення єдиної державної інформаційної бази, що має охоплювати усі фінансові інституції країни, запровадження надійної системи фінансового контролю [434].

Економічна безпека є провідною складовою національної безпеки. Вона відображає причинно-наслідковий зв'язок між економічною могутністю країни, її військово-економічним потенціалом і національною безпекою.

З метою забезпечення економічної безпеки актуальною проблемою для України є координація з економічними партнерами в структурній, грошово-кредитній, енергетичній, транспортній, соціальних сферах, відвоювання втрачених ринків.

Об'єктами економічної безпеки України є: ресурси економічної діяльності; матеріальні, нематеріальні і фінансові активи резидентів України; запаси (особливо стратегічні), золотовалютні резерви, заощадження та фонди; стабільність грошово-кредитної системи та національної валюти розрахунково-платіжного обороту між домашніми господарствами, бізнесом і державою; соціально-ринкова орієнтованість і динамічний розвиток вітчизняної економіки; світові господарські зв'язки України [436].

Вирішення цих завдань і ефективне функціонування української економіки неможливе без застосування передових світових технологій і без залучення ресурсів. Для вирішення цих завдань необхідно створювати умови для інновацій і сприятливий інвестиційний клімат.

Необхідно вивчати сучасні тенденції і форми міжнародного інвестування у світовій економіці і показати місце України в процесі міжнародного інвестування. Основне завдання – створення сприятливого інвестиційного клімату. Розглянемо умови формування інвестиційної привабливості країни.

При проведенні оцінки інвестиційної привабливості країни як сукупності політичних, правових, економічних та соціальних умов, що забезпечують інвестиційну діяльність вітчизняних і зарубіжних інвесторів, насамперед враховуються такі чинники як: політико-правове середовище, економічне середовище, соціально-культурне середовище, ресурси, інфраструктура і екологія.

***Зовнішньоекономічній безпеці України загрожує граничний рівень експорту.*** Рівень експортної складової ВВП за перші два квартали 2012 р. досяг 53,4% і перевищив межу граничного значення зовнішньоекономічної безпеки України. Про це йдеться в підготовлених Рахунковою палатою висновків за результатами аналізу та експертизи проекту Закону України «Про Державний бюджет України на 2013 рік». Відповідно до Методики розрахунку рівня економічної безпеки (циркуляр, затверджений Мінекономіки в 2007 р.), прийнятною вважається експортна складова ВВП на рівні не більше 50 %.

Україна має потужний, промислово розвинений виробничий потенціал, розвинену інфраструктуру, вигідне географічне положення. За рівнем економічного потенціалу, як свідчать експертні оцінки, Україна входить у число перших п'яти країн Європи, а за ефективністю його використання

знаходиться в другій сотні країн світу. У табл. 3.8 наведено приплив інвестицій з країн світу в економіку України.

Таблиця 3.8

**Прямі іноземні інвестиції (акціонерний капітал) з країн світу  
в економіку України**

Країна	Обсяг прямих іноземних інвестицій на 01.07.2012, млн дол. США	% до підсумку
Всього	52426,7	100,0
в тому числі: <b>Кіпр</b>	<b>14521,5</b>	<b>27,7</b>
Німеччина	7403,9	14,1
Нідерланди	4949,3	9,4
Російська Федерація	3652,5	7,0
Австрія	3249,6	6,2
Франція	2505,2	4,8
Велика Британія	2493,1	4,8
Віргінські Острови (Брит.)	1749,7	3,3
Швеція	1566,1	3,0
Швейцарія	1071,5	2,0
США	988,0	1,9
Італія	985,0	1,9
Польща	861,9	1,6
Інші країни	6429,4	12,3

Джерело: держстатслужба України.

Україна також інвестує в економіку зарубіжних країн (табл. 3.9).

Зберігається інвестиційний дисбаланс (глобальний перерозподіл капіталу від країн, що розвиваються, до розвинених).

Таблиця 3.9

**Прямі інвестиції (акціонерний капітал) з України  
в економіку країн світу**

Країна	Обсяг прямих іноземних інвестицій на 01.07.2012, млн дол. США)	% до підсумку
Всього	6399,8	100,0
в тому числі		
<b>Кіпр</b>	<b>5810,1</b>	<b>90,8</b>
Російська Федерація	239,4	3,7
Латвія	78,5	1,2
Польща	51,5	0,8
Грузія	33,0	0,5
Віргінські Острови (Брит.)	25,8	0,4
Казахстан	23,7	0,4
Інші країни	137,8	2,2

Джерело: держстатслужба України.

У табл. 3.10 представлені прогнози розвитку світової економіки, підготовлені експертами Всесвітнього економічного форуму.

**Прогнозні сценарії розвитку світової економіки до 2020 р.**

Сценарій	Зміст
«Фінансовий регіоналізм»	Світова торгівля концентрується усередині трьох основних блоків: американського, європейського, азіатського (найбільш потужного)
«Тотальний протекціонізм»	Глобальна економічна система припиняє існування, «зона євро» зникає, держави реалізують політику на свій розсуд
«Оновлений Бреттон-Вудс»	США, ЄС, Японія, КНР формують нові глобальні правила гри на світовому ринку товарів і послуг
«Збалансований світ»	Зберігається і зміцнюється відкрита багатополлярної система

*Джерело:* складено автором.

Затяжний характер кризи означатиме, що з економіки практично зникають точки прибуткового інвестування або хоча б збереження грошей у формі традиційних активів. Середньо- і довгострокових приватних інвестицій під час рецесії не здійснюється.

Основні фактори глобального середовища, що визначають загрози, ризики та можливості для інвестиційної безпеки України, технологічний прогрес, лідерами якого є країни світового авангарду, замикається на них самих, що визначає неможливість подальшої експансії глобальних монополій належними темпами. Для України це означає як можливості для реалізації стратегії запозичення через залучення ПІІ у високотехнологічні галузі реального сектора економіки, так і ризики остаточного закріплення статусу експортера сировини – в тому числі в частині інтелектуальних ресурсів. Світова криза загострює конкуренцію за ніші на ринках високотехнологічної продукції, особливо – нанотехнологій, перерозподіл сфер впливу і за доступ до сировинних ресурсів. Зберігається невизначеність варіантів розвитку світового господарства. Антикризові заходи не вирішують фундаментальних суперечностей між країнами розвинутого світу і світу, що розвивається, сформованих в результаті включення останніх в глобальну конкуренцію.

Як видно з табл. 3.11, мережа фінансової безпеки Польщі є завершеною (охоплено всі сектори), що характерно для країн з розвиненими фінансовими ринками. Другою особливістю мережі фінансової безпеки є централізація наглядових та гарантійних функцій. Процес централізації розпочався в 2006 р. і триває досі: є пропозиції (в т.ч. і ЄЦБ) з передачі повноважень таких недержавних інституцій, як Національна асоціація ощадних і кредитних установ та Товариство взаємного гарантування до Комісії з фінансового нагляду і Банківському фонду гарантування відповідно.

Таблиця 3.11

**Структура мережі фінансової безпеки Польщі**

Сектор	Учасники	Наглядові інституції	Гарантові інституції
Банківський	Комерційні банки	Національний банк Польщі Комісія з фінансового нагляду	Банківський фонд гарантування
Парабанківський	Кредитні союзи та ощадні каси	Національна асоціація ощадних і кредитних установ	Товариство взаємного гарантування
Ринок капіталів	Брокерські фірми, інвестиційні фонди, фондові біржі	Комісія з фінансового нагляду	Національний депозитарій цінних паперів
Пенсійні фонди	Приватні пенсійні фонди		
Страховання	Страхові компанії		

*Джерело:* складено автором.

Структура мережі фінансової безпеки Чехії (табл. 3.12), хоч і не є завершеною, але також демонструє централізаційні тенденції, однак вони одразу дійшли до логічного завершення – Національний банк Чехії здійснює нагляд за всім фінансовим ринком країни з 2006 р.

Таблиця 3.12

**Структура мережі фінансової безпеки Чехії**

Сектор	Учасники	Наглядові інституції	Гарантові інституції
Банківський	Комерційні банки	Національний банк Чехії	Фонд страхування депозитів Чехії
Парабанківський	Кредитні союзи та ощадні каси		-----
Ринок капіталів	Брокерські фірми, фондові біржі		Фонд страхування фондових брокерів
Пенсійні фонди	Приватні пенсійні фонди		-----
Страховання	Страхові компанії		-----

*Джерело:* складено автором

Останнім часом фінансові системи різних країн стають більш інтегрованими як на національному, так і на міжнародному рівнях. Системи стають більш комплексними в умовах розподілу діяльності, розвитку фінансових інструментів та підвищення мобільності ризиків. Цей розвиток не лише збільшує економічну ефективність, але й має наслідки для природи фінансових ризиків і вразливостей та їх потенційного впливу на реальний сектор. Це привернуло увагу влади в різних країнах світу до проблем модернізації інституційної інфраструктури мережі фінансової безпеки.

Модернізація проводилась в напрямку створення уніфікованих фінансових регуляторів, що зможуть краще функціонувати в умовах зростаючої комплексності фінансових систем.

Тепер розглянемо структуру мережі фінансової безпеки України. Вона знаходиться на стадії формування (табл. 3.13). Останні реформи існуючих наглядових фінансових інституцій були спрямовані швидше на оптимізацію їх внутрішньої структури, ніж на зміну їх функцій. Однак, варто відмітити бурхливу діяльність у напрямку розробки гарантованих інституцій.

Таблиця 3.13

### Структура мережі фінансової безпеки України

Сектор	Учасники	Наглядові інституції	Гарантові інституції
Банківський	Комерційні банки	Національний банк України	Фонд гарантування вкладів фізичних осіб
Ринок капіталів	Брокерські фірми, фондові біржі	Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку	Фонд гарантування інвестицій на фондовому ринку *
Парабанківський	Кредитні союзи	Національна комісія з регулювання ринків фінансових послуг України	Об'єднання кредитних спілок "Програма захисту вкладів"***
Пенсійні фонди	Недержавні пенсійні фонди		-----
Страховання	Страхові компанії		Фонд гарантування страхових виплат за договорами страхування життя***

*Примітки.* \* Законопроект знаходиться на стадії доопрацювання.

\*\* На стадії доопрацювання законопроект про створення Фонду гарантування вкладів кредитних спілок.

\*\*\* Законопроект знаходиться на стадії розробки.

*Джерело:* складено автором

Пропонується передати всі наглядові функції на фінансовому ринку Національному банку України (за прикладом Чехії). На користь цього є такі аргументи:

- мобільність та швидкість в прийнятті рішень єдиного органу нагляду має велике значення при інтеграції до турбулентного світового середовища;
- одна інституція дозволить уникнути дублювання повноважень;
- конфлікти між відділами в межах однієї інституції вирішуються швидше, ніж між різними установами;
- зручність, прозорість та зрозумілість діяльності одного органу нагляду будуть стимулювати розвиток фінансового сектору;
- декільком наглядовим органам поодиноці буде важко впроваджувати новітні технології та підходи до нагляду в умовах обмеженості ресурсів. Єдина

ж установа зможе скористатися ефектом масштабу, буде ефективно розміщувати наявні ресурси і їх легше буде запроваджувати новітні технології та підходи;

– центральному банку як єдиному фінансовому наглядовому органу буде легше налагодити співпрацю з наглядовими інституціями інших країн у разі потреби координації антикризових зусиль;

– центральному банку буде легше забезпечити контроль над потужними багатопрофільними фінансовими корпораціями, оскільки їх діяльність не обмежується лише банківським сектором.

Перш за все необхідно законодавчо закріпити повноваження та відповідальність Фонду за стабільність всього банківського сектора, оскільки це не є першочерговим завданням НБУ.

Відповідно до розширення завдань, покладених на ФГВФО, має бути розширений перелік повноважень Фонду. По-перше, необхідно покрити захистом вклади малого бізнесу. Рекомендується для цього типу вкладників використовувати співстрахування на рівні 85–90%. Цей крок має не лише соціальну мотивацію, а й економічну – малий бізнес, відчуваючи себе захищеним, буде активніше розвиватись, а його співпраця з банківським сектором перейде на якісно новий рівень. По-друге, Фонд має здійснювати прогнозування кризових тенденцій в банківському секторі України і, у випадку їх виявлення, повинен мати повноваження на введення «надзвичайного стану» з особливим режимом звітності та перевірки.

## РОЗДІЛ 4 ГЕОЕКОНОМІЧНИЙ ВИМІР РЕГУЛЮВАННЯ ФІНАНСОВИХ РИНКІВ

*Наука рівноваги – ключ до окультної науки.  
Незбалансовані сили вмирають у порожнечі.  
Єлифас Леви*

### **4.1. Регулятивні механізми функціонування фінансових ринків та їх глобальна трансформація**

Характерною рисою функціонування фінансових ринків є те, що відповідні механізми формуються і трансформуються в умовах нестабільності гео економічного середовища. Регулятивні механізми функціонування фінансових ринків трансформувалися з урахуванням міжнародних норм і правил щодо обігу фінансових активів та фінансових інструментів. При цьому, на відміну від запровадження єдиних норм і правил регулювання міжнародної торгівлі товарами та послугами під егідою СОТ, для міжнародних фінансових ринків характерною особливістю є існування спеціалізованих інститутів залежно від виду фінансових активів та фінансових інструментів. Передусім йдеться про діяльність таких організацій як Базельський комітет з банківського нагляду, Міжнародна організація комісій з цінних паперів, Міжнародна асоціація наглядових страхових інстанцій, Комітет по платіжних і розрахункових системах, Рада з міжнародних стандартів фінансової звітності та інші інституції. За відсутності дієвої системи міжнародного регулювання фінансового сектора, стандарти й кодекси у різних фінансових сферах розробляються за активної участі МВФ і Світового банку. В останні роки активну участь у розв'язанні проблем інституціоналізації геофінансового простору приймають неформальні інститути – групи провідних країн G7 та G20 [155; 332; 354; 454].

Поглиблення інтеграційних процесів у світовій економіці та пов'язаної з ними економічної мобільності зумовлюють необхідність формування адекватних міжнародних механізмів регулювання і контролю за рухом капіталу. Основними елементами системи міжнародних ринків капіталів виступають: інфраструктура, система регулюючих органів, норми і правила поведінки учасників.

Характерним прикладом формування міжнародних механізмів регулювання і контролю за рухом капіталу є вдосконалення вимог до банківської діяльності з боку Базельського комітету.



У 1988 р. в м. Базелі Комітет з банківського нагляду ухвалив угоду про міжнародну уніфікацію розрахунку капіталу і стандарти капіталу (International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards), яка дала змогу встановити єдність у визначенні структури капіталу, шкалу зважування щодо ризику для балансових активів, систему перерахунку позабалансових статей в умовні балансові еквіваленти з метою подальшого застосування до них системи зважування щодо ризику і стандарт мінімального співвідношення капіталу до активів і позабалансових операцій, зважених щодо ризику. Для уточнення розрахунку достатності капіталу банку з урахуванням ринкових ризиків а у липні 1996 р. були прийняті поправки до угоди про вимоги до рівня капіталу, відповідно до них банки мають коригувати величину власного капіталу з урахуванням не лише кредитних, а й ринкових ризиків.

26 червня 2004 р. у Швейцарії прийнято «Базель-II» – новий варіант регулятивних вимог Базельського комітету з банківського нагляду щодо капіталу банків. Ці вимоги мають впроваджувати центральні банки в більшості країн світу. Зокрема, Національний банк України почав впроваджувати їх з 2006-2007 рр. У документі «Базель-II» («The international Convergence of capital Measurement and Capital Standards: a Revised Framework», of Basel-2 Framework) передбачено нові стандарти визначення мінімальних вимог щодо достатності капіталу банківських установ [305–314].

Своєрідною реакцією Базельського комітету на вплив світової фінансово-економічної кризи на світову банківську систему стала «Глобальна реформа світового банківського сектора» (Базель III) від 16 грудня 2010 р., метою якого є: по-перше, закріплення міжнародних нормативів по управлінню капіталом і ліквідністю з метою створення більш стійкого банківського сектора; по-друге, підвищення здатності банківського сектора справлятися з наслідками фінансових та економічних криз, таким чином знизивши ризик поширення цих проблем із фінансового у реальний сектор економіки. Основна суть даної реформи полягає у введенні нових норм і вимог до структури активів, капіталу та ліквідності банків [311–314].

В цьому зв'язку в країнах відбувається гармонізація режимів банківського регулювання й нагляду, а також застосування центральними (національними) банками держав міжнародних рекомендацій і положень Базельського комітету з банківського нагляду: Базель II і Базель III. У цей час правове регулювання банківської діяльності на територіях держав світу здійснюється відповідно до національного законодавства у першу чергу. При цьому є ряд відмінностей у частині повноважень наглядових органів, порядку реєстрації й ліцензування діяльності кредитних організацій, порядку здійснення нагляду за ними й інші [315]. Так, банківське регулювання й нагляд за кредитними організаціями в

країнах що розвиваються здійснює, як правило, єдиний орган – центральний банк. При цьому, наприклад, у Казахстані функції регулювання й нагляду розділені між Національним банком Республіки Казахстан і Комітетом з контролю й нагляду фінансового ринку й фінансових організацій Національного банку Республіки Казахстан. Існують відмінності із пропонованих вимог до капіталу кредитних організацій (наприклад, вимогах до величини статутного капіталу для знову створюваних банків, мінімальної величини власного капіталу тощо). Зіставлення наглядової практики показує наявність різних підходів до питань формування кредитними організаціями резервів на можливі втрати по позичках (наприклад, по кількості категорій якості, у які класифікуються позички, а також за критеріями віднесення позичок у ту або іншу класифікаційну категорію). Є також певні відмінності в механізмах реорганізації, реструктуризації проблемних кредитних організацій, а також у режимах нагляду за ними. Так, щодо проблемних кредитних організацій наглядовими органами країн, що розвиваються, застосовується в основному такий спеціальний режим, як тимчасова адміністрація.

Подальша гармонізація регулятивних режимів у сфері банківського регулювання й нагляду дозволить забезпечити стабільне функціонування фінансових ринків і фінансових організацій держав світу, створити рівні умови для учасників фінансових ринків, знизити рівень необґрунтованого наглядового навантаження на банки й забезпечити необхідний розвиток культури нагляду.

Ще однією важливою сферою трансформації механізмів регулювання фінансових ринків є удосконалення регулювання діяльності національних системно значущих фінансових установ. Системно значущими можуть бути визнані фінансові організації (банки, банківські групи, страхові компанії), а також інфраструктурні організації фінансового ринку (платіжні системи, центральні депозитарії, системи розрахунків по операціях із цінними паперами, центральні контрагенти й торговельні репозитарії).

Досвід глобальної фінансово-економічної кризи 2008–2009 рр. засвідчив, що погіршення фінансового становища або порушення діяльності таких організацій може завдати істотної шкоди фінансовій системі й економіці не тільки країни перебування. З огляду на це у вересні 2009 р. лідери країн Групи G20 прийняли зобов'язання із зміцнення міжнародної системи фінансового регулювання, включаючи необхідність посилення нагляду й регулювання у відношенні всіх фінансових інститутів, банкрутство яких може вплинути на фінансову стабільність. У листопаді 2010 р. лідери країн G20 схвалили напрями роботи зі зниження ризиків несумлінної поведінки всіх системно значущих фінансових інститутів, включаючи банки, а також строки

реалізації цієї роботи. Прийняті країнами G20 зобов'язання націлені на розширення можливостей національних регуляторів по своєчасному вирішенню проблем системно значущих фінансових інститутів і підтримці безперервності їх діяльності [155].

Члени Регіональної консультативної групи здійснюють розробку й реалізацію механізмів керування фінансовим сектором, зокрема щодо застосування загальносистемного, мікропруденційного нагляду за системно значущими фінансовими інститутами, у першу чергу банками, для надання їм допомоги в ідентифікації, аналізі й вжитті упереджувачих заходів з метою усунення системних ризиків, а також щодо посилення ефективності антикризового керування, відновлення й вживання заходів по мінімізації як імовірності, так і наслідків банкрутства системно значущих фінансових інститутів [455].

При розробці національних критеріїв регулювання фінансових інститутів у державах ураховуються норми основних міжнародних стандартів, зокрема таких [455]: Міжнародний стандарт прозорості в грошово-кредитній і фінансовій політиці, розроблений МВФ; Міжнародний стандарт прозорості у фіскальній політиці, розроблений МВФ; Міжнародний стандарт поширення (розкриття) інформації, розроблений МВФ; Ключові атрибути ефективних режимів урегулювання неспроможності фінансових інститутів, розроблені РФС; Міжнародний стандарт банківського нагляду (розроблений Базельським комітетом з банківського нагляду; Міжнародний стандарт нагляду за ринком цінних паперів, розроблений Міжнародною організацією комісій із цінних паперів; Міжнародний стандарт страхового нагляду, розроблений Міжнародною асоціацією страхового нагляду; Міжнародний стандарт страхування внесків, розроблений спільно Базельським комітетом з банківського нагляду і Міжнародною асоціацією страховиків депозитів; Міжнародний стандарт неспроможності й захисту прав кредиторів, розроблений Світовим банком; Міжнародний стандарт корпоративного керування, розроблений Організацією економічного співробітництва й розвитку; Міжнародні стандарти фінансової звітності й аудиту, розроблені Радою за міжнародними стандартами фінансової звітності й Комітетом з міжнародних стандартів аудиту й підтвердження вірогідності інформації; Міжнародні платіжні стандарти клірингу й рахунків, розроблені Комітетом із платіжних і розрахункових систем і Міжнародною організацією комісій із цінних паперів; Міжнародний стандарт по боротьбі з відмиванням грошей і фінансуванню тероризму, розроблений Групою розробки фінансових заходів боротьби з відмиванням грошей (ФАТФ).

У частині страхового нагляду зазначені міжнародні стандарти охоплюють окремі напрями цієї діяльності й описують найкращу практику роботи, у тому

числі ліцензування страхових компаній, здійснення перевірок на місцях, використання похідних фінансових інструментів, керування активами страхових компаній, групову координацію, обмін інформацією, оцінку перестраховального покриття тощо. У країнах регіону постійно удосконалюються вимоги щодо регулювання й нагляду професійних учасників страхового ринку на основі найкращої міжнародної практики й Основних принципів страхового нагляду Міжнародної асоціації страхових наглядачів, у першу чергу відносно порядку, процедури й умов ліквідації професійних учасників страхового ринку.

Зважаючи на достатньо велику кількість міжнародних фінансових організацій, які розробляють відповідні стандарти, усе частіше дискутується питання про створення інституції, наділеної наднаціональними функціями, яка виробляла б єдині підходи до регулювання різних сегментів світового фінансового ринку. При цьому відмічається, що провідні країни не готові віддати частину регулюючих, наглядових і контролюючих функцій та повноважень наднаціональному органу. Водночас формування фінансових механізмів держав, що розвиваються, залишається монополією міжнародних фінансових інститутів. Інструментами впливу є заходи щодо підтримки бюджетів і платіжних балансів, сприяння великим проектам, включаючи розвиток енергетики, інфраструктури, фінансового сектора. Через МВФ і систему банків розвитку (Світового банку, ЄБРР та ін.) розвинені держави здатні впливати на політику багатьох держав різних регіонів світу [155].

Невід'ємною складовою розвитку національних ринків капіталу є добре організовані біржові ринки. Організована біржова торгівля – інститут, що нараховує вікову історію. Наявність біржової торгівлі робить ринок капіталів більш прозорим і дозволяє оперативно відслідковувати процеси, що відбуваються на ньому. Очевидно, що світові тенденції в розвитку біржової справи значно впливають на діяльність фінансових інститутів у більшості країн регіону. Відкритість національних фінансових ринків країн, що розвиваються впритул наблизилася до рівня, характерного для провідних промислово розвинених країн світу. Однак у більшості держав регіону процес лібералізації випереджає розвиток фінансових інститутів, у тому числі й біржових центрів. У результаті фінансові ринки пострадянських країн виявилися відкритими для конкурентів ззовні, хоча в інфраструктурному плані вони є набагато слабкішими, ніж аналогічні ринки в розвинених країнах. В умовах глобалізації світових фінансів закордонні біржові альянси виявляють значну цікавість до регіональних ринків. У всіх державах прийнято законодавчі норми, що регулюють розміщення й обіг цінних паперів емітентів на території інших країн. Зазначені операції можуть здійснюватися в основному при наявності дозволу й відповідної до реєстрації емітента в уповноваженому державному органі [295].

В усіх державах діють вимоги щодо заборони реклами цінних паперів емітентів інших країн у засобах масової інформації до реєстрації вповноваженим державним органом по ринку цінних паперів. Спеціальні вимоги до змісту проспекту емісії таких паперів законодавством не встановлені, є загальні вимоги до проспекту емісії при державній реєстрації цінних паперів на власній території.

Уповноважений державний орган по ринку цінних паперів у всіх державах не має права ухвалити рішення щодо припинення публічної пропозиції цінних паперів емітентів-резидентів на території інших країн. Такі повноваження не передбачені законодавством, є лише загальні вимоги, які дозволяють припинити публічну пропозицію при порушенні умов випуску загалом.

Розвиток міжнародних біржових структур супроводжується утворенням численних міжнародних й регіональних біржових альянсів, об'єднань, союзів тощо. Насамперед, зростає число угод M&A (злиттів та поглинань). Найбільш яскравими з них за останні роки є: CME/CBOT/NYMEX, NYSE/Euronext/Amex, Borse Dubai/NASDAQ/OMX, Borsa Italiana/LSE/Borse Dubai тощо. Одним із прикладів є створення на базі Віденської біржі нового біржового об'єднання Центральної й Східної Європи – CEE Stock Exchange Group, що включає, крім Віденської, біржі Будапешта, Любляни й Праги [155].

У сучасних умовах висока кон'юнктура характерна тільки для одного сегмента ринку боргових зобов'язань – ринку депозитних сертифікатів комерційних банків. Активна емісійна діяльність на цьому ринку зумовлюється наростанням депозитного «голоду» через знецінення гривні і загострення конкурентної боротьби комерційних банків.

Порівняно з традиційними банківськими вкладами депозитні сертифікати мають більшу ліквідність; звичайно їх випускають у вигляді цінних паперів на пред'явника; вони можуть вільно перепродаватися, тобто утворювати вторинний ринок протягом усього терміну дії. Власник сертифіката може будь-коли повернути свій вклад. Підвищенню ліквідності депозитних сертифікатів сприяє й те, що за умовами випуску вони можуть застосовуватись як платіжний засіб у системі «банк – емітент».

Вища ліквідність депозитних сертифікатів поєднується з їх високою надійністю і прибутковістю. Так, відсоток за депозитними сертифікатами, які перебувають в обігу або запропоновані до розміщення, наближається до відсотка за депозитами, а в окремих випадках перевищує останній.

Ринок акцій, що становить рух прав власності, розвивається за окремими сегментами вкрай нерівномірно. Це зумовлюється специфікою акцій, прибутковість і курс яких прямо залежать від очікуваної прибутковості конкретних підприємств-емітентів. Наприклад, у 1992–1993 рр. найвищою

діловою активністю відзначався сегмент ринку акцій бірж; стабільно висока кон'юнктура була характерна для ринку акцій комерційних банків; у процесі становлення перебував ринок акцій підприємств нефінансового сектора – промислових, торгових, транспортних, комунальних та ін.

Сучасний ринок акцій ННГ, у т.ч. України, крім особливостей структури пропозиції, має додаткові специфічні риси. Насамперед, це низька ліквідність цього ринку: щодо загальної кількості пропозицій кількість укладених угод коливається від нуля до 35 %. Стосовно обсягу пропозицій (сукупної ціни продавця) спостерігається ще нижча ліквідність: сума укладених угод становить 0–15 % обсягу пропозицій.

Низька ліквідність ринку акцій крім малої кількості оборотів характеризується ще й істотною відмінністю цін пропозицій на різних біржах, великими розривами між цінами продавців і покупців, різкими кон'юнктурними коливаннями курсів акцій бірж. Це надає ринку акцій дуже нестійкого характеру.

У зв'язку з приватизацією, зокрема й у формі акціонування, має швидше розвиватися ринок акцій виробничих підприємств (підприємств нефінансового сектора). Первинний ринок акцій цих підприємств в Україні невеликий. Як зазначалося, акції розмішують в основному самі емітенти без посередництва бірж і банків. Відбувається це у формі конкурсу заявок.

Активізації вторинного ринку акцій українських відкритих акціонерних товариств нефінансового сектора перешкоджають загальноекономічна криза і процеси структурної перебудови. Ці чинники істотно знижують прибутковість названих акцій. За умови зберігання нестабільності грошового ринку виплата дивідендів у гривнях втрачає сенс. Водночас на хвилі інфляції підвищуватиметься ринковий курс цих акцій як вираження вартості матеріального паю акціонера в капіталі підприємства. Дивіденди виплачувати доцільно або в матеріальній формі, або у валюті. Таким чином, динаміка ринку акцій підприємств нефінансового сектора визначатиметься здійсненням заходів фінансової стабілізації у поєднанні з процесами приватизації (структурної перебудови).

Специфічні інститути глобального регулювання склалися у валютній сфері. Підвищення існуючого значного ступеня глобальної взаємозалежності в сучасних міжнародних економічних відносинах є вагомим аргументом на користь створення достатньо структурованої системи глобального управління валютно-фінансовими відносинами. Цілями такого управління є регламентація структурних принципів світової валютної системи, координація валютної політики окремих країн, спільні заходи по подоланню валютних криз, запобігання валютним війнам, узгодження валютної політики провідних держав стосовно інших країн. Адже абсолютно автономна національна

економічна політика, зокрема валютна, кредитна, фінансова, несумісна з розвитком взаємозалежності країн і їх інтеграцією у світове господарство.

Стрімкі темпи глобалізації валютно-фінансових зв'язків не супроводжуються такими ж швидкими змінами в багатосторонніх валютно-фінансових правилах і нормах. Бреттон-Вудські інститути поступово прийняли інші мандати і розповсюдили свої функції на області, далеко віддалені від тих, які були передані в їх відання спочатку, такі, як структурні реформи, що охоплюють широке коло економічних і соціальних питань в країнах, що розвиваються, і в країнах з перехідною економікою. Проте вони практично нездатні вирішувати ключові міжнародні фінансові проблеми, такі як нестійкість валютних курсів, колосальні і тривалі диспропорції платіжних балансів, домінування короткострокових фінансових потоків над довгостроковими і фінансові кризи. Немає у них і належних інструментів реагування на ці проблеми [155].

Мета валютного регулювання на міждержавному (в тому числі глобальному та/або регіональному) рівні полягає в координації валютної політики окремих країн, у виробленні і здійсненні спільних заходів по подоланню валютних криз, в узгодженні валютної політики провідних держав стосовно інших країн. Розвиток і використання міждержавного валютного регулювання пов'язаний із рядом причин: 1) посиленням взаємозалежності національних економік, включаючи валютні, кредитні й фінансові відносини; 2) зміною співвідношення між ринковим і державним регулюванням на користь ринку в умовах лібералізації господарських відносин; 3) зміною розстановки сил на світовій арені; 4) величезними масштабами світових валютних, кредитних, фінансових ринків, які відрізняються нестабільністю через різкі коливання плаваючих валютних курсів, процентних ставок тощо.

Опорою глобальної контролюючої і регулюючої системи є національні держави та наднаціональні структури, які координують і направляють дії останніх. У Вашингтонській декларації G20 серед механізмів, що мають забезпечити реалізацію основних принципів реформи механізмів регулювання світової фінансової системи, ключова роль відводиться МВФ. «МВФ, враховуючи його універсальний членський склад і значний досвід у сфері макроекономіки, слід узяти на себе лідируючу роль для здобуття уроків з нинішньої кризи відповідно до своїх повноважень». Перед Фондом ставиться завдання вести роботу по чіткішому виявленню слабких місць, попередженню потенційних перевантажень системи [155, с. 89–90].

У рамках Ямайської системи сформувався цілий ряд валютних режимів від жорсткої фіксації до вільного плавання. У 2007 р. МВФ провів обстеження фактичних режимів обмінних курсів країн-членів. У результаті в 2009 р. була запропонована нова класифікація режимів валютних курсів,

що стала більш гнучкою, послідовною й прозорою (табл. 4.1). Нова класифікація не охоплює всі різновиди валютних режимів, що застосовуються у країнах-членах МВФ [155; 302; 303], а відображає певні базові риси, що характеризують, у якому ступені обмінний курс визначається ринком, а в який – адміністративними діями.

Таблиця 4.1

**Класифікація МВФ режимів валютних курсів, 2009 р.**

Режим	Основні характеристики
Режими фіксованої прив'язки	
Жорстка прив'язка (hard pegs)	Валюта іншої країни обертається в країні як основний законний платіжний засіб (наприклад, повна доларизація).
Режим керування спільною валютою (joint currency)	Характерний для країн-членів валютних або монетарних союзів.
Режим валютного правління (currency board)	Спирається на юридично закріплені зобов'язання, що прив'язують обмінний курс національної валюти до певної іноземної валюти за фіксованим курсом. Одночасно вводяться обмеження на емісію національної валюти, що прив'язують повністю або частково обсяг її емісії до запасів іноземних активів.
Плаваючі режими	
Незалежне плавання (independently floating)	Обмінний курс визначається ринковими факторами. Центральний банк не проводить офіційних валютних інтервенцій з метою регулювання курсу й/або запобігання його небажаних коливань. Валютні інтервенції можливі, але не більш 3-х протягом 6 місяців.
Кероване плавання без установки напрямку зміни курсу (managed floating with no preannounced path for the exchange rate)	Монетарні влади регулярно впливають на рівень обмінного курсу, але привселюдно не визначають його цільове значення або напрямок динаміки курсу, тому номінальний обмінний курс визначається в основному ринковими факторами. Інтервенції можуть бути прямими й непрямими.
Проміжні валютні режими	
М'яка прив'язка (soft pegs)	Країна офіційно (de jure) прив'язує національну валюту за фіксованим курсом до іншої валюти або кошика валют.
Стабілізований режим (stabilized arrangement)	Під таким режимом розуміють обмінний курс спотового ринку. Необхідна стабільність курсу може досягатися по відношенню або до однієї якорної валюти, або до кошика валют
Режим ковзної прив'язки (crawling pegs)	Монетарні влади повідомляють бажане значення обмінного курсу. Надалі він регулюється, виходячи з динаміки привселюдно встановлених індикаторів. Ставка ковзання (crawling) може встановлюватися на основі ретроспективних, прогнозних даних і/або нижче прогнозного значення інфляційного диференціала
Режими, подібні прив'язці або ковзанню (peg-like або Stawl-like)	Мінімальний обмінний курс при режимі crawl-like звичайно вище, ніж при режимі peg-like. Режим вважається crawl-like, якщо обмінний курс міняється протягом року досить монотонно, а його підвищення й зниження тривалі за часом
Режим прив'язки в рамках горизонтального коридору (pegged exchange rate within horizontal bands)	Ціна валюти підтримується в рамках певних меж коливань: $\pm 1\%$ щодо фіксованого курсу або $\pm 2\%$ у вигляді різниці між максимальним і мінімальним значеннями обмінного курсу
Інші режими	До цієї категорії ставляться всі інші режими обмінного курсу, а також ті, яким властиві часті зміни

Джерело: [155; 302; 303].



Слід зауважити, що дотепер тривають дискусії щодо переваг і недоліків режимів валютного курсу. Так, основною перевагою системи фіксованих валютних курсів є їх передбачуваність і визначеність, що позитивно впливає на обсяги зовнішньої торгівлі і міжнародні кредити. Основною перевагою системи гнучких валютних курсів є те, що вони виступають «автоматичними стабілізаторами», що сприяють врегулюванню платіжних балансів без значних втрат офіційних валютних резервів і не вимагають втручання Центрального банку в ринковий механізм [141, с. 256–257].

Нинішня система глобального економічного регулювання не має інституційних механізмів, які могли б здійснювати багатосторонні правила стосовно валютних курсів. До початку 1970-х рр. можливості ринків генерувати несподівані і хаотичні коливання валютних курсів частково обмежувалися невеликим обсягом операцій на фінансовому ринку стосовно обсягу торгових операцій і суми валютних резервів. Роль ринків також обмежувалась заходами контролю за капіталом і зобов'язаннями центральних банків у рамках Бреттон-Вудської системи проводити інтервенції на ринках іноземної валюти для підтримки стабільності валютних курсів. Ця система обмежувала ті потоки короткострокового капіталу, які мотивувалися процентним арбітражем і виявилися такими руйнівними в міжвоєнний період. Визначаючи вузькі межі коливань валютних курсів, Бреттон-Вудська система одночасно обмежувала можливості урядів маніпулювати курсом своєї валюти. Це повинно було запобігти політиці «розорення сусіда», заснованої на зниженні обмінного курсу, нездатність попередити яку було одним із найбільш руйнівних політичних фіаско міжвоєнного періоду [155, с. 91–95].

Ці інституційні механізми дозволили Бреттон-Вудській системі забезпечувати баланс між самостійністю національної політики, з одного боку, і багатосторонніми нормами – з другого. Принесення в жертву формальної грошової автономії було винагороджено стабільністю на фінансових ринках і більшою прогнозованістю міжнародної торгівлі і супутніх рішень щодо інвестицій в основний капітал.

Проте в Статуті МВФ передбачалися зміни номінального курсу «для виправлення або запобігання виникненню серйозного порушення рівноваги» (стаття IV Статуту МВФ і додаток 3 до нього). У багатьох випадках таке коректування підтримувалося наданням фінансування за рахунок ресурсів МВФ, щоб надати країнам можливість «виправляти диспропорції в платіжних балансах без вживання заходів, які можуть завдати збитку добробуту на національному або міжнародному рівні» (стаття I Статуту МВФ). У той же час умови, пов'язані з таким фінансуванням, спричинили макроекономічні корективи в країнах-позичальниках, які сприяли зменшенню зовнішніх

диспропорцій в цілях захисту як фінансової спроможності Фонду, так і оборотного характеру його ресурсів.

Після демонтажу Бреттон-Вудської системи валютних курсів був поступово втрачений баланс між фінансуванням і адаптацією в кризових ситуаціях. Замість надання достатніх ліквідних засобів, за допомогою яких країни могли б пережити платіжні проблеми, МВФ почав нав'язувати далекосяжну перебудову макроекономічної і навіть структурної політики. Таким чином Фонд намагався нав'язати такого роду політику, якої архітектори післявоєнної міжнародної валютної системи хотіли уникнути для країн, що стикаються з платіжними дисбалансами, тобто політики жорсткої економії незалежно від причин платіжних дисбалансів. Ці проблеми могли бути результатом внутрішніх чинників, таких як втрата загальної конкурентоспроможності економіки, надмірні внутрішні витрати або перекося в цій структурі, або ж зовнішніх потрясінь, таких як шоки умов торгівлі, підвищення міжнародних процентних ставок, торгіві і валютні заходи, прийняті в іншій країні, або ж нестійкість потоків капіталу і міжнародні спекуляції.

Сьогодні МВФ може втручатися у валютну політику країни тільки якщо ця країна звертається за фінансовою підтримкою і тим самим на неї починають розповсюджуватися умови, що пред'являються МВФ. Таким чином, МВФ неспроможний регулювати можливі стійкі перекося курсу валюти країни, що має позитивне сальдо платіжного балансу, або країн з дефіцитом, які все ще в змозі отримувати позикові кошти на міжнародних фінансових ринках або випускати валюту, яку інші учасники ринку готові і надалі мати в своїх портфелях, як у випадку США. Тому переговори про обмінні курси провідних (резервних) валют, коли вони проводяться, проходять за межами МВФ, головним чином на засіданнях G7 або в ході двосторонніх зустрічей між провідними країнами.

Це підкреслює базову асиметрію і недолік нинішньої міжнародної фінансової системи: інститут, який відповідає за посилення стабільності валютних курсів і недопущення надмірного і тривалого порушення рівноваги розрахунків, нездатний забезпечити виконання реальних норм регулювання в політиці тих країн, які мають найбільші зовнішні дисбаланси і нестійкі валюти, що призводить до численних негативних наслідків для міжнародної економіки. У сфері контролю МВФ опиняються в основному тільки найбідніші члени, які вимушені використовувати його ресурси через відсутність доступу до приватних джерел фінансування, і, епізодично, країни з ринками, що формуються, коли вони переживають валютні і фінансові кризи. В результаті при формуванні зовнішніх дисбалансів основний тягар лягає на

групу країн, що розвиваються, при тому що джерело таких дисбалансів може бути у розвинутих країнах [155, с. 93].

Більш того, МВФ не здатний усунути одне з головних джерел диспропорцій по поточних операціях в країнах, що розвиваються, а саме викривлення валютних курсів, викликані головним чином нестійкими і часто спекулятивними потоками короткострокового капіталу. Хаотичні коливання валютних курсів не завжди викликані прорахунками в політиці країн-одержувачів. Потоки капіталу, які почали справляти набагато більший вплив на номінальні валютні курси, ніж торгові потоки, тісно пов'язані з короткостроковою фінансовою кон'юнктурою. Наприклад, спекуляції, націлені на використання різниці в короткострокових процентних ставках для отримання арбітражного прибутку, можуть дестабілізувати обмінний курс, навіть якщо різниця в темпах інфляції між відповідними країнами незначна.

Така динаміка часто лежить в основі циклу «бум – спад» в країнах з ринками, що формуються. Слід розробити більш збалансовану й ефективну міжнародну фінансову систему, яка, враховуючи специфічні потреби країн, що розвиваються, захищала б країни від завищення і заниження обмінного курсу, перешкоджаючи такого роду арбітражу з допомогою дійсно міжнародної системи регулювання валютних курсів і/або заходів контролю. За відсутності такого роду системи через небажання основних розвинених країн взяти на себе необхідні багатосторонні зобов'язання, країнам, що розвиваються, повинна бути надана можливість регулювати валютні курси і потоки капіталу на національному або регіональному рівні.

Аналіз статей Угоди МВФ (статті I, IV, VIII, XXII) виявив, що по-перше, заявлені міжнародним співтовариством цілі по досягненню стабільності валют, зовнішній збалансованості національних економік, виключенню маніпулювання обмінними курсами не досягнуті. Причинами цьому були: парадокс Тріффіна (ситуація з доларом); суперечність, неузгодженість економічної, зокрема валютної політики країн, що часто переслідують свої егоїстичні економічні цілі. По-друге, сам МВФ, будучи наглядовим органом і основним майданчиком міжнародної валютної співпраці, мало що зробив для виправлення недоліків існуючої глобальної валютної системи і можливого будівництва нової. Цілком можливо, що МВФ підтримує долар і США, а не стільки прагне вирішити світові проблеми у валютно-фінансовій сфері. У організаційному сенсі пропозиція про проведення реформ повинна надходити від МВФ. Ні вчені, ні окремі уряди не мають достатніх повноважень для скликання валютно-фінансової конференції. Це повинна зробити світова спільнота в особі МВФ [155, с. 94].

МВФ бере участь у регулюванні міжнародних валютно-кредитних відносин шляхом надання кредитів країнам, а головне, як виконавець функцій координатора міжнародного кредитування. Приватні комерційні банки розглядають МВФ як гарант отримання максимально високих прибутків і інструмент, сприяючий розширенню їх кредитної діяльності в країнах-позичальниках. Висновки МВФ про економічну політику і рівні платоспроможності того або іншого уряду розцінюються приватними банками як показник міжнародної довіри до позичальника. Тому навіть невеликий кредит, отриманий від МВФ, набуває ефекту ланцюгової реакції, відкриваючи можливість залучення значних сум на ринку позикових капіталів. Таким чином, відбувається фактичне узгодження кредитної політики МВФ, з одного боку, і головних кредиторів (як державних, так і приватних) світового ринку позикових капіталів – з другого.

У другій половині ХХ століття, у відповідних історичних умовах сформувалася моновалютна система й однополярний світ, в якому США стали центром. Після створення Євросоюзу, введення і зміцнення євро ситуація змінилася. Решта валют почала використовуватися як резервні значно меншою мірою [155].

Так, американський монополізм на світовому валютному ринку було започатковано 1944 р. Бреттон-Вудськими угодами, коли долар США отримав фіксований золотий вміст. Проте внаслідок суттєвих проблем в економіці США наприкінці 70-х років ХХ ст. діюча тоді валютна система зазнала краху й її змінила Ямайська валютна система.

Основою нової системи стали плаваючі обмінні курси і багатовалютний стандарт, а найважливішими положеннями були задекларовані: поліцентричність; демонетизація золота; використання у міжнародних розрахунках вільноконвертованої валюти та СПЗ; валютні курси стали плаваючими й почали формуватися на основі фундаментальних законів ринку; заборона центральним банкам країн втручатися у роботу валютних ринків для підтримки фіксованого паритету національної валюти; вільний вибір валютного курсу; створення Міжнародного валютного фонду як регулятора міжнародних валютно-фінансових відносин.

Функціонування Ямайської валютної системи досить суперечливе, адже очікування, пов'язані з її введенням не справдили себе повністю. Плаваючі валютні курси тільки посилили нестабільність валютної системи. Так за період функціонування різних світових валютних систем найбільша частка кризових явищ припадає саме на період функціонування Ямайської валютної системи (див. рис. 4.1).

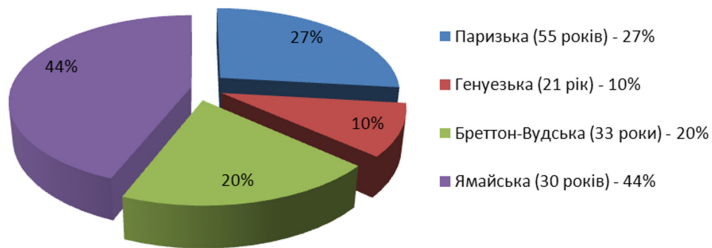


Рис. 4.1. Питома вага фінансових криз підчас дії кожної з світових валютних систем

*Джерело:* побудовано автором на основі даних: Хаустова В.Е. Валютная система и мировые кризисы / В.Е. Хаустова, Н.К. Громько // Проблеми економіки. – 2010. – № 4. – С. 9–12.

Не відбулось відходу й від доларового монополізму (див. рис. 4.2), хоча євро змогло «відтягнути на себе» певну частину резервів.

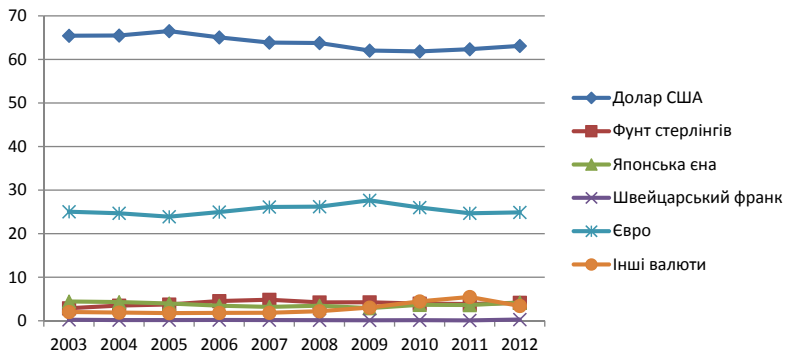


Рис. 4.2. Динаміка валютної структури світових валютних резервів.

*Джерело:* побудовано автором

Ямайська валютна система «де-юре» дала можливість світовому співтовариству диверсифікувати ризики, пов'язані з обслуговуванням світогосподарських зв'язків з використанням багатьох валют провідних держав світу, проте «де-факто» долар США стабільно залишається монополістом внаслідок кількох причин: наявності значних світових запасів доларів у приватного й державного сектора; альтернативні до долара США, визнані всіма учасниками системи, резервні та трансакційні валюти, будуть

постійно в дефіциті до тих пір, поки платіжні баланси країн, валюти яких можуть претендувати на цю роль (Німеччина, Швейцарія, Японія), мають стабільне активне сальдо; євродоларові ринки «породжують» долари незалежно від стану платіжного балансу США і, тим самим, сприяють постачанню світової валютної системи необхідним засобом для трансакцій.

Аналізуючи дані табл. 4.2, можна зробити декілька важливих висновків. По-перше, питома вага долара у валютних резервах світу протягом 2000–2015 рр. скоротилася майже на 7%. Питома вага євро практично не змінилася (близько 20%), хоча у період кризи 2008–2010 рр. його частка складала майже 26%.

Таблиця 4.2

**Динаміка частки валют у валютних резервах країн світу  
у 2000–2015 рр., %**

	2000	2005	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<i>Всі країни</i>								
Долар	71,1	66,9	61,8	62,3	61,9	61,4	64,2	64,3
Євро	18,3	24,1	26,0	24,7	23,9	24,1	21,9	19,8
Англійський фунт стерлінгів	2,8	3,6	3,9	3,8	4,0	3,9	3,8	4,9
Японська єна	6,1	3,6	3,7	3,6	3,9	3,8	3,9	4,0
Інші	1,8	1,9	4,4	5,4	6,1	6,5	7,0	7,0
<i>Розвинуті країни</i>								
Долар	69,8	69,3	65,0	66,5	63,5	62,0	63,5	64,5
Євро	18,4	21,2	23,9	22,3	23,7	23,8	22,7	21,7
Фунт стерлінгів	2,8	2,7	2,5	2,5	3,0	3,0	2,9	3,1
Японська єна	7,3	4,7	4,5	4,4	4,7	4,7	4,5	4,7
Інші	1,8	2,1	3,9	4,1	5,0	5,7	6,2	5,9
<i>Країни з ринком, що формується, і країни, що розвиваються</i>								
Долар	74,8	62,7	58,3	57,5	60,1	60,8	63,0	64,2
Євро	18,1	29,2	28,4	27,4	24,2	23,7	20,8	19,0
Фунт стерлінгів	2,6	5,1	5,5	5,3	5,2	5,0	4,9	5,0
Японська єна	2,8	1,5	2,8	2,7	3,0	2,8	3,0	3,4
Інші	1,7	1,5	5,0	6,9	7,4	7,4	8,2	8,3

Джерело: [158, с. 95]

Такі коливання, скоріш за все, викликані змінами рівня довіри до долара або євро в періоди загострення ситуації на фінансових ринках. По-третє, на особливу увагу заслуговує динаміка питомої ваги «інших валют». Скоріш за все це викликано посиленням довіри фінансового співтовариства до китайського юаню.

Певним підтвердженням цьому є те, що за рішенням Виконавчої ради МВФ з 1 жовтня 2016 р. юань Китаю вважається вільно використовуваною валютою і буде включатися в кошик СПЗ як п'ятої валюти поряд із долларом

США, євро, японською ієною і фунтом стерлінгів. З цієї нагоди директор-розпорядник МВФ Крістін Лагард зробила наступну заяву: «Рішення Виконавчої ради про включення юаня до кошика СПЗ є важливою віхою в процесі інтеграції економіки Китаю в світову фінансову систему. Воно також служить визнанням успіхів, досягнутих за минулі роки офіційними органами Китаю в реформуванні грошово-кредитної і фінансової систем. Продовження і поглиблення цієї роботи призведе до створення більш міцної міжнародної валютно-фінансової системи, яка, в свою чергу, буде підтримувати зростання і стабільність Китаю і глобальної економіки» (Річний звіт МВФ, 2016).

Питома вага валют у кошику СПЗ розподілена наступним чином: долар США – 41,73 %, євро – 30,93 %, юань – 10,92 %, ієна – 8,33 %, фунт стерлінгів – 8,09% (там же). Слід зауважити, що СПЗ не самостійною валютою, а використовується у якості одиниці обчислення прав на отримання кредитів МВФ.

У зв'язку з розвитком поліцентризму і регіоналізму в глобальній світовій економіці формуються умови для інтернаціоналізації використання регіональних і національних валют. У світі функціонує більше 100 регіональних торговельно-економічних об'єднань, в яких використовуються регіональні валюти або розробляються проекти їх введення, зокрема у формі міжнародних валютних одиниць.

В даний час в світі є чотири валютні союзи (Центральноафриканська економічне і валютне співтовариство, Східнокарибський валютний союз, Європейський валютний союз і Західноафриканський економічний і валютний союз), які делегують грошово-кредитну політику і, в різному ступені, курсову політику та політику щодо фінансового сектора організаціям на рівні союзу. Валютні союзи давно є частиною глобального фінансового ландшафту, але на них зараз припадає понад 15% світової економіки. Валютні союзи з плином часу змінюються, в тому числі в плані того, за яких заходів політики несуть відповідальність організації на рівні союзу, а які залишаються у віданні офіційних органів країн. Наприклад, в 2014 р. відповідальність за банківський нагляд в зоні євро була покладена на Єдиний механізм нагляду (ЄМН).

Процеси регіональних валютних інтеграцій ведуть до зменшення (якщо не завжди *de jure*, то, принаймні, *de facto*) кількості національних валют, поступового поділу світового валютного простору на регіональні валютні блоки, з яких складатиметься нова валютна система.

Таким чином, можна зробити висновок, що на даний час спостерігається тенденція до поліцентричної перебудови світової валютної системи. Вона знаходить прояв у диверсифікації міжнародної валютної ліквідності –

поступовому зменшенні ролі долара в якості домінуючої міжнародної валюти та посиленні конкуренції з боку інших грошових одиниць.

Досвід реформування світових валютних систем свідчить про труднощі забезпечення показників її ефективності, серед яких: адекватність концептуальної основи реформ і структурних принципів нової світової валютної системи вимогам глобальної економіки, поліцентризму і регіоналізму; інтегральність – збереження певної спадкоємності структурних принципів попередніх валютних систем з новими принципами і перспективою їх розвитку; універсальність – прийнятність принципів валютної системи для розвинених країн та країн, що розвиваються; якість функціонування реформованої валютної системи в цілях забезпечення відносної валютно-економічної стабільності у світі [155, с. 176]. Розробка і перехід до нової світової валютної системи – достатньо тривалий процес. Створення нових світових валютно-фінансових структур, здатних здійснювати валютне регулювання у світовому масштабі, протистояти МВФ і диверсифікувати міжнародні фінансово-політичні ризики, вимагає часу. Крім того, нинішні емітенти світових ключових валют, і в першу чергу США, активно протистоятимуть такому розвитку подій. Але в цілях швидкого усунення фінансових перешкод і прискорення стійкого світового розвитку міжнародному співтовариству необхідно докласти всіх зусиль для створення нової валютної архітектури, що спирається на модернізацію національних і наднаціональних валютно-фінансових інститутів і міжнародних фінансових центрів.

## **4.2. Стабілізаційна політика міжнародних фінансових організацій**

Стрімкі темпи глобалізації валютно-фінансових зв'язків не супроводжуються такими ж швидкими змінами в багатосторонніх валютно-фінансових правилах і нормах. Бреттон-Вудські інститути поступово прийняли інші мандати і розповсюдили свої функції на сфери, далеко віддалені від тих, які були передані до їх відання спочатку, такі, як структурні реформи, що охоплюють широке коло економічних і соціальних питань в країнах, що розвиваються, і в країнах з перехідною економікою. Проте у практичній площині вони незначною мірою впливають на вирішення ключових міжнародних фінансових проблем, таких як нестійкість валютних курсів, колосальні і тривалі диспропорції платіжних балансів, домінування короткострокових фінансових потоків над довгостроковими і періодичне повторення фінансових криз. Немає у них і належних та достатньо потужних інструментів реагування на ці проблеми [158, с. 213].



Мета валютного регулювання на міждержавному (в тому числі глобальному та/або регіональному) рівні полягає в координації валютної політики окремих країн, у виробленні і здійсненні спільних заходів по подоланню валютних криз, в узгодженні валютної політики провідних держав стосовно інших країн. Розвиток і використання міждержавного валютного регулювання пов'язаний із рядом причин: 1) посиленням взаємозалежності національних економік, включаючи валютні, кредитні й фінансові відносини; 2) зміною співвідношення між ринковим і державним регулюванням на користь ринку в умовах лібералізації господарських відносин; 3) зміною розстановки сил на світовій арені; 4) величезними масштабами світових валютних, кредитних, фінансових ринків, які відрізняються нестабільністю через різкі коливання плаваючих валютних курсів, процентних ставок тощо.

Опорою глобальної контролюючої і регулюючої системи є національні держави та наднаціональні структури, які координують і направляють дії останніх. У Вашингтонській декларації G-20 серед механізмів, які мають забезпечити реалізацію основних принципів реформи регулювання світової фінансової системи, ключова роль відводиться МВФ. Перед Фондом ставиться завдання вести роботу щодо чіткішого виявлення слабких місць, попередження потенційних перевантажень системи.

Політика і регулююча роль МВФ еволюціонували протягом усіх років існування. За останні 25 років політика розвитку багато в чому формувалася згідно з політичними рецептами міжнародних фінансових установ. Їх вплив суттєво зріс з початку 1980-х рр. після різкого зростання в ході попереднього десятиліття дефіциту по рахунку поточних операцій багатьох країн, що розвиваються. У ряді країн, які мали доступ до міжнародних фінансових ринків, ці дефіцити на першому етапі фінансувалися за рахунок запозичень на цих ринках; країни, що не мали такого доступу, були змушені звертатися до офіційних позик, що призвело до зростання залежності від зовнішнього фінансування і до стрімкого збільшення зовнішнього боргу. Починаючи з 1978 р., коли США перейшли до грошово-кредитної політики агресивного придушення інфляції, доларові процентні ставки різко зросли, що збільшило вартість їх нагромадженого зовнішнього боргу, а ослаблення глобального попиту вдарило по їх експортних надходженнях. В результаті збільшення дефіциту по поточних операціях різко зросло залучення країнами, що розвиваються, позик МВФ, оскільки комерційні банки не бажали надавати нові кредити в колишніх масштабах. У 1982 р. МВФ почав відігравати провідну роль в у регулюванні боргової кризи, з якою зштовхнулося багато країн, що розвиваються, накопичивши великі суми боргу комерційним банкам. Нинішня система глобального економічного регулювання не має

інституційних механізмів, які могли б здійснювати багатосторонні правила стосовно валютних курсів [155; 158].

Сьогодні МВФ може втручатися у валютну політику країни, тільки якщо ця країна звертається за фінансовою підтримкою і тим самим на неї починають розповсюджуватися умови, що пред'являються МВФ. Таким чином, МВФ неспроможний регулювати можливі стійкі перекося курсу валюти країни, що має позитивне сальдо платіжного балансу, або країн з дефіцитом, які все ще в змозі отримувати позикові кошти на міжнародних фінансових ринках або випускати валюту, яку інші учасники ринку готові і надалі мати в своїх портфелях, як у випадку із США. У зв'язку з цим переговори про обмінні курси провідних (резервних) валют, коли вони проводяться, проходять за межами МВФ, головним чином на засіданнях G7 або в ході двосторонніх зустрічей між провідними країнами.

Це підкреслює *базову асиметрію і недолік нинішньої міжнародної фінансової системи*: Аналіз статей Угоди МВФ (статті I, IV, VIII, XXII) виявив, що по-перше, заявлені міжнародним співтовариством цілі по досягненню стабільності валют, зовнішній збалансованості національних економік, виключенню маніпулювання обмінними курсами не досягнуті. Причинами цьому були: парадокс Тріффіна (ситуація з долларом); суперечність, неузгодженість економічної, зокрема валютної політики країн, що часто переслідують свої економічні цілі. По-друге, сам МВФ, будучи наглядовим органом і основним майданчиком міжнародної валютної співпраці, мало що зробив для виправлення недоліків існуючої глобальної валютної системи і можливого будівництва нової. Відомо, що МВФ здійснює постійний суворий нагляд (моніторинг) за макроекономічною і валютною політикою держав-членів, а також за станом світової економіки. Для цього використовуються два основні засоби. Одним із них є передбачені статтею IV статуту регулярні (як правило, щорічні) консультації з урядовими установами і центральними банками держав-членів з приводу їх політики у сфері валютних курсів. Держави-члени зобов'язані надавати Фонду необхідні дані про стан їх економіки, консультуватися з ним по питаннях їх макроекономічної, структурної і валютної політики з метою виявлення потенційних небезпек для економіки. У доповідях МВФ, підготовлених за результатами таких консультацій, підсумовуються оцінки економічної політики і перспектив економіки держав-членів, містяться висновки і рекомендації з приводу їх економічної політики [155; 158, с. 215].

Іншим засобом є багатосторонні попередні обговорення Виконавчою радою (зазвичай двічі на рік) оглядів «Перспективи розвитку світової економіки» (The World Economic Outlook), а також «Доповіді з питань

глобальної фінансової стабільності» (The Global Financial Stability Report). Метою таких обговорень є аналіз глобальної економічної ситуації і стану фінансових ринків.

У посткризовий період реформування МВФ здійснювалося по всіх основних напрямках, що відносяться до його організаційної структури та механізмів функціонування [155; 158, с. 215–216].

### *1. Поєднання валютного й фінансового регулювання.*

Стрімке зростання фінансових ринків та їхня всебічна глобалізація призвели до вироблення МВФ управлінського підходу, який поєднує з одного боку – регулювання міжнародних валютних відносин, з іншого – фінансової сфери. Після Другої світової війни валютний устрій пристосовувався винятково до потреб обслуговування світової торгівлі, яка у той час була домінуючим і практично єдиним видом міжнародних економічних відносин. У сучасному глобалізованому світі першість належить транскордонним потокам приватного капіталу.

Глобальна фінансова криза яскраво висвітлила критично важливу роль, яку фінансовий сектор відіграє в забезпеченні світової макроекономічної стабільності. Це спонукало МВФ розширити дослідження проблем, що відносяться до зміцнення глобальної фінансової системи. У цьому зв'язку розробляються аналітичні інструменти для впровадження досліджень проблем фінансового сектора й ринків капіталу в роботу з визначення норм більш широкого макроекономічного нагляду.

Загалом було визначено 25 країн, які мають системно значущі фінансові сектори. Ця група країн охоплює майже 90 % глобальної фінансової системи й на неї припадає 80 % світової економіки.

### *2. Забезпечення прозорості: стандарти й кодекси*

Світовим співтовариством визнається провідна роль МВФ у забезпеченні прозорості (транспарентності – transparency) макроекономічної й фінансової політики держав. Починаючи із другої половини 1990-х років, Фонд утворив низку додаткових механізмів взаємин із державами-членами, покликаних сприяти досягненню цієї мети. Вони трактувалися в сукупності як «реформи другого покоління» стосовно традиційних зобов'язань держав-членів, викладених в статуті Фонду.

### *3. Модернізація наглядових функцій*

Глобалізація економіки, частота й поглиблення економічних та валютно-фінансових криз спонукають МВФ до істотної трансформації одного з найбільш важливих аспектів його діяльності – нагляду (surveillance) за економічною, фінансовою й валютною політикою держав-членів. У рамках

цього процесу МВФ виявляє потенційні ризики для внутрішньої й міжнародної стабільності та рекомендує необхідні зміни щодо її проведення.

#### *4. Вдосконалення політики кредитування*

Серед змін політики кредитування МВФ протягом 2014–2016 рр. в контексті подолання наслідків кризи експертами відзначено: збільшення кредитів до 250 млрд дол. США (59 країн).

Водночас у посткризовий період ефективне виконання МФО покладених на них функцій стримувалося такими системними вадами міжнародної фінансової архітектури [158, с. 217]:

- відсутність єдиної централізованої структури в рамках міжнародної фінансової архітектури, низький ступінь підконтрольності дій МФО у процесі їх взаємодії з країнами-членами, незбалансованість механізму прийняття рішень керівними органами МФО за складом учасників;

- недостатність кредитно-фінансових джерел МФО для вирішення глобальних проблем, неадекватність ресурсів МВФ його статутним завданням (сумарний капітал МВФ становить 732 млрд дол. США, а річні кредитні можливості Світового банку – 40–50 млрд дол. США, водночас обсяги кредитування однієї Греції у період 2010–2012 рр. сягнули 240 млрд євро);

- нездатність МВФ як інституту, відповідального за посилення стабільності валютних курсів і недопущення тривалого порушення рівноваги платіжних балансів, забезпечити впровадження коригуючих заходів урядами країн з великими зовнішніми дисбалансами (якщо вони не звертаються за допомогою до Фонду);

- фрагментарність відповідальності МФО за стабілізації фінансової ситуації у країнах-членах чи проведення необхідних структурних реформ через вузький перелік їх повноважень;

- неможливість надання СПЗ функцій світової валюти або створення «світових фідучіарних грошей», внаслідок гальмування необхідних для цього кардинальних змін організаційної та функціональної структури МВФ як з боку розвинених країн, так і країн «ісламського фінансування».

Виконавчий комітет МВФ кожні 12–18 місяців переглядає та аналізує досвід конкретного виконання власних угод про резервні та розширені кредити з ціллю підтвердження, що їхні умови залишаються обґрунтованими та продовжують сприяти своєчасному поверненню ресурсів МВФ. Програми перебудови економіки включають всебічне вивчення економіки країни – реципієнта, у тому числі виявлення причин і характеру труднощів у платіжному балансі країні, з другого боку, побудова економічної політики, яка допоможе досягнути рівноваги між попитом та пропозицією на ресурси.

Перспективи реформування міжнародних фінансових інститутів та їх майбутня роль у глобальному регулюванні залежать від зміни співвідношення сил між провідними державами світу.

У січні 2016 р. була затверджена реформа МВФ, яка узгоджувалась ще в 2010 р. на Сеульському саміті «G-20». Її результатом стало підвищення сукупної квоти країн, що розвиваються, на 2,1 відсоткових пункти (з 36,6 до 38,7%). Разом з тим ухалений у Сеулі план дій передбачав подальше збільшення представництва країн, які розвиваються шляхом внесення змін до формули розрахунку квот і проведення на цій основі їх 15-го загального перегляду. Однак тепер, коли небезпека, яку викликала глобальна фінансова криза минула, розвинені країни намагаються загальмувати процес погодження нової формули і нівелювати її значення. В цих умовах країни, що розвиваються, повинні домогтися того, щоб перегляд формули не мав формального характеру [158, с. 218; 461].

Слід кардинально змінити систему розподілу квот на основі вироблення справедливої прозорого механізму, що дозволить країнам, що розвиваються, зайняти відповідне своїй ролі у світовій економіці місце в структурі управління МВФ.

Узгоджена в 2010 р. на Сеульському саміті «G-20» реформа МВФ стала свого роду «лакмусовим папірцем», який показує ставлення країн Заходу до зростаючої ролі країн, що розвиваються, у світовій економіці. Знадобилося п'ять років для того, аби сформувати в єдиний пакет зміни, що стосуються збільшення капіталу Фонду, перерозподілу квот. У кризовий період 2008–2009 рр. американська адміністрація була змушена піти на значні поступки щодо країн, які розвиваються, погодившись з посиленням ролі «G-20» на міжнародній арені і проведенням широкої програми реформ світової фінансової архітектури.

США протягом декількох років відмовлялися ратифікувати реформу незважаючи на численні звернення з боку представників економік, що розвиваються «G-20», та самого Фонду. МВФ використовує дві різні методології віднесення країн до групи країн, які розвиваються. В одному випадку (в тому числі і при розрахунку квот) до даної категорії належать такі держави, як Латвія, Литва, Мальта, Республіка Корея, Сінгапур, Словаччина, Словенія, Чехія і Естонія. Друга класифікація, зокрема, застосовується при складанні щорічних оглядів світової економіки «World Economic Outlook». Перший підхід завищує показники для країн, що розвиваються, тоді як методологія «World Economic Outlook» точніше відображає вагу країн в сукупній квоті [158, с. 216].

В результаті бюджетна угода між президентом США і республіканською більшістю в Конгресі США відкрила в грудні 2015 р. шлях для імплементації змін до МВФ та була сприйнята як «історичний крок». Однак, згідно з Сеульським планом дій, однією зі складових реформи було «продовження динамічного процесу, спрямованого на збільшення прав голосу та представництва країн з ринками, що формуються, аби вона краще відображала економічну вагу країн, а також завершення наступних загальних переглядів квот» [158, с. 219; 461; 462].

Однак через складнощі, які виникли, діяльність по розробці нової формули була практично повністю паралізована і де-факто виключена з так званого «пакету Реформ-2010». Багато в чому цьому сприяла позиція керівництва Фонду, а також його найбільших акціонерів – західних країн, спрямована на стримування ініціатив країн, які розвиваються. Так, в січні 2013 р. в доповіді Виконавчої Ради Фонд кардинальним чином трансформував порядок реалізації змін (спочатку перегляд формули, а потім на цій основі проведення подальшого перегляду квот).

В інтерпретації МВФ узгодження нової формули стало частиною роботи по здійсненню 15-го перегляду [463]. Таким чином, цей етап реформи позбувся своєї індивідуальної суб'єктивності, яка покликана зробити його самостійним фактором забезпечення інтересів країн, що розвиваються, у Фонді [464]. При цьому відсутність зрушень виправдовувалася неможливістю обговорення цього питання до імплементації «Реформи 2010 року». Звертає на себе увагу і те, що в доповіді окремо виділені погляди частини директорів виконавчої ради, які вважають обґрунтованим продовжити використання діючої формули на тій підставі, що вона надає достатні можливості для поступового збільшення голосів країн, що розвиваються. Як аргумент Фонд вказує на те, що відповідно до розрахунків станом на 2010 р. квота економік, що розвиваються, в МВФ зростає на 7,7% у порівнянні з даними на 2005 р., які були використані для розрахунку в рамках 14-го перегляду [465].

Кроки, спрямовані на обмеження позицій країн, що розвиваються, у Фонді (в тому числі на нівелювання значення нової формули як інструменту захисту їх інтересів), робилися і в подальшому. Комюніке 33-ї наради Міжнародного валютно-фінансового комітету, який відбувся у квітні 2016 р., визначило основною метою 15-го перегляду (складовою частиною якого вже традиційно для МВФ називається зміна формули) «збільшення частки квот динамічних країн» [466]. Це трактування суттєво відрізняється від поглядів країн-учасниць «Групи 20-ти», де було поставлено завдання щодо «збільшення прав голосу та представництва країн з ринками, що формуються» [467].

Відсутність зацікавленості розвинених країн в подальшому реформуванні МВФ стало причиною низької активності самого Фонду після зняття «американського вето». За січень-вересень 2016 р. з боку МВФ не було висунуто ні нових ініціатив, ні додаткових пропозицій, що стосуються змін у системі управління інститутом.

В результаті такої, здавалося б, «технічної» елемент, як формула стає однією з небагатьох можливостей для країн, що розвиваються, забезпечити подальші перетворення у позитивному для себе руслі [468; 469]. У свою чергу, з боку країн Заходу спостерігається бажання затягнути рішення цього питання, підтвердженням чого може служити, зокрема, заява МВФ у січні 2016 р. про можливості досягнення угоди щодо 15-го перегляду не раніше осені 2017 р. К. Лагард повторно наголосила на необхідності «перевести подих» і зробити паузу між 14-м і 15-м переглядами квот [470]. Теза про необхідність відповідності квот країн-членів МВФ їх ролі у світовій економіці вважається загальноприйнятою і не підлягає критиці ні з боку представників держав, ні від імені експертів, які займаються вивченням даної проблематики. При цьому існуючі методологічні підходи та економічні показники, які використовуються, дозволяють по-різному оцінити питому вагу окремих країн. Навколо цих методів, що призводять до підвищення кількості голосів тієї чи іншої держави в МВФ, до сих пір немає консенсусу. Як відзначають експерти, процес зміни квот є грою «з нульовою сумою», коли виграш для одних країн неминуче обертається програшем для інших, з огляду на це, вони вкрай неохоче готові поступатися частиною своєї квоти на користь інших [471].

На сьогодні найбільш очевидним показником, що оцінює місце національної економіки у світовому виробництві, є ВВП. Однак, якщо розглянути історію зміни формули, то в ранній період діяльності Фонду більше значення мали такі змінні, як, наприклад, обсяги експорту та імпорту. Так, початкова формула розрахунку квот, яка була прийнята в ході Бреттон-Вудської конференції в 1944 р, виглядала таким чином:

$$Q = (0.02Y + 0.05R + 0.010M + 0.10V) (1 + X / Y),$$

де Q – розрахункова квота;

Y – національний дохід;

R – резерви в золоті і іноземній валюті на кінець року;

X – щорічний експорт (середнє значення за п'ятирічний період);

M – щорічний імпорт (середнє значення за п'ятирічний період);

V – максимальні флуктуації експорту протягом п'ятирічного періоду [472].

Важливою характеристикою формули (як в момент утворення – МВФ, так і пізніше) було те, що вона ніколи не грала основної ролі при визначенні фактичних квот країн-учасниць.

Первісна формула була покликана використовувати економічні показники для виконання політичних завдань керівництва США, а саме: надати найбільшу квоту США, Великобританії з її колоніями дати квоту в два рази менше, СРСР – небагато менше ніж Великобританії, а Китаю – трохи менше СРСР [473].

В результаті з 45 країн, які брали участь в Бреттон-Вудській конференції, тільки у США і Великобританії різниця між реальною та фактичною квотою була незначною. Для інших країн розбіжності могли досягати 75 %. Як наслідок, ця формула не несла офіційного статусу, мала рекомендаційне значення використовувалася для того, щоб позначити «деякі орієнтири для делегатів Бреттон-Вудської конференції в питанні розподілу квот між первісними учасниками» [474]. У подальшому вона бралася до уваги лише при прийомі нових членів. На її основі співробітники Фонду оцінювали, яким чином може бути встановлений той чи інший обсяг вступної квоти.

Розмір же фактичної квоти визначався в ході політичних переговорів між державою-кандидатом та найбільшими акціонерами МВФ і продовжував сильно відрізнятися від розрахункового розміру. Лише поступово, у міру здійснення регулярних переглядів, вирівнювалися і розрахункові значення, хоча кінцевої відповідності так і не було досягнуто.

У 1962–1963 рр. МВФ став використовувати нові принципи розрахунку квот. Оригінальна Бреттон-Вудська формула була доповнена чотирма іншими. Однак на практиці квоти найбільших акціонерів продовжували розраховуватися за старою формулою, а нові використовувались тільки щодо країн, що розвиваються. З 1983 р. МВФ удосконалив систему п'ятьма формулами: вони були трохи спрощені, а вага окремих змінних – перерозподілена:

*Порядок розрахунку квот в 1983-2011 рр.*

$$Q1 = (0.01Y + 0.025R + 0.05P + 0.2276VC) (1 + C / Y),$$

$$Q2 = (0.0065Y + 0.0205125R + 0,078P + 0.4052VC) (1 + C / Y),$$

$$Q3 = (0.0045Y + 0.03896768R + 0,07P + 0.76976VC) (1 + C / Y),$$

$$Q4 = 0.005Y + 0.042280464R + 0,044 (P + C) + 0.8352VC,$$

$$Q5 = 0.0045Y + 0.05281008R + 0.039 (P + C) + 1.0432VC,$$

$Q = \max (Q1, \text{середнє значення з двох з найменшими показниками з } Q2, \dots, Q5),$

де: Y – ВВП за останній рік за поточним ринковим курсом;

R – резерви в золоті, валюті та СДР (середньорічне значення);

P – платежі за рахунком поточних операцій (середньорічне значення);

C – надходження за рахунком поточних операцій (середньорічне значення);

VC – мінливість надходжень за рахунком поточних операцій (стандартне відхилення від середньо центричного п'ятирічного тренда протягом періоду в 13 років).



При цьому вперше був включений показник ВВП, а резерви знову стали використовуватися для розрахунку квот усіх учасників, хоча вплив обох елементів на підсумковий розмір розрахункової квоти залишався незначним. До кінця ХХ ст. країни із зростаючим економічним впливом, все більше уваги стали звертати на невідповідність між їх реальною вагою в світовій економіці і представництвом в МВФ. Їхня переконаність у несправедливості системи управління Фондом почала представляти довгострокову загрозу для авторитету МВФ та ефективності його діяльності. Відповідаючи на критику, керівництво МВФ запропонувало розробити конструкцію більш досконалої методики розподілу квот за рахунок внесення змін до формули. Нова формула, на думку Фонду, повинна була відповідати таким потребам, як простота і прозорість, а також краще відображати відносні позиції країн-членів МВФ у світовій економіці. Істотну роль у ній пропонувалося надати ВВП з одночасним збереженням інших показників.

У 1997 р. МВФ створив групу міжнародних експертів (Quota Formula Review Group, «група Купера») з метою підготовки незалежної оцінки передбачуваних змін. Її очолив американський вчений, професор Гарвардського університету Ричард Купер, крім нього, до складу групи увійшли ще 7 фахівців з країн-членів МВФ. Група провела велику роботу, розглянула значну кількість можливих параметрів формули, і в 2000 р. опублікувала її результати. Одним з головних висновків Купера стало обґрунтування доцільності використання тільки двох елементів формули: ВВП за ринковим курсом і мінливості надходжень за поточним рахунком. Пропозиція щодо виключення інших змінних була пов'язана з їх високою кореляцією з цими показниками, перш всього з ВВП.

При цьому ряд експертів виступили з критикою позицій Купера в зв'язку з недостатнім урахуванням у доповіді фактора паритету купівельної спроможності (ПКС) та переоцінкою ролі мінливості. Відмітимо, що використання показника ВВП на основі ППС пропонувалося не тільки представниками країн, що розвиваються, а й західними вченими – наприклад, Д. Бредлоу [475].

Результатом подальшого обговорення стало рішення використовувати так званий «змішаний» (blended) показник ВВП, в якому 60% зайняв ВВП на основі ринкових обмінних курсів і 40 % – ВВП на основі паритету купівельної спроможності (ПКС) [476].

Подібний підхід став компромісом між великими акціонерами МВФ і зростаючими економіками, які вважали врахування ВВП за паритетом купівельної спроможності більш справедливим. Іншими елементами формули

крім ВВП (з вагою 50 %) стали показники відкритості (30 %), мінливості (15 %) і міжнародних резервів (5 %) [477].

*Порядок розрахунку квот з 2011 р*

$$CQS = (0.5 * Y + 0.3 * O + 0.15 * V + 0.05 * R) k,$$

де CQS – розрахункова квота;

Y – змішаний показник ВВП (середнє значення за трирічний період);

O – відкритість (середньорічне значення суми платежів і надходжень за рахунком поточних операцій (товари, послуги, доходи та трансферти) протягом п'ятирічного періоду);

V – мінливість поточних надходжень і потоків капіталу (стандартне відхилення від середньо центричного трирічного тренда протягом періоду в 13 років);

R – середньорічне значення обсягу офіційних міжнародних резервів (іноземна валюта, запас СДР, резервна позиція в МВФ і монетарне золото);

Крім названих змінних, формула також включає коефіцієнт стиснення (k), що становить 0,95. Він зменшує дисперсію розрахункових часткою квот між державами-членами і тим самим знижує частку великих акціонерів [478].

З відсутністю консенсусу щодо діючої з 2011 р. формули пов'язані численні пропозиції про її зміну. Вони стосуються як перерозподілу ваги між окремими показниками, так і виключення деяких змінних, які входять до формули (особливо коефіцієнтів мінливості і відкритості).

В роботах МВФ (як і раніше в «доповіді Купера») зазначається високий ступінь кореляції цих параметрів формули і ВВП. У доповіді 2015 р. відзначається, що кореляція показників відкритості і ВВП становить 0,93, а взаємозв'язок між мінливістю і ВВП ще вище – 0,94 [479]. Тим часом кореляція між ВВП і резервами є набагато нижчою і в середньому становить 0,6, причому для розвинених економік вона ще слабша – всього 0,3 [480]. Особливу увагу привертають наукові дослідження, які стосуються показника відкритості. Методологія МВФ враховує торгівлю, яка ведеться в єдиній валюті всередині економічного і валютного союзу як «зовнішню», що дає значні переваги досить вузькій групі держав-членів Фонду (в основному країнам Європейського союзу). Між тим торгівля в Європі найчастіше має «технічний» характер. У ряді випадків вона включає в себе пересування напівфабрикатів і компонентів між підрозділами міжнародних корпорацій, які віддалені один від одного всього на кілька кілометрів, але розташовані при цьому в різних країнах. Подібний внутрішньо-корпоративний «поділ праці» суттєвого підвищує значення «відкритості» європейських країн. На цей факт, зокрема, звертають свою увагу американські дослідники Р. Купер і Е. Труман, які

вказують на те, що параметр відкритості має «упереджений» характер і повинен бути виключений з формули [481; 482].

Експерти ЄЦБ, навпаки, позитивно оцінюють відкритість. На їхню думку, цей параметр формули відповідає одній з основних цілей МВФ (розвиток міжнародної торгівлі), а також свідчить про готовність держави до кооперації і загалом доступний для широкої аудиторії [483].

При цьому експерти ЄЦБ відзначають, що мінливість, навпроти, обчислюється довільним чином, не є інтуїтивно зрозумілим показником і може розглядатися як свого роду винагорода «за непослідовну політику або випадкові ринкові коливання» [484]. В результаті цей елемент формули, на їхню думку, сприяє розвиненню державам, які мають значні обсяги зовнішньої торгівлі і, відповідно, великі розміри ринкових коливань.

Слід зазначити, що з самого початку аргументація на користь показників мінливості і відкритості будувалася на необхідності відображення «фактора уразливості» держав-членів МВФ, який вказує на потенційну ймовірність їх звернення до Фонду за фінансовою допомогою. У доповіді Купера, зокрема, саме цим пояснюється необхідність збереження значної ваги мінливості. Так, згідно з правилами, ліміт в рамках угод про кредити «стенд бай» становить 200 % від квоти на рік і 600 % – для загального обсягу фінансування [485].

На практиці МВФ (за згодою найбільших акціонерів) при необхідності приймає рішення про перевищення офіційно встановленого обмеження. Зокрема, угода з Україною передбачає надання коштів в розмірі 900 % української квоти (17,5 млрд. дол. США за 4 роки), а кредитування Греції схвалено на рівні близько 3000 % [454].

На думку Фонду, ключовими результатами узгодження позицій директорів виконавчої ради стали наступні: ВВП повинен залишатися основним показником формули, якій має найбільшу вагу, з можливістю його збільшення в майбутньому; у формулі: «Єдиною найбільш адекватною змінною для оцінки вразливості країни перед зовнішніми економічними потрясіннями є мінливість її надходжень за рахунком поточних операцій» [486].

Включення у формулу відкритості і мінливості як чинників економічної уразливості обґрунтовувалося також багатопланою роллю квоти. Згідно зі статутом МВФ, вона визначає не тільки розміри фінансового внеску та кількість голосів, але і максимально можливий обсяг (ліміт) кредитних запозичень в разі звернення до Фонду за фінансовою допомогою. Саме з метою збільшення ліміту кредитування передбачалось надати підвищену квоту потенційно вразливим країнам за рахунок посилення ролі цих показників у формулі. Однак значущість цього фактора, на наш погляд, все більше скорочується. Подальша робота МВФ повинна націлюватися на

посилення ролі показника ВВП по ППС у формулі, а також на можливість включення добровільних пожертвувань у капітал МВФ в рамках 15-го загального перегляду квот.

Але досі існує слабка узгодженість поглядів країн-членів Фонду на подальше використання тієї чи іншої змінної. Суперечності існують не тільки між країнами, які розвиваються, але і між розвиненими країнами; немає повної згоди і всередині групи розвинених країн. Європейські держави зацікавлені в збереженні показника відкритості, оскільки це дає їм непропорційну перевагу проти інших країн (тому представники Європи найактивніше виступали на користь цього елемента формули в ході весняної сесії МВФ в 2016 р.).

У цих умовах країнам, що розвиваються, необхідно сформулювати консолідовану позицію з питань перегляду формули перерахунку квот. В основі поглядів таких країн (України, зокрема) лежить переконання, що для забезпечення інтересів країн, що розвиваються, найбільшу вагу у формулі повинна займати така змінна, як ВВП за ПКС. Необхідно звернути увагу на те, як привести ВВП окремих країн, які обчислюються в національних валютах, до загального знаменника. Як правило, для цього використовується поточний ринковий обмінний курс. Але валюти країн, що розвиваються, здебільшого недооцінені щодо долара США, в якому здійснюються міжнародні зіставлення, що призводить до заниження частки цих країн у світовому ВВП. Тому більш справедливим передбачається застосування показника ВВП, перерахованого за ПКС валют [487].

Раніше основним запереченням проти використання цього показника була складність і недостатня точність розрахунків. З цієї причини в діючій формулі більшу вагу (60 %) було віддано ВВП за ринковим обмінним курсом. Однак методологія і статистична база для обчислювання ПКС все більш удосконалюються, що дозволяє країнам, які розвиваються, наполягати на збільшенні ваги цього показника. У перспективі ВВП за ПКС повинен стати єдиним показником для розрахунку змінної ВВП. Разом з тим використання одного ВВП для визначення квот в МВФ є недостатнім. У сучасних умовах, коли сумарна вартість активів, які обертаються на фінансових ринках, в кілька разів більше обсягу світового ВВП, необхідно приймати до уваги стійкість країн-членів Фонду до глобальних фінансових потрясінь.

Традиційно показником фінансової стійкості були міжнародні резерви. Вони утворюються в результаті перевищення надходжень за рахунками платіжних балансів над платежами, і використовуються в разі несприятливих змін у зовнішній торгівлі та у потоках міжнародних капіталів. На відміну від мінливості, міжнародні резерви враховують не тільки приплив, але і вплив валюти з країни. Як показали світові кризи 1997 р. та 2008–2009 рр., до

фінансових потрясінь призводить не стільки скорочення валютних надходжень, скільки «втеча капіталу» на тлі зниження припливу капіталу з-за кордону.

Ідея збільшення ваги цього показника у формулі розрахунку квот нашоухується на твердження про надмірне накопичення резервів країнами, що розвиваються. Однак подібна аргументація не враховує факту того, що таке накопичення є значною мірою вимушеним і сприяє зростанню, передусім розвинених економік, які є емітентами резервних валют. Посилення ролі цього елемента формули стало б гідною компенсацією країнам, що розвиваються, позбавленим можливості використовувати в національній економіці кошти, які відволікаються на формування міжнародних резервів.

Таким чином, нова формула, на нашу думку, повинна включати в себе як мінімум два показника діючої формули: ВВП і міжнародні резерви. Понад 70 % опитаних країн, що розвиваються, виступили за використання показника ВВП за ПКС. Водночас на користь подальшого застосування ВВП, розрахованого за поточними обмінними курсами, висловились 31 % респондентів. При цьому експерти вважали за можливе зберегти у формулі розрахунку квот комбінацію обох показників, та вказували на те, що вага ВВП за ПКС повинна становити не менше 50 %. Що стосується міжнародних резервів, то збереження цього показника підтримало 57 % опитаних. При цьому вони вважають, що вагу резервів у формулі слід збільшити до 18 % [421, с. 228–229].

Менша підтримка використання міжнародних резервів відображає той факт, що цей показник не в повній мірі враховує ризики, які загрожують фінансовій стабільності. Міжнародні резерви, як правило, використовуються для боротьби з незбалансованістю платіжного балансу. Однак поряд із зовнішніми загрозами, серйозні проблеми для економіки створює також і бюджетний дисбаланс, який може привести до глобальних фінансових потрясінь, як це сталося в Європі в ході кризи суверенного боргу в 2012 р. Стійке перевищення бюджетних витрат над доходами призводить до утворення державного боргу, який є важливим індикатором фінансової стійкості.

До тих пір, поки інвестори вважають рівень державного боргу прийнятним, серйозних проблем не виникає. Однак поява сумнівів у здатності уряду обслуговувати свої зобов'язання за поточними процентними ставками може привести до паніки на фінансовому ринку.

В цьому разі країні, як правило, не вистачає коштів, щоб самостійно впоратися з наслідками кризи. В порівнянні з мінливістю показник боргу значно краще відображає ймовірність звернення країни за допомогою до МВФ. Практично всі країни, які зіткнулися із збільшенням величини державного боргу в період світової фінансової кризи 2008–2009 рр., в

подальшому змушені були просити кредитної підтримки у Фонду. Яскравим прикладом в цьому випадку є Ісландія. Після того, як державний борг виріс з 27,3% ВВП у 2007 р. до 67,6% в 2008 р., Уряд цієї країни був змушений просити допомоги МВФ. Кредит, наданий Фондом у 2011 р. Португалії, був пов'язаний зі збільшенням державного боргу до 111,4% ВВП. На це, зокрема, вказує Бюджетний вісник МВФ за квітень 2016 р. У ньому наголошується, що перспективи економічного зростання погіршуються на тлі зростання бюджетних проблем [420].

Дійсно, нині в більшості країн допустиме відношення обсягу боргу до ВВП переглядається у бік підвищення, причому ці зміни найбільш помітні в державах з ринками, що формуються. Очікується, що для цих країн показник боргу може перевищити рівень, що спостерігався на початку глобальної фінансової кризи 2008–2009 рр. Уразливими залишаються і розвинені країни, боргове навантаження яких перевищує 100% ВВП. Як наслідок, підвищується ймовірність тривалого збереження періоду низьких темпів зростання ВВП. Свого часу «група Купера» відмовилася від використання показника боргу, вважаючи, що він може викликати певні «моральні проблеми»: держави будуть зацікавлені в нарощуванні заборгованості з метою збільшення своєї квоти в МВФ.

Цієї дилеми можна уникнути, якщо використовувати зворотний показник, який дозволить виключити можливість маніпулювання. При цьому переваги отримують ті учасники, у яких рівень державного боргу порівняно нижче, тоді як квота країн з високим рівнем боргу не зазнає значного зменшення. Це дозволить їм продовжити впливати на розробку програм допомоги, в яких дана група держав може бути зацікавлена [415]. В результаті, якщо при використанні діючої формули бенефіціаром є фактично одна і та ж група країн, то при включенні у формулу змінної боргу розподіл квот стає обґрунтованим.

Оптимальна формула розрахунку квот може бути представлена в такому вигляді [158, с. 230]:

$$CQS = \alpha * GDP + \beta * FS, \text{ при цьому } \alpha + \beta = 1,$$

де GDP – показник ВВП, розрахований як  $\gamma * \text{ВВП за ПКК} + \Delta * \text{ВВП за ринковим курсом}$  ( $\gamma + \delta = 1$ );

FS – показник фінансової стійкості, розрахований як  $\kappa * \text{резерви} + \lambda * X / \text{борг}$  ( $\kappa + \lambda = 1$ ).

При цьому як змінна X у розрахунках використовувалися два показники: ВВП і відкритість.

У рамках дослідження були проведені дві серії розрахунків. У першій за відправну точку взята поточна формула, в якій показник мінливості був замінений відношенням ВВП до державного боргу (з тією ж вагою).

З подальших розрахунків відкритість була виключена, а її вага перерозподілена на користь ВВП і резервів. Також було розглянуто варіант із зміною ваги резервів і боргу. Додатково вивчався вплив на кінцеві результати різних співвідношень між ВВП за ринковими курсами та ВВП за ПКС.

Базові розрахунки, які ґрунтувалися на заміні мінливості на той чи інший показник боргу, показали різке збільшення частки країн, що розвиваються в МВФ. Так, у разі використання співвідношення ВВП і боргу їх сукупна квота зростає з 38,7 % до 53,2 % (квота США при цьому скорочується з 17,4 % до 12,1 %). Заміна мінливості на співвідношення відкритості до боргу дає подібні результати для великих економік. Однак ця змінна, як показують розрахунки, сприяє зростанню ваги невеликих держав, що входять в ЄС, в результаті чого квота країн Євросоюзу в другій серії розрахунків склала 24,9 % в порівнянні з 23,3 % в першій. За рахунок цього сукупна квота країн, які розвиваються, збільшилася меншою мірою – до 51,9 %.

Повна відмова від використання відкритості, навпаки, веде до подальшого зростання частки країн, які розвиваються. Якщо вага цього показника (30 %) повністю переходить до ВВП, їх квота збільшується до 56,5 %. У разі ж його розподілу між ВВП і резервами в співвідношенні 2 до 1 – навіть до 58,6 %. Водночас квота США в першому випадку підвищується до 13,9 %, тоді як у другому підрахунку незначною мірою – до 12,3 % (у порівнянні з базовим варіантом). При цьому найбільше втрачають країни ЄС: їх сукупна квота (30,4 %) в першому випадку зменшується до 19 %, а у другому – до 17,7 %.

Водночас зменшення ваги змінної боргу з 15 % до 5 % (за умови, що вага ВВП складе 85%, а резервів 10 %) не веде до значного перерозподілу квот між розвиненими країнами і країнами, що розвиваються, але викликає зміну співвідношення квот всередині розвинених країн. Зокрема, частка США збільшується до 14,7 %, тоді як ЄС – скорочується до 19,6 % проти 12,1 % і 23,3 % в базовому варіанті. Разом з тим збереження показника відкритості (на рівні 20 %) і збільшення ваги змінної ВВП тільки до 65 % призводить до більш помірною перерозподілу квот між ЄС і США. Розрахунки також показали, що до збільшення квоти країн, що розвиваються, при одночасному зниженні квоти розвинених країн веде зростання ролі ВВП за ПКС валют при визначенні змішаного показника ВВП [158, с. 231].

Розгляд позицій країн-членів МВФ, керівництва Фонду і міжнародного експертного співтовариства дозволяє зробити висновок про відсутність консенсусу з питання подальшого реформування МВФ. Водночас можна виділити ряд аспектів, які найбільш повно характеризують ситуацію [158, с. 231–232; 490–498]:

1) реформа 2010 р. не привела до кардинальних змін у розподілі квот і, відповідно, голосів в МВФ. Розвинені країни продовжують контролювати

діяльність Фонду, а вплив країн, які розвиваються, все ще залишається незначним;

2) істотний перерозподіл квот і голосів у МВФ нині безпосередньо пов'язаний зі зміною формули їх розрахунків, проте компроміс з цього питання досі не досягнуто. Відсутність відкритого діалогу і публічного обговорення грас на користь розвинених держав, які зацікавлені в збереженні існуючого «status quo». Проблеми економік, що розвиваються, криються в їх роз'єднаності і, як наслідок, нездатності виробити єдину консолідовану позицію;

3) інші змінні формули (відкритість, мінливість, міжнародні резерви) мають як опонентів, так і прихильників. Тільки резерви признаються необхідним елементом нової формули. Доцільність використання відкритості і мінливості не знаходить свого підтвердження в дослідженнях співробітників МВФ і інших експертів. Водночас на їх збереженні наполягають держави, які отримують від цього найбільші переваги;

4) аргументація на користь включення в розрахунок квот «фактора вразливості» країн-членів МВФ є обґрунтованою. У сучасних умовах, коли сумарна вартість активів, які обертаються на фінансових ринках, в кілька разів перевершує обсяг світового ВВП, в першу чергу слід враховувати ступінь стійкості держави до потрясінь у фінансовій сфері;

5) фактор уразливості, на нашу думку, найкращим чином може бути оцінений при посиленні ролі показника міжнародних резервів, які можуть бути використані в разі несприятливих змін у зовнішній торгівлі і русі потоків капіталу, і додаванні показника державного боргу, що відображає довгострокові результати бюджетної політики держави. Проведені розрахунки показують, що навіть невелике збільшення ваги міжнародних резервів при одночасному включенні у формулу розрахунку квот змінної державного боргу призводить до скорочення квоти тих держав, які продемонстрували свою вразливість перед впливом зовнішніх і внутрішніх факторів в ході кризи 2008–2009 рр.

При цьому загальний розподіл голосів став би більш справедливим внаслідок досягнення паритету між розвиненими і країнами, що розвиваються (табл. 4.3).

Україна як член МВФ за роки незалежності п'ять разів зверталась за кредитною підтримкою до МВФ. Останній раз у 2014 р. 30 квітня 2014 р. МВФ схвалив кредитну програму «stand-by» (SBA) для України. За правилами Фонду, кошти в рамках цієї програми надаються державам для вирішення короткострокових проблем платіжного балансу. МВФ зазвичай визначає цілі та здійснює фінансування в залежності від їх досягнення урядом, як правило, поетапно. Тривалість програми зазвичай становить рік-два, термін погашення – 3–5 років. У свою чергу EFF був створений для сприяння країнам у вирішенні



середньо – і довгострокових проблем платіжного балансу, які вимагають фундаментальних економічних реформ. Термін таких програм зазвичай більше – до трьох років, в деяких випадках – до чотирьох, якщо часу на досягнення макроекономічної стабільності виявляється недостатньо. Термін погашення боргу МВФ при EFF варіюється від 4,5 до 10 років [421, с. 232, 233].

Таблиця 4.3

**Формула розрахунку квот МВФ: можливості для країн,  
що розвиваються**

Країни	Початкова квота	При виключенні мінливості						
		Показник боргу з вагою 15 %	При виключенні відкритості		При виключенні відкритості; вага боргу 5 %, вага резервів 10 %; змішаний показник ВВП (за ринковим курсом / за ПКС)			
			Вага перерозподілу на користь ВВП	Вага перерозподілу у пропорції 2:1	60/40	50/50	40/60	30/70
1	2	3	4	5	6	7	8	9
Розвинуті країни	61,3	46,8	43,5	41,4	46,3	44,9	43,6	42,2
«G-7»	43,4	30,0	30,8	28,5	33,1	32,1	31,1	30,1
США	17,4	12,1	13,9	12,3	14,7	14,3	13,9	13,5
Японія	6,5	4,4	4,9	5,3	5,6	5,4	5,2	5,1
Німеччина	5,6	4,1	3,4	3,0	3,6	3,5	3,4	3,3
Франція	4,2	2,7	2,5	2,3	2,7	2,6	2,5	2,4
Велика Британія	4,2	2,8	2,5	2,3	2,7	2,6	2,5	2,4
Італія	3,2	2,1	2,0	1,8	2,1	2,1	2,0	1,9
Канада	2,3	1,8	1,7	1,5	1,8	1,7	1,6	1,6
Євросоюз	30,4	23,3	19,0	17,7	19,6	19,1	18,6	18,1
Країни, що розвиваються	38,7	53,2	56,5	58,6	53,7	55,1	56,4	57,8
БРІКС	14,7	18,9	20,9	22,6	23,7	24,3	24,9	25,4
Бразилія	2,3	2,1	2,6	2,6	2,9	2,9	2,9	2,9
Росія	2,7	2,5	2,7	2,8	2,9	3,0	3,1	3,1
Індія	2,7	2,7	3,3	3,1	3,6	3,9	4,2	4,5
Китай	6,4	11,0	11,6	13,5	13,7	13,9	14,1	14,3
ЮАР	0,6	0,5	0,6	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6

Джерело: [158, с. 233; 499].

Сума кредиту, яку можна отримати за програмою EFF, зазвичай становить 200–600 % національної квоти. Українська квота в МВФ – СДР 1372 млн, або близько 1,95 млрд дол. США, 600 % – це 11,7 млрд дол. США. Вийти «за рамки» дозволяє спеціальна примітка, згідно з якою в екстраординарних випадках сума кредитування може бути збільшена.

У випадку з Україною Фонд уже відходив від правил – в рамках очікування він готовий був надати кошти в обсязі 16,67 млрд дол. протягом двох років. На початку травня 2014 р. МВФ перерахував перший транш – близько 3,2 млрд дол. Спочатку другий-четвертий транші були намічені відповідно на 25 липня, 25 вересня і 15 грудня 2014 р. в обсязі по SDR914,7 млн. (близько 1,4 млрд дол. США), п'ятий-восьмий кварталні транші 2015 р. – по SDR1,372 млрд. Заключний дев'ятий транш (SDR 686 млн) мав надійти у середині березня 2016 р. [436, с. 235].

Відмінною рисою SBA, як випливає з визначення Фонду, є те, що кошти спрямовуються на фінансування валютної позиції країни, і завдання таких вливань – дозволити Центробанку підтримати імпорт і надати йому достатньо резервів для того, щоб у приватних інвесторів не виникало сумнівів щодо платоспроможності держави.

МВФ надає кредит SBA, якщо у країни тимчасові проблеми з платіжним балансом або трапилося якесь раптове лихо і їй потрібно терміново мобілізувати потрібну суму фінансування. В Україні все спочатку робилося по-іншому. Близько 60 % отриманих позик пішли прямо на рахунки уряду, що характерно саме для програм EFF. Якщо надходження за програмою SBA повністю йдуть на поповнення валютних резервів, а за програмою EFF – як на підтримку бюджету, так і валютних резервів, то в нашому випадку можна говорити про те, що співпраця України з МВФ була складовою двох програм. В даному випадку перехід до повноцінної програми EFF закономірний, оскільки Україна – велика країна із значним подвійним дефіцитом, проблемним публічним сектором і несприятливим інвестиційним кліматом, що вимагало наявності середньострокової програми із значними обсягами фінансування, спрямованої на вирішення проблем платоспроможності країни-боржника.

Переговори Уряду України з МВФ було розпочато тому, що при започаткуванні програми SBA були переоцінені можливості української економіки відновлюватися самостійно. Уряд спирався на переконання, що варто ліквідувати кримінальну складову, побороти корупцію, звільнити бізнес, і країна вийде на бурхливе економічне зростання. Експерти МВФ були впевнені, що проблема має короткостроковий характер. Але у міру виконання програми SBA, стало очевидно, що вона ґрунтувалася на надмірно оптимістичних допущеннях і недооцінювала ризики. Вимагати виконання меморандуму вже було неможливо. Простіше було зупинити діючу програму і почати нову[ 590. с235, 236].

Обсяги фінансування за програмою EFF є більш значними, а позика надається на більш тривалий термін. Крім того, EFF за рахунок великих термінів дає більш гнучкий підхід, який дозволить не грубо орієнтуватися на дефіцит платіжного балансу, а враховувати різні макроекономічні фактори.

Цільових орієнтирів і завдань, поставлених перед Україною стало більше, але їх виконання, як мінімум, давало більше простору для дискусій.

Вимоги МВФ достатньо стандартизовані і передбачають проведення заходів, спрямованих на оздоровлення фінансового сектора, збалансування державних фінансів, реформування паливно-енергетичного комплексу та проведення інституційних реформ. Єдине, що тепер українська влада отримала можливість розтягувати їх у часі. Це дозволило дещо пом'якшити наслідки жорстких реформ.

Одним із шоків, які слід було пом'якшити, стала вимога підвищити тарифи на газ і житлово-комунальні послуги для населення, замінивши пільги адресними субсидіями. За фактом підвищення тарифів поставило країну на межу соціальної катастрофи. Дотримуючись вимог МВФ, тарифи на газ з 1 травня 2015 р. зросли в середньому більш ніж на 50 %. Далі їх слід було поетапно підвищувати на 20 %. Місія МВФ розраховувала, що курс гривні буде триматися в діапазоні 11–12 грн/долар, але падіння гривні виявилось непередбачувано глибоким, а значить, газ подорожчав більш відчутно. Чим далі буде падати національна валюта чи зростати світова ціна на газ, тим складніше уряду підвищувати тарифи. Проблему дефіциту «Нафтогазу» вирішити тарифними засобами не вийшло, необхідні були структурні зміни компанії. А девальвація разом з підвищенням тарифів створили «валютну пастку».

Ще одна вимога, яка розійшлася з реальністю, – це перехід від фіксованого курсу до таргетування інфляції. Таргетувати високу інфляцію, коли вона досягає 20–25 %, недоцільно, тому МВФ тимчасово відтермінував це завдання. Нацбанк *de facto* частково повернувся до режиму керованого курсу, як шляхом адміністративних обмежень, так і шляхом інтервенцій на міжбанківському валютному ринку. Зокрема, йдеться про «ручне» управління рухом валютної виручки [423, с. 236].

Але загалом, незважаючи на зовнішню фінансову підтримку, економіка України залишається вразливою до економічних шоків, а темпи структурних реформ, набрані останнім часом, мають бути посилені для того, щоб забезпечити стабільне зростання на більш тривалий термін.

### **4.3. Боргова політика в новій фінансовій конфігурації**

Управління державним боргом (англ. *national debt management*) є одним з напрямків фінансової політики держави, пов'язаної з її діяльністю на зовнішньому й внутрішньому фінансовому ринках як позичальника або гаранта. Основною причиною виникнення державного боргу є неефективність

реалізації політики, яка визначається незбалансованістю доходів і витрат держави. Світовий досвід свідчить про широке використання різноманітних інструментів політики державних позик задля фінансування витрат бюджету та інвестування під гарантії держави.

З фінансово-економічної точки зору державний борг являє собою заборгованість державних органів як результат формування додаткових ресурсів країни, спрямованих на вирішення протиріч між економічними й соціальними потребами суспільства на основі позик коштів у приватних осіб, інститутів недержавного сектора й іноземних держав. Відносини щодо формування, обслуговування й погашення боргу значно впливають на стан державних фінансів, грошового обігу, інвестиційного клімату, структури споживання й розвитку міжнародного співробітництва.

Нерівномірність темпів відновлення позитивної динаміки соціально-економічного зростання більшості країн світу та ризику стабілізації їх фінансових систем після глобальної кризи 2008–2009 років актуалізують питання управління ризиками в усіх сферах фінансової політики будь-якої держави. За таких обставин слід відзначити численні дискусії щодо актуальності оцінок «суверенного ризику», «ризика країни», «суверенного кредитного рейтингу (ймовірності дефолту)» в управлінні зовнішнім державним боргом, а також систематизації ризиків реалізації боргової політики.

Відомо, що у 70-ті роки минулого століття широко використовували поняття «суверенний ризик», тобто можливість збитків від кредитування урядів суверенної держави. Наприкінці ХХ століття спостерігалось загострення проблем з обслуговуванням боргу державами, що розвиваються, а також країнами з перехідною економікою. Було введено поняття ризику країни.

Ризики країни в цілому поділяють на економічні й політичні. Під економічними ризиками країни розуміється можливість часткової або повної неплатоспроможності країни перед нерезидентами, тобто перевищення зовнішніх боргів країни в порівнянні з міжнародними ліквідними коштами, якими вона володіє. Політичні ризики постають в прямих втручаннях держави в діяльність іноземних компаній (нерезидентів) шляхом дискримінації, націоналізації й експропріації.

До макроекономічних ризиків країни відносять: валютний; процентний; інфляцій; не конвертованості; невиконання умов кредитних угод; трансферний; мораторію на погашення боргу і (або) перегляду його умов; відмови від визнання боргу або його подальшого обслуговування.

Суверенний кредитний рейтинг надають декілька міжнародних агенцій. Так Standard & Poor's дає як кількісну, так і якісну оцінку загальної кредитоспроможності національного уряду. Кількісні аспекти аналізу охоплюють ряд показників економічної діяльності, у той час як аналіз даних у

їхній цілісності є предметом якісної оцінки. Якісні характеристики аналізу обумовлені також значимістю політичних і стратегічних подій, а також тим, що рейтинги Standard & Poog's дозволяють одержати прогностичні оцінки про майбутній потенціал обслуговування державного боргу. Агентство проводить аналіз національних урядів за дев'ятьма категоріями. Більшість категорій ураховують як економічний, так і політичний ризик. Економічний ризик показує здатність уряду вчасно погашати свої боргові зобов'язання й перебуває у функціональній залежності як від кількісних, так і від якісних факторів. Політичний ризик показує готовність національного уряду сплачувати борг.

До ключових економічних і політичних ризиків, які експерти Standard & Poog's беруть до уваги при визначенні рейтингів суверенного боргу, відносяться:

- політичні інститути й тенденції політичного розвитку та їхній вплив на ефективність і прозорість умов проведення економічної політики, а також суспільна безпека й геополітичні проблеми;
- структурна організація економіки й перспективи зростання;
- гнучкість доходів розширеного уряду й фактори, що здійснюють тиск на видатки, дефіцит розширеного уряду й розмір боргового навантаження, обсяг умовних зобов'язань фінансової системи й державного сектора;
- гнучкість грошово-кредитної сфери;
- зовнішня ліквідність і тенденції динаміки зобов'язань державного й приватного сектору перед нерезидентами.

Перші чотири фактори прямо впливають на здатність і готовність урядів забезпечувати своєчасне обслуговування й погашення боргу в національній валюті. Оскільки податково-бюджетна й грошово-кредитна політика в остаточному підсумку впливають на зовнішній платіжний баланс країни, вони також впливають на здатність і готовність урядів забезпечувати своєчасне обслуговування й погашення боргу в іноземній валюті. До числа найбільш серйозних відносяться чинники пов'язані зі станом платіжного балансу.

Говорячи про ризики управління зовнішнім боргом слід відзначити відносно нові, специфічні ризики, які актуалізуються для країн з перехідною економікою: ризик структурної диспропорції зовнішнього боргу; потенційний ризик непогашення зовнішнього боргу у встановлений строк; ризик збільшення зовнішньоборгового навантаження на бюджет; ризик формування боргової піраміди; ризик непередбачених боргових зобов'язань.

Серед найбільш розповсюджених ризиків виділяють:

- ринкові ризики, пов'язані зі зміною ринкових цін на сировинні товари, процентних ставок, вартості обслуговування зовнішнього боргу;
- ризик реструктуризації позик, у тому числі пролонгація строку кредиту за завищеною ціною або неможливість її здійснення;

- кредитний ризик – небезпека невиконання зобов'язань позичальником;
- ризик умовних зобов'язань (наприклад, по державних гарантіях);
- інфляційний ризик, що проявляється в підвищенні еквівалента валютних іноземних позик;
- ризик зміни умов зовнішніх позик при кризових потрясіннях;
- операційні ризики, що включають: помилки на різних етапах проведення або реєстрації зовнішніх запозичень; недоліки внутрішнього обліку й контролю; ризик втрати репутації позичальника, юридичний ризик, порушення професійної таємниці, стихійні лиха, що негативно впливають на ділову діяльність тощо.

Прояв ризиків у сфері зовнішніх запозичень збільшує видатки на їх обслуговування й погашення. У цьому зв'язку постає проблема методологічного забезпечення по управлінню ризиками з урахуванням рекомендацій МВФ та Світового банку, а також методологічних підходів рейтингових агентств.

Серед найактуальніших проблем сучасності – ескалація глобальної боргової кризи та формування адекватних механізмів управління задля підвищення ефективності процесів стабілізації соціально-економічного розвитку світової економіки. Важливим є те, що саме боргова криза корпоративного сектору розвинутих країн у 2008 р. виявилася основним чинником розгортання глобальної фінансово-економічної кризи, відлуння якої відчутне дотепер. Більшість фінансових проблем корпоративного сектору було вирішено за рахунок державних фінансів. Як наслідок – державні фінанси розвинутих країн опинилися у борговій пастці. Глобальна боргова криза державного сектору проявилася у 2011 р. в країнах Європи. Боргові проблеми перманентно проявляються й в США, Японії та Китаї [153; 155; 157].

Проблеми ескалації глобальної боргової кризи ретельно аналізуються експертами МВФ, Світового банку та Євро комісії, а також незалежними експертами та вченими [500–509].

За даними МВФ глобальний борг знаходиться на найвищому за всю історію рівні: в 2016 р. він досяг піку і становив 164 трлн дол. США, що еквівалентно 225 % світового ВВП і на 12% ВВП перевищує попередній пік 2009 р. При цьому рушійною силою його динаміки є Китай, на частку якого припадає близько 40% приросту боргу [510].

*Таблиця 4.4*

**Державний борг в різних групах країн, середній рівень, % ВВП**

Групи країн	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Розвинуті країни	76,7	75,4	81,5	93,0	99,3	102,6	106,9	105,7	105,6	105,4
Країни з ринками, що формуються	36,9	35,5	33,5	36,0	40,3	37,9	38,1	39,5	41,5	44,8
Єврозона	68,6	66,4	70,2	79,9	85,7	86,6	91,3	93,4	94,5	92,5
«Велика 7-ка»	85,5	84,7	91,8	105,0	113,1	117,1	121,3	119,6	113,9	117,9

*Джерело: [431с. 256; 511].*

У різкому збільшенні глобального боргу важливу роль відіграє державний борг, що пояснюється обвалом світової економіки під час глобальної фінансової кризи і заходами політики, а також впливом падіння в 2014 р. цін на біржові товари і швидким зростанням витрат в низці країн з ринком, що формується, і країн, що розвиваються, з низькими доходами. Борг країн з розвинутою економікою знаходиться на рівні в середньому 105 % ВВП – небаченому з часів Другої світової війни. У країнах з ринковою економікою і країнах із середніми доходами борг наближається до 50 % ВВП – такий рівень останній раз спостерігалось під час кризи заборгованості 1980-х рр. У групі країн, що розвиваються, з низькими доходами середнє відношення боргу до ВВП зростає швидкими темпами і станом на 2017 р. перевищує 40 %. Більш того, майже половина цього боргу надана на непільгових умовах, внаслідок чого за останні 10 років тягар, пов'язаний зі сплатою відсотків, як частка податкових доходів, подвоївся. В усіх країнах в основі динаміки боргу лежать великі первинні дефіцити, які в країнах з ринковою економікою і країнах, що розвиваються, досягли рекордно високих рівнів.

Високий державний борг і дефіцити є підставою для занепокоєння. Країни з підвищеним державним боргом уразливі по відношенню до раптового посилення глобальних фінансових умов, що може порушити доступ до ринку і поставити під загрозу економічну діяльність. Більш того, як показує досвід, країни можуть піддаватися несподіваним великим шокам, які зачіпають відношення боргу до ВВП, що посилює ризики пролонгації кредиту. Важливо відзначити, що великий борг і дефіцити перешкоджають здатності урядів вживати рішучих заходів податково-бюджетної політики для надання підтримки економіці в разі спаду. Досвід минулого показує, що слабкий стан державних фінансів збільшує глибину і тривалість рецесії (наприклад після фінансової кризи), адже уряди не здатні задіяти достатні заходи податково-бюджетної політики для підтримки зростання. Створення бюджетного простору для маневру особливо актуально зараз, коли борг приватного сектора знаходиться на рекордно високому рівні і зростає. Через надмірне приватного боргу деяких країн вони піддаються ризику раптового і дорогого скорочення частки позикових коштів.

Серед основних чинників зростання боргового навантаження на економіку країн під час та після глобальної економічної кризи відзначають наступні [426, с. 196-198; 512]: зміни обсягу валового внутрішнього продукту у порівняних цінах; погіршення сальдо поточного рахунку платіжного балансу; зростання державних видатків; зміни реального валютного курсу грошової одиниці країни та ін. (рис. 4.3).

В сучасній науковій літературі існують різні точки зору щодо граничного значення «безпечного» обсягу державного боргу. Найпоширенішим є підхід,

згідно з яким оптимальний рівень державного боргу становить 60 % від ВВП (Маастріхський критерій). МВФ запропонував в аналітичних цілях наступні граничні значення показника борг/ВВП для різних ступенів ризику боргової кризи: 30 % – низький, 40 % – середній й 50 % – високий ступінь ризику [513, с. 11]. У ґрунтовному дослідженні МВФ 2012 р. щодо боргових криз, які розгорталися у світі протягом століття (1912–2011 рр.), критерієм для аналізу обрано рівень співвідношення борг/ВВП у 100 % [514, с. 109]. К. Рейнхарт [515; 516] на основі аналізу боргових криз за 1800–2011 рр. розрахував поріг для співвідношення сукупний борг / ВВП на рівні 90%.

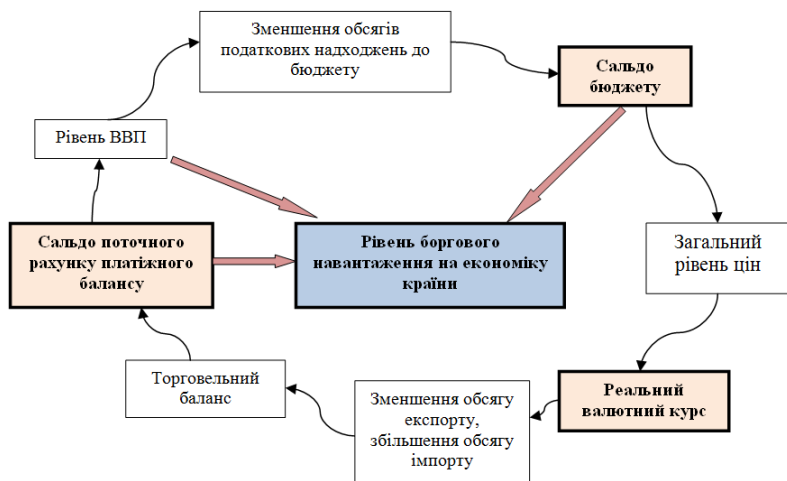


Рис. 4.3. Основні фінансово-економічні чинники зростання рівня боргового навантаження в розвинутих країнах.

*Джерело:* [426, с. 199].

Дані динаміки суверенних боргів по відношенню до ВВП для країн G7 (рис. 4.4) свідчать, що у 1991–2007 рр. відбувалася його поступове зростання з рівня близько 60 % до понад 80 %. З початком глобальної кризи у 2008 р. протягом наступних п'яти років цей показник перевищив 120% (див. табл. 4.4).

Якщо в докризовому періоді більшості розвинутих країн ЄС (“старим” членам Євросоюзу) вдалося утримувати значення боргових показників на рівні, близькому до параметрів Пакту стабільності та зростання (Маастріхського критерію у 60 %). Зокрема, рівень боргового навантаження сектору загальнодержавного управління не був критичним: у 2007 р. його значення становило: у Німеччині – 63,5 % ВВП, у Франції – 64,2 %, Великобританії – 43,6 %, Австрії – 64,8 %, Нідерландах – 42,5 % ВВП. Темпи



зростання ВВП країн ЄС під час кризи характеризувалися різким спадом у 2008 р. (до  $-4,4\%$ ) з поступовим відновленням у 2009–2013 рр. до значень, що не перевищили  $2,1\%$  [518].

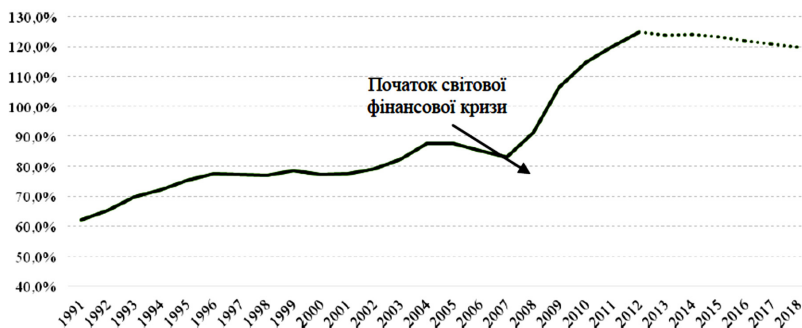


Рис. 4.4. Відношення державного боргу до ВВП для країн G7, 1991–2018 рр.  
Джерело: [517, с. 15]

У наукових дослідженнях С. О. Якубовського широко використовуються сучасні методологічні підходи щодо стійкості національних фінансових систем, оцінки фінансової безпеки та боргового навантаження країн, оцінювання зовнішньоекономічної позиції країн тощо.

В оцінках державного боргу важливе місце посідає показник обсягів зовнішніх запозичень держави у грошовому обчисленні. Так, за оцінками С. О. Якубовського, країни ЄС відчували вплив двох хвиль глобальної кризи. Дані динаміки зростання обсягів зовнішніх запозичень країн ЄС під час першої «хвилі» кризи (липень 2008 – березень 2010 року) свідчать, що в більшості країн ЄС обсяг зовнішнього боргу у доларовому обчисленні скоротився. За темпами скорочення лідирували Велика Британія (на 2,1 трлн дол.), Німеччина (704 млрд. дол.), Бельгія (453 млрд дол.) та Нідерланди (412 млрд дол.). Сумарно в зоні євро скорочення зовнішнього боргу склало 1,95 трлн дол. В шести країнах ЄС під час кризи відбулося збільшення обсягів зовнішнього боргу: найбільше зростання спостерігалось в Швеції (на 178,8 млрд дол.), Греції (на 25,8 млрд дол.), Угорщині (на 23,9 млрд дол.) та Румунії (на 12,4 млрд дол.) [518, с. 226]. У відсотковому обчисленні у період з квітень 2010 по червень 2011 року в усіх країнах ЄС, крім Угорщини, спостерігалось збільшення обсягів зовнішнього боргу. Лідерами за величиною зростання зовнішніх запозичень стали: Фінляндія – на 34 %, Польща – на 32 %, Чехія – на 25 %, Румунія – на 22 %, Словаччина – на 20 %. Сумарний борг країн зони євро збільшився з квітня 2010 по червень 2011 рр. на 11 % [519, с. 226].

С. О. Якубовський використав для аналізу стійкості зовнішньоекономічних позицій України методичний підхід, розроблений Світовим банком [526, с. 37]. Світовий банк запропонував використовувати низку показників оцінки вразливості країни щодо зовнішньої заборгованості вимірювати у відношенні обсягів зовнішнього боргу до ВВП і до національного експорту товарів та послуг. За цими критеріями, за оцінками фахівців Світового банку, країни можна поділити на три групи: з високим, середнім і низьким рівнями зовнішнього боргу. До першої групи відносяться країни, в яких питома вага зовнішнього боргу у ВВП вище за 80 %, або у експорті товарів та послуг перевищує 220 %. Для другої групи ці показники знаходяться в інтервалах між 80 % і 48 % та 220 % і 132 % відповідно. Для третьої групи країн (з найбільш стійкими зовнішньоекономічними позиціями), – відношення зовнішнього боргу до ВВП менше 48%, а відношення боргу до експорту товарів та послуг менше 132 % [527].

Згідно цієї методики Україна знаходиться у групі країн з найбільш вразливою зовнішньоекономічною позицією: відношення її зовнішнього боргу (117,3 млрд дол.) до ВВП за офіційним курсом Національного банку на 1 жовтня 2017 р. становило 110,7 %. При цьому лише за дев'ять місяців 2017 р. валовий зовнішній борг України зріс на 3,7 млрд дол.: зовнішні зобов'язання державного сектору збільшилися на 3,8 млрд дол. до 46,5 млрд дол. (43,9 % від ВВП), борг приватного сектору скоротився на 0,1 млрд дол. до 70,8 млрд (66,8 % від ВВП) [526, с. 37; 528].

У цьому плані становить інтерес підхід американського фінансового експерта Р. Вейга до оцінки ролі корпоративної заборгованості в боргових кризах. У дослідженні таких криз за останні 150 років він дійшов висновку, що вони виникають, коли приватний борг перевищує ВВП в 1,5 рази і його рівень зростає приблизно на 20 % протягом 5 років [515; 529]. Саме з такою проблемою США зіткнулися в 2008 р, а багато країн Європи - трохи пізніше. С. Кін виділяє 7 країн, у яких приватний і корпоративний борг перевищує 175 % ВВП і спостерігаються високі темпи приросту корпоративного боргу (близько 10 % в рік) – Китай, Австралія, Швеція, Гонконг, Південна Корея, Канада, Норвегія [515; 530].

Характерною особливістю боргової політики є те, що вона перебуває у нерозривному функціональному взаємозв'язку з бюджетно-податковою політикою країни. При здійсненні експансіоністської бюджетно-податкової політики, яка передбачає збільшення видаткової частини бюджету та (або) зменшення податків, може виникнути дефіцит бюджету і державний борг теоретично зростає. Під час здійснення країною рестрикційної бюджетно-

податкової політики, що полягає у збільшенні податків та (або) зменшенні державних витрат, державний борг теоретично може зменшуватись.

Проведений експертами МВФ аналіз прикладів реалізації боргової політики дозволив виокремити основні теоретичні моделі реалізації боргової політики [514, с. 101, 102; 531]: модель бюджетного стимулювання, яка передбачає збільшення державних витрат для стимулювання платоспроможного попиту та економічного зростання, не дивлячись на наявний дефіцит; 2) модель бюджетної економії, що полягає у проведенні бюджетної консолідації за рахунок зменшення витраткової частини бюджету та збільшення податкового навантаження; модель «фінансового придушення» – модель, згідно з якою для забезпечення прийняттого рівня боргового навантаження на економіку країни уряд забезпечує одночасну наявність високої інфляції та низьких номінальних процентних ставок, що дозволяє забезпечити неперервне економічне зростання та збалансувати бюджет.

За оцінками МВФ боргова політика повинна враховувати основні ризики розвитку ситуації [514, с. 18,19]. По-перше, коли світовий обсяг виробництва дорівнює потенціалу або перевищує його, високі рівні державного боргу можуть призводити до підвищення реальних процентних ставок у світовому масштабі, витісняючи капітал і знижуючи обсяг виробництва в довгостроковій перспективі. По-друге, витрати на обслуговування боргу можуть привести до підвищення податків або скорочення інвестицій в інфраструктуру, що знижує рівень пропозиції. По-третє, високий державний борг в окремих країнах може збільшити їх суверенні премії за ризик, викликаючи різні наслідки, від обмежених можливостей для проведення антициклічної податково-бюджетної політики (про що свідчать поточні проблеми на периферії зони євро) до високої інфляції або прямого дефолту в випадку дуже значного підвищення премій за ризик.

Зростання боргового навантаження економіки призводить до додаткових витрат на обслуговування боргу. Наприклад, в Японії майже 16 % всіх доходів федерального бюджету, або 130 млрд дол., йде на сплату відсотків по державних облігаціях, велика частина яких використовується для рефінансування існуючого боргу. У 2017 фінансовому році США мали витратити на виплату відсотків по державному боргу 266 млрд дол., що становить 6,5 % витрат федерального бюджету, а до 2026 р. подібні витрати можуть досягти 787 млрд дол., або 12,2 % бюджетних витрат [438; 532].

Ще одним чинником уразливості є високий рівень акумуляції державних цінних паперів. Наприклад, в уразливому положенні знаходиться ЄЦБ, який акумулював до 40% боргу урядів країн – членів Європейського Союзу. У 2013–2016 рр. сума належних Банку Японії держоблігацій зросла майже в три

рази і складала приблизно 65 % ВВП. Казначейські облігації в активах балансу ФРС США виросли з 5 % ВВП у 2007 р. до 13 % в 2016 р. [515; 533].

В цьому зв'язку варто відмітити, що до останньої глобальної фінансової кризи боргові зобов'язання формувалися в порівняно сприятливих зовнішніх умовах, перш за все – в середовищі дешевих фінансових ресурсів. В даний час можуть виникнути серйозні труднощі з виконанням взятих зобов'язань. Наприклад, в 2017 р. країни з ринком, що розвивається, повинні виплатити близько 1,1 трлн дол. за своїми бондами і кредитами, причому 1/5 всіх виплат припадає на доларові зобов'язання [515; 534]. Якщо раніше поширеною практикою обслуговування боргу було його рефінансування, то нині умови нових позик можуть виявитися набагато гіршими.

У дослідженні Т.Богдан відзначено, що у країнах групи GIPS (Греції, Італії, Ірландії, Португалії, Іспанії) з 2010 р. одночасно із зростанням суверенних спредів підвищувалися і відсоткові ставки для корпоративного сектору. Зокрема, «в Італії корпоративні спреди зросли з нульового рівня у березні 2010 р. до 3 % у березні 2013 р. (корпоративні спреди обчислюються як різниця між середньою ставкою банківських кредитів для корпоративного сектора і відсотковою ставкою за суверенними зобов'язаннями Німеччини). В Іспанії за цей же період відбулося підвищення спреду з –1 % до 1,9 %. У Португалії корпоративні спреди зросли з 0 до 4 %, а у Греції з 0 до 5 % у період з березня 2010 р. до березня 2013 р.» [158, с. 261].

За оцінками некомерційної організації Jubilee Debt Campaign, яка аналізувала боргову стійкість окремих країн в світовій економіці, в 2016 р. 27 держав перебували в стані боргової кризи (в 2015 р. – 22 держави). Головними критеріями такого дослідження були великий фінансовий дисбаланс з рештою світу і великі державні платежі за зовнішнім боргом в порівнянні з одержуваними доходами. За оцінками, ризику боргової кризи можуть бути схильні до 80 країн (в 2015 р. – 71 країна), в тому числі 22 – ризику державної або приватної боргової кризи, 18 – ризику кризи державного боргу і 40 – ризику кризи приватної заборгованості [515; 535].

Країни з підвищеним державним боргом уразливі по відношенню до мінливих фінансових умов, що може стримувати їх здатність здійснювати запозичення і надавати економіку безпеки. Крім того, як показує досвід минулого, високі борг і дефіцити країни збільшують глибину і тривалість рецесії - наприклад, внаслідок фінансової кризи – оскільки уряди не здатні надавати достатню бюджетну підтримку економіці. Оскільки в більшості країн зростання набирає темпи, вживати заходів бюджетного стимулювання для підтримки попиту більш недоцільно. Разом з тим очікується, що бюджетні мультиплікатори, якими вимірюється короткострокова дія зміни податків і

витрат на обсяг виробництва, будуть нижче. Це означає, що вигоди від короткострокових заходів бюджетного стимулювання обмежені, а економічні витрати, пов'язані зі скороченням боргу і дефіцитів, порівняно невеликі. Якщо скоротити борг і дефіцити зараз, знизиться вразливість країн по відношенню до мінливих настроїв ринку. Це також забезпечить наявність у директивних органів достатніх ресурсів для дій в разі спаду – як тоді, коли бюджетні мультиплікатори вище.

Загалом прогнози МВФ вказують на те, що в наступні три-п'ять років відношення боргу до ВВП знизяться в більшості країн. Але це залежить від того, виконають країни в повній мірі свої зобов'язання щодо заходів політики. Слід зазначити, що прогнозується зниження коефіцієнтів боргу державного сектора у всіх країнах з розвинутою економікою, крім однієї. В США в результаті перегляду податкового кодексу та досягнення дворічної бюджетної угоди рівень економічної активності підвищиться до 2020 року. У наступні три роки ці заходи створять загальний дефіцит в розмірі понад 1 трлн. дол., що становить більше 5 % ВВП. Це підсилює тенденцію до збільшення державного боргу, який в 2023 р. досягне 117 % ВВП [536].

Глобалізація боргових проблем потребує відповідального і комплексного підходу в національній політиці і більш тісного узгодження зусиль провідних держав на глобальному і регіональному рівнях.

#### **4.4. Вплив фінансово-економічної допомоги на розвиток фінансових ринків, що розвиваються (на прикладі України)**

Світовий досвід надає багато прикладів як ефективного, так і неефективного використання коштів МФО. У кожному разі органічне поєднання внутрішніх і зовнішніх джерел фінансових ресурсів країни є запорукою сталого її розвитку. При цьому фінансова відкритість обов'язковим своїм аспектом повинна характеризувати здатність країни брати участь у міжнародних економічних відносинах без негативних наслідків для макроекономічної стабільності держави.

Складність побудови відносин із зовнішніми кредиторами пов'язана з багаторічною неможливістю для України виконувати в повному обсязі свої зобов'язання щодо них, і це при тому, що країна є залежною від нових фінансових вливань з-за кордону. Втім існуючі проблеми не повинні розглядатися як привід для переведення відносин з міжнародними фінансовими організаціями в конфронтаційний стан. Інакше кажучи,

надзвичайно небезпечним було б порушення виконання взятих на себе зобов'язань фінансового та іншого характеру у зв'язку з неспроможністю запобігти дефолту або в результаті свідомого політичного рішення.

Для України проблематика взаємин з міжнародними організаціями небезпідставно розглядається в контексті здійснення економічних перетворень. Слід зазначити, що поточна ситуація з наявними зовнішніми борговими зобов'язаннями та їх обслуговуванням ставить державу в скрутне становище.

*Проблема платоспроможності України і зростання зовнішньої заборгованості* є дуже важливою, як у контексті можливостей залучення коштів міжнародних фінансових організацій, так і в контексті збереження національної безпеки України саме в частині зовнішньої заборгованості. Крім цього, саме платоспроможність України є тим самим фактором, який дозволяє взагалі вести мову про залучення зовнішніх фінансових ресурсів.

*Проблема вимог міжнародних фінансових організацій реаліям економіки України.* Ця проблема пов'язана з використанням відносно України певних шаблонів, які використовуються в інших країнах світу, включаючи не тільки країни Центральної та Східної Європи, а й Латинської Америки та Азії. Національна економіка України має свої особливості, як структурного, так і гео економічного характеру, які не дозволяють ставити її в один ряд з економіками країн Латинської Америки. Стандартні економічні програми, які реалізуються за допомогою МВФ, використовують ключові агрегатні економічні змінні: внутрішній кредит, дефіцити бюджетів у державному секторі, міжнародні резерви, зовнішній борг, процентна ставка, валютний курс, ціни, податки. Рекомендовані МВФ коригуючі заходи для країн, направлені на макроекономічну стабілізацію та оздоровлення платіжних балансів, мають вони також дефляційну компоненту. Ціль кредитування – це забезпечення рівноваги платіжного балансу та підтримання стабільності валютного курсу країни-реципієнта. При цьому ігноруються існування традиційних соціально-економічних структур, географічних та етнографічних особливостей країн. Приклад України показовий. Країна протягом понад 70-ти років існувала у формації соціалізму, мала розвинуту інфраструктуру, систему освіти і охорони здоров'я. При переході від формації соціалізму до ринкових відносин в Україні виникли проблеми з реформуванням економіки. Країни Африки та Латинської Америки не мали таких показників соціального розвитку на момент перехідного періоду та отримання кредитів МВФ.

*Проблема впливу на діяльність поточного уряду держави.* Ця проблема пов'язана з можливістю використання міжнародних фінансових організацій як свого роду «винних за всі негаразди» кожного чергового уряду країни.

На макроекономічному рівні очікування коштів від міжнародних фінансово-кредитних установ знижує відповідальність уряду за свою економічну політику. Більше того, навіть успіх або провал економічної політики прив'язується до результатів переговорів з кредиторами, наданням або ненаданням коштів з їх боку.

*Проблема використання політичних чинників прямої підтримки перебування на посадах різного роду «молодих реформаторів».* Ця проблема знаходиться також в контексті проблем збереження національної безпеки. Причому в ряді випадків проблема призначення певних посадових осіб має з боку МФО фактично ультимативний характер.

*Проблема оптимізації взаємин України з міжнародними фінансовими організаціями.* Ця проблема передбачає визначення оптимальних параметрів взаємовідносин, які б не допускали як конфронтаційну поведінку, так і втрату своєї економічної та політичної безпеки. Визначення необхідних параметрів і цілей відносин із зовнішніми кредиторами є важливою передумовою оптимізації безпосередньо зовнішньої заборгованості.

Одним із перспективних напрямів співпраці України з міжнародними організаціями є *випуск гривневих облігацій*. 7 серпня 2013 р. був офіційно опублікований Закон України «Про внесення змін до Закону України “Про цінні папери та фондовий ринок” щодо емісії облігацій міжнародних фінансових організацій» № 400-VII від 4 серпня 2013 р. [691]. Відповідно до Закону, він набрав чинності через 60 днів з дня його публікації, а саме 7 жовтня 2013 р.

Як зазначено в Стратегії партнерства з Україною (СПУ) на 2012–2016 фінансові роки, стратегія Міжнародної фінансової корпорації в Україні далі зосереджуватиметься на підтримці: стабілізації банківського сектора та цільового фінансування, агробізнесу, та інфраструктури, що доповнюватиметься підтримкою двох між секторальних тем, пов'язаних з поліпшенням бізнес-середовища та підвищенням енергоефективності. У 2014 фінансовому році і до теперішнього часу, МФК вже інвестувала 191 млн дол. США за рахунок власних коштів і привернула ще 85 млн дол. США [538].

Аналіз особливостей співпраці України з міжнародними фінансовими організаціями дає можливість визначити напрями оптимізації взаємин з ними, які визначаються специфікою самих МФО.

Перший напрям передбачає *збереження наявних рівнів і форм взаємовідносин України з міжнародними фінансовими організаціями* і надалі. У цьому разі можливим є також повне збереження всіх тих суперечностей, які існують і зараз. Можна також прогнозувати, що суперечності у відносинах з МФО посилюватимуться, враховуючи і процес трансформації самих організацій, і можливий розвиток національної

економіки України. До того ж одним з обтяжуючих факторів можуть виступати посткризові коливання загальносвітових економічних процесів.

Другий напрям, як свідчить міжнародна практика, передбачає перехід від безпосереднього отримання фінансових ресурсів від МФО до отримання виключно політичної та консультативної допомоги. У цьому разі можна прогнозувати фактично збереження стану поточних взаємин України з такими організаціями, враховуючи те, що протягом довгого періоду фінансові ресурси в Україну не надходять. У таких умовах офіційний перехід від стану очікування грошей до постійної політичної та консультативної підтримки знизить деяку напругу у відносинах з міжнародними організаціями і загалом позитивно впливатиме на подальший розвиток ситуації в Україні та знизить залежність від зовнішнього кредитування.

Але зараз Україна не в змозі відмовитися від кредитів МФО і буде продовжувати активну співпрацю з міжнародними організаціями. Потрібне узгодження програмних документів співпраці з МФО і кредитів, які залучаються Україною за пріоритетами соціально-економічного розвитку України.

Очевидним є те, що міжнародні фінансові організації далеко не завжди враховують об'єктивні потреби розвитку (в тому числі в плані проведення промислової, науково-технічної політики) і специфіку (наприклад, наявність тих чи інших інструментів соціальної допомоги, вимушено пільгових тарифів) держави, яка отримує зовнішні надходження. До речі, в цьому контексті можна згадати про можливість і необхідність впровадження цільового підходу до співпраці з кредиторами. Зокрема, слід звернути увагу на те, що різні кредитори або потенційні кредитори мають і різні підходи до характеру використання запозичених коштів. Особливої уваги в цьому відношенні заслуговує співпраця з Європейським банком реконструкції та розвитку (ЄБРР) як установою, яка здійснює кредитування на мікрорівні і стимулює тим самим процес залучення в Україну приватних іноземних інвестицій, враховує інтереси розвитку реального сектора країни-реципієнта.

У періоди економічної нестабільності, та особливо у періоди криз, у світі суттєво посилюється потреба у глобальному управлінні за допомогою міжнародних фінансових інститутів. Формально МВФ та Світовий банк діють як чисто фінансові та економічні агенти, але у програмах, які розробляються, як правило, є політична складова.

Протягом останніх десятиліть МВФ та Світовий банк демонстрували здатність частково адаптуватись до викликів сучасності, розробляючи механізми регулювання, однак ця здатність не відповідає цим викликам у



повній мірі, оскільки обмежена усталеною специфікою організаційної структури та парадигми мислення, яка сформувалась у цих інститутах.

Ключовою проблемою більшості програм реформування економік країн-позичальниць МВФ та Світового банку є депривація (скорочення або повне позбавлення можливості задовольняти основні потреби – психофізіологічні або соціальні) та фрустрація (негативний психічний стан, що виникає в ситуації реальної або передбачуваної неможливості задоволення тих чи інших потреб) більшої частини населення цих країн у результаті тимчасового, але значного зниження рівня його життя, а також пов'язане з цим загострення внутрішньополітичної ситуації.

Саме 10 років Україні доведеться розраховуватися по вже взятих у МВФ кредитах. Після перепочинку в 2016 р. (ще не прийшов термін гасити позику 2014 р.) в наступному році потрібно буде погасити майже 1 млрд. дол. США, а в 2018 р. – вже трохи більше 2 млрд. дол. США. Подальші суми і терміни можуть зрости, так як Україна планує продовжувати вибірку коштів Фонду (рис. 4.5).



Рис. 4.5. Повернення-залучення позикових коштів МВФ Україною у 2008–2015 рр.

*Джерело:* складено автором за даними МВФ [415, с. 245].

На рис. 4.6 наведені дані щодо майбутніх розрахунків України з МВФ на період до 2025 р. (загальна сума та проценти з виплат).

Для того щоб отримати третій транш МВФ, треба виконувати зобов'язання, які були взяті на себе. МВФ має три блоки зобов'язань, як

правило, в будь-якій країні. Перший блок – це монетарний, другий – фінансовий, третій – структурні реформи. Що стосується монетарного блоку, я не думаю, що можуть бути питання до України. Коли відпустили гривню у відносно вільне плавання, резерви, які становили на той момент 5 млрд дол. США, почали поступово поповнюватися грошима зовнішніх кредиторів.

Графік майбутніх розрахунків України с МВФ,млн.долл

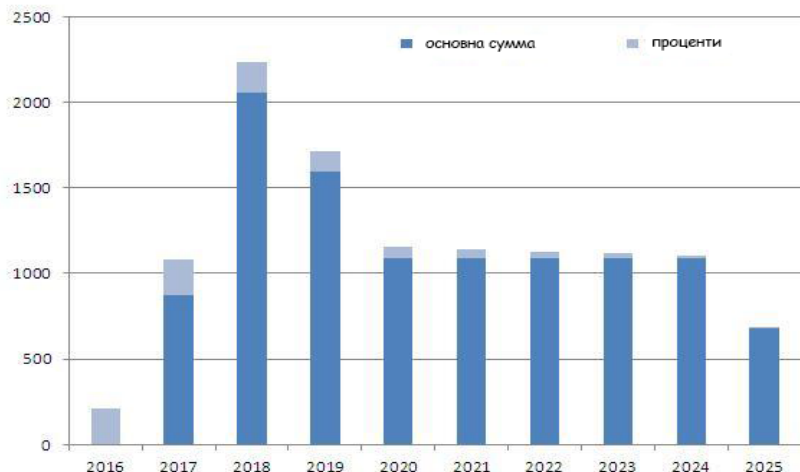


Рис. 4.6. Зобов'язання України щодо погашення та обслуговування позик МВФ

*Джерело:* складено автором за даними МВФ [419, с. 245].

Співробітництво з МФО є шляхом інтеграції України в міжнародні економічні і політичні відносини. Центральним напрямом у наведеному спектрі завдань є формування ринкової системи господарства і заснованої на ринкових принципах моделі взаємовідносин з іноземними партнерами і кредиторами як найбільш ефективних і продуктивних. При цьому головною вимогою до реалізації відповідних програм виступає інтеграція економіки у світове господарство: йдеться про набуття українською економікою всіх атрибутивних ознак і параметрів, які є поширеними у світовій співдружності і яких дотримуються його члени.

Зрозуміло, що співпраця з названими суб'єктами може мати вельми небезпечні негативні наслідки, серед яких потрібно назвати проблеми зовнішньої політичної та економічної залежності. Але дуже важливо усвідомлювати, що саме від характеру взаємодії з міжнародними

організаціями, а також з приватними кредиторами залежить ставлення до України у світі, залежать можливості реальної інтеграції у світове співтовариство і специфіка співпраці з окремими державами світу.

Разом з тим необхідно усвідомлювати фактор зростання зовнішньої заборгованості держави за рахунок кредитів від МФО. Поряд із зовнішньою заборгованістю з інших джерел, заборгованість міжнародним структурам є чинником, який з негативної сторони характеризує можливість держави до розвитку за рахунок внутрішніх джерел та обслуговування зовнішнього боргу. Крім того, при негативному перебігу подій в економічній сфері всередині держави залишається перспектива потрапити до кола країн-банкрутів.

По-друге, не можна розглядати можливості розриву співробітництва з названими організаціями. Це стосується всіх кредиторів – як міжнародних валютно-фінансових установ, так і приватних кредиторів. Світовий досвід показує, що подібна «агресивна» стратегія може занадто згубно позначитися на економічному розвитку країни-боржника. Зокрема, досвід країн Латинської Америки ще часів боргової кризи 1980-х і початку 1990-х років переконує, що подібні дії практично зводять до нуля будь-які спроби країни вийти на скільки-небудь сприятливу позицію на міжнародних фінансових ринках і занадто негативно впливають на розвиток країни надалі [404, с. 246].

По-третє, у стратегії взаємовідносин України з міжнародними організаціями необхідно чітко визначити форми продовження співпраці з такими організаціями. З урахуванням практики останніх років нерегулярності надходження фінансових ресурсів можливі зміни самих принципів взаємовідносин з міжнародними фінансовими організаціями.

По-четверте, можливим напрямом побудови відносин України з міжнародними організаціями на 10–15 років наперед є перехід від безпосереднього отримання фінансових ресурсів до отримання консультативної та політичної підтримки від цих установ. Таке розгортання подій можливе за умов економічного зростання в Україні та успішного здійснення ринкових реформ. У свою чергу консультативна та політична підтримка України з боку МФО (без надання кредитів) не тільки знизить гостроту проблеми зовнішньої заборгованості, але й стане засобом залучення в Україну іноземного капіталу.

Використання досвіду фахівців міжнародних організацій може здійснюватися на дорадчому рівні. Фахівці міжнародних структур повинні приймати рішення, у співпраці з фахівцями країни-реципієнта як це робилося до цього часу. Співпрацю з названими міжнародними структурами не можна розглядати як пошуки і знаходження чергового «старшого брата», який би замінив колишні центральні органи союдної держави.

По-п'яте, за сучасних умов необхідна переорієнтація співробітництва з МФО на досягнення національних інтересів України в країні та за її межами. Членство в МФО надає Україні можливість впливати на інші країни для досягнення національних інтересів України. Крім цього, на співпрацю з МФО певний ступінь впливу має реакція західних засобів масової інформації щодо економічного і соціально-політичного клімату в Україні. Прикладом може служити висвітлення проблем корупції, діяльності Національного банку України, порушення інтересів закордонних комерційних структур, які діють в Україні, тощо. До об'єктивних реалій відносяться також фактори домінування в МВФ і Світовому банку потужних держав світу, що дозволяє їм досягати відповідних економічних і політичних цілей в Україні та в інших країнах.

Ці обставини мають враховуватися в процесі співпраці України як з міжнародними структурами, так і безпосередньо у відносинах з відповідними країнами. Певні зрушення у відносинах з відповідними країнами матимуть позитивний вплив на відносини з міжнародними валютно-фінансовими установами та організаціями і навпаки. Актуальною є також диверсифікація і розширення кола взаємовідносин з МФО (не обмежуючи співробітництво лише МВФ, Світовим банком та ЄБРР).

По-шосте, важливим є також чітке розділення функцій і сфер діяльності між державними організаційними структурами – Міністерством фінансів України, Національним банком України, Міністерством економічного розвитку та торгівлі України (та його підрозділами, які здійснюють загальнодержавне регулювання зовнішньоекономічної діяльності). Організаційні структури, від діяльності яких залежить розвиток співробітництва з МФО, повинні мати чітку програму діяльності, яка у свою чергу потребує постійної координації відповідно до певних державних стратегічних пріоритетів [407, с. 248].

Очевидна взаємозалежність – використання можливостей інтеграції в міжнародні економічні відносини є засобом впливу на проблеми формування зовнішніх боргових зобов'язань та обслуговування такого боргу. І, навпаки, поліпшення боргової позиції є потужним інтеграційним чинником.

Не викликає сумнівів, що, окрім згаданих напрямів у спектрі проблем співробітництва з МФО, важливу роль відіграють структура і загальна концептуальна орієнтація зовнішньоекономічної діяльності держави. Можна згадати про об'єктивну енергетичну, сировинну, технологічну залежність України від зовнішніх джерел, причому пом'якшити вплив такої залежності на макроекономічну ситуацію в стислі терміни є завданням дуже проблематичним. Велике значення має механізм курсоутворення національної грошової одиниці. Останній здійснює помітний вплив як на розвиток

національної економіки загалом, так і на обслуговування зовнішніх зобов'язань держави.

Принципи захисту державних інтересів України у відносинах з міжнародними організаціями повинні спиратися на пріоритети довгострокових цілей соціального, політичного та економічного розвитку. Досвід ряду країн, які здійснили ринкову трансформацію, і самої України свідчить, що кредити МФО можуть активно сприяти вирішенню фінансових та інших проблем.

Ефективність співробітництва з названими структурами вирішальним чином залежить від відповіді на питання: яким є співвідношення середньострокових вигод від підвищення відкритості та лібералізації національної економіки з можливими втратами виробників і споживачів; яким чином можна узгодити коротко- та довгострокові інтереси економіки в умовах різних комбінацій внутрішніх і зовнішніх ресурсів. У цьому аспекті велике значення набувають також політичні чинники згаданого співробітництва [408, с. 245].

Таким чином, Україні слід здійснити конкретні кроки, спрямовані на підвищення рівня співпраці у відносинах з Міжнародним валютним фондом з тим, щоб забезпечити реальну можливість продовження кредитної програми до накопичення достатнього рівня міжнародних резервів і відновлення доступу суб'єктів економіки України до міжнародного ринку капіталів. З цією метою необхідно приділяти більше уваги не лише виконанню програми економічних дій, узгодженої з МВФ, та забезпеченню її сприйняття державними установами як плану заходів, які потрібні не тільки для отримання кредитів, але й для реального реформування економічної системи країни, для розвитку відносин з МВФ стосовно інших напрямів діяльності цієї міжнародної організації.

Співпраця з **групою Світового банку** повинна розглядатися як стратегічний напрям практичного здійснення програми соціально-економічних реформ та залучення зовнішнього фінансування для розвитку інфраструктури. У зв'язку з цим Кабінету Міністрів України було б доцільним розглядати «Стратегію Партнерства з Україною» (розроблену Світовим банком) як форму та механізм соціально-економічного прогнозування та планування на середньострокову перспективу, а також розпочати підготовку аналогічного директивного документа [159, с. 249].

У цілому розвиток співробітництва з МФО має здійснюватися у відповідності до довгострокової стратегії співробітництва України з цими організаціями, яка повинна бути складовою частиною загальної Концепції зовнішньоекономічної політики України. Необхідно, щоб така стратегія передбачала, серед іншого, також позакредитну співпрацю, зокрема в

питаннях валютного регулювання та монетарної політики, інституційної структури фінансової стабілізації (у т.ч. консолідованого нагляду за фінансовими установами), державної боргової політики та ін.

У практичній площині слід практикувати більш широке залучення інститутів громадянського суспільства (громадських об'єднань, наукових установ, експертних центрів тощо) до участі в обговоренні програм економічних реформ та конкретних інвестиційних проектів, які планується фінансувати за рахунок коштів міжнародних фінансових організацій.

Варто співпрацювати з робочими групами інститутів громадянського суспільства, які можуть бути створені з метою незалежного моніторингу ходу реалізації програм та проектів, які фінансуються з використанням коштів МФО.

Необхідно переглянути підходи до призначення представників України в МФО за квотами України. Враховуючи практику інших країн, на ці посади бажано призначати досвідчених високопосадовців (на рівні не нижче заступників міністрів), потенціал та досвід яких дозволяють їм активно проводити «українську лінію» в політиці щодо співпраці з МФО, на професійному рівні брати участь в обговоренні усіх питань діяльності МФО, налагоджувати ефективні стосунки з представниками інших країн та відповідальними співробітниками апарату МФО – а по завершенні місії працювати на більш високих посадах в державних установах України. Слід запровадити спеціальну програму підготовки українських фахівців, які звертатимуться до МФО з заявами на зайняття вакантних посад в апараті МФО (за освітньою кваліфікацією «фахівець з роботи з міжнародними фінансовими організаціями») та забезпечити співпрацю з тими українськими фахівцями, які працюють в апараті МФО (з урахуванням вимог та обмежень, обумовлених їхнім статусом міжнародного службовця) з метою загального покращення професійного іміджу українських фахівців та забезпечення кадрового резерву відповідних державних установ [159, с. 250].

На жаль, реалізація проектів, які фінансуються міжнародними організаціями в Україні, характеризується невисоким ступенем ефективності та неспроможністю Української сторони в повному обсязі освоювати зарезервовані МФО кошти. Одним із засобів вирішення цієї проблеми є спрощення та гармонізація правил і процедур отримання коштів від донорів в Україні. Українськими бенефіціарами більшість угод, пов'язаних з використанням коштів МФО, підписуються в гривні, відповідно після девальвації вони здебільшого не мають можливості використовувати додаткові кошти (генеровані внаслідок курсових різниць), які перевищують законтраковані суми. Надалі стабілізація обмінного курсу гривні і включення

у контракти з постачальниками, виконавцями робіт і послуг, які надаються у рамках проектів, підтримуваних МФО, положень про можливість індексації сум контрактів при перевищенні певного порогу девальвації гривні відносно долара США чи євро сприятимуть вирішенню даної проблеми. З метою підвищення зацікавленості українських позичальників залучати кошти МФО в умовах курсової волатильності Україні слід ставити питання про розширення практики кредитування у національній валюті (гривні) українських позичальників за інвестиційними проектами МБРР, ЄБРР, МФК, ЄІБ, ЧБТР та ін.

Поряд з цим для підвищення ефективності використання коштів МФО і досягнення високих результатів реалізації відповідних проектів необхідно вживати заходів щодо [159, с. 251]:

- гармонізації правил і процедур закупівель товарів, робіт і послуг міжнародних кредиторів і донорів для проектів, які реалізуються ними в Україні, із вимогами Закону України «Про публічні закупівлі». При цьому українська сторона повинна повністю контролювати процес закупівель товарів, робіт і послуг і не допускати можливість отримання необґрунтованих переваг іноземними постачальниками;

- проведення профільним Департаментом Міністерства економічного розвитку і торгівлі регулярних курсів підвищення кваліфікації (тренінгів) для співробітників обласних і районних адміністрацій, міських виконавчих комітетів з питань підготовки проектної документації, написання грантових заявок і складання звітності за проектами МФО;

- порушення перед кредиторами і донорами, які впроваджують в Україні самоокупні інвестиційні проекти під державні гарантії (МБРР, ЄБРР, ЄІБ), питання про необхідність уніфікації ними вимог до проектної документації, гармонізації правил і процедур повного циклу планування проектів, їх впровадження та контролю ефективності;

- зняття валютних обмежень на купівлю іноземної валюти для операцій, які необхідні для реалізації погоджених проектів і відображені в угодах з МФО, скасування вимоги щодо обов'язкового продажу валютних надходжень при залученні кредитних ресурсів МФО;

- створення у рамках Державної фіскальної служби спеціального підрозділу для оперативного вирішення питань і швидкого реагування на проблеми з оподаткуванням операцій, які виникають при реалізації проектів МФО, і не узгоджуються з правилами кредиторів (донорів); наділення даного підрозділу спеціальними повноваженнями для забезпечення дії міжнародних договорів і звільнення від оподаткування відповідних операцій;

- *розбудова нових форм співробітництва з МФО для розв'язання цільових проблем фінансового та економічного розвитку.* Доцільно

застосовувати значний потенціал МФО, зокрема нові продукти у сфері інвестиційних і консультаційних послуг, а також управління активами. Наприклад, МФК пропонує низку продуктів на кшталт гарантій часткового покриття кредитних ризиків, структурованих механізмів ліквідності, трансферів портфельного ризику, які уможливають диверсифікацію джерел фінансування, пролонгацію термінів погашення та доступ до фінансових ресурсів за вибором валюти;

*– Україні доцільно долучитися до впровадження відповідних Принципів високого рівня ОЕСР та «Групи двадцяти» з довгострокового фінансування інвестицій для інституційних інвесторів.* Це дасть змогу активізувати роботу щодо створення базових умов для довгострокового фінансування, забезпечить фінансову стабільність, боргову стійкість, робочі місця, підвищення рівня життя. В Україні важливо розробити плани *довгострокового інвестування*, орієнтовні механізми забезпечення фіскальних стимулів та гарантування проектів;

*– доцільно формувати стратегічні фінансові пули із залученням фондів суверенного добробуту для реалізації в Україні довгострокових інвестиційних проектів.*

*– важливим елементом державної політики є впровадження методичних принципів вибору середньо- та довгострокових проектів, формулювання відповідної бази пріоритетних для держави проектів та забезпечення їх просування серед МФО.*

Глобальна фінансова криза яскраво висвітлила критично важливу роль, яку фінансовий сектор відіграє в забезпеченні світової макроекономічної стабільності. Це спонукало МВФ розширити дослідження проблем, що відносяться до зміцнення глобальної фінансової системи. У цьому зв'язку розробляються аналітичні інструменти для впровадження досліджень проблем фінансового сектора й ринків капіталу в роботу з визначення норм більш широкого макроекономічного нагляду.

Поряд із зовнішньою заборгованістю з інших джерел, заборгованість міжнародним структурам є чинником, який з негативної сторони характеризує можливість держави до розвитку за рахунок внутрішніх джерел та обслуговування зовнішнього боргу. Крім того, при негативному перебігу подій в економічній сфері всередині держави залишається перспектива потрапити до кола країн-банкрутів.

Доведено, що стратегія взаємовідносин України з МФО повинна будуватися з урахуванням поточного стану національної економіки. Необхідною є і більш широка концептуальна визначеність, а саме включення



моделі співпраці з міжнародними фінансовими організаціями та приватними кредиторами в загальну модель соціально-економічного розвитку.

Показано, що у взаємовідносинах України з міжнародними фінансовими організаціями необхідно чітко визначити форми продовження співпраці з такими організаціями. З урахуванням практики останніх років нерегулярності надходження фінансових ресурсів можливі зміни самих принципів взаємовідносин з міжнародними фінансовими організаціями.

Показано необхідність використання досвіду фахівців міжнародних організацій на дорадчому рівні. Фахівці міжнародних структур не повинні приймати рішення, як це робилося до цього часу. Незалежно від обставин рішення повинні приймати українські посадові особи, які є елементарним ознакою існування економічного і політичного суверенітету. Співпраця з названими міжнародними структурами не можна розглядати як пошуки і знаходження чергового «старшого брата», який би замінив колишні центральні органи союзнаї держави.

Взаємини України з МФО мають будуватися в контексті оптимізації моделі соціально-економічного розвитку і зміни відповідних акцентів. У процесі співробітництва з міжнародними організаціями потрібно брати до уваги всю сукупність внутрішніх політичних факторів, які не завжди враховують міжнародні фінансово-кредитні структури. До цих факторів належать: чітка визначеність курсу економічних реформ і його обґрунтована реалізація в державі, а не лише декларування реформ; врахування загальнополітичної розстановки сил, включаючи структуру парламенту та персоналії в органах державної влади та управління тощо.

Трансформаційні умови сучасного розвитку України як обов'язкової передумови поліпшення ситуації з використанням залучених коштів вимагають також проведення структурних реформ. Саме вони можуть відкрити шлях до більш повного використання потенціалу держави. Дану задачу необхідно вирішувати згідно апробованих світовою практикою критеріїв і з урахуванням поточної ситуації в країні.

## РОЗДІЛ 5

### ГЕОЕКОНОМІЧНИЙ КОНЦЕПТ ПРОГНОСТИЧНОГО МОДЕЛЮВАННЯ ФІНАНСОВИХ РИНКІВ

*Де багато води – там більше буде,  
де багато грошей – там прибуде  
(прислів'я)*

#### **5.1. Основні принципи та підходи моделювання фінансових ринків**

Визнано, що важливим напрямом дослідження фінансового ринку є використання методів економіко-математичного моделювання, які дозволяють виявляти нові тенденції та взаємозв'язки, здійснювати прогнози динаміки цін та обсягів фінансових активів, аналізувати зв'язки між структурними елементами тощо [580]. Найбільш поширеним для прогнозування фінансових ринків у радянських наукових колах був «економетричний інструментарій, який ґрунтується на гіпотезі щодо стаціонарності відповідних випадкових процесів і незмінності зовнішніх умов» [581, с. 9]. Натомість у західних наукових школах поширюється використання такого інструментарію, «як нейронні мережі, нечітка логіка, еволюційні алгоритми, фрактали, елементи теорії хаосу тощо, в основі яких відсутня передумова щодо стаціонарності аналізованих показників і незмінності умов» [440, с. 10]. Усе частіше у моделюванні фінансових ринків використовується синергетичний підхід, згідно з яким для аналізу залучаються знання різних галузей науки – від психології і філософії до математики, фізики, біології тощо.

У науковій літературі накопичено значний досвід моделювання як фінансового ринку загалом, так і його окремих сегментів. Моделі, що використовуються для вивчення фінансового ринку, можна умовно поділити на групи: а) макроекономічні, за допомогою яких аналізують рівноважні стани фінансового ринку та його роль у досягненні загальної збалансованості економічної системи; б) економіфізичні, які розробляються на основі моделей, що застосовуються статистичною фізикою для аналізу динаміки складних систем мікросвіту і отримали останніми роками широке розповсюдження в економіці і фінансах; в) моделі, які розробляються для вивчення окремих сегментів фінансового ринку (кредитного, фондового, валютного, страхового тощо).

Зокрема економіфізичні моделі застосовуються як для дослідження окремих особливостей фінансового ринку, так і для функціонування цього ринку загалом. Їх використання продиктовано необхідністю пояснення періодичних криз на фінансовому ринку, а також високої волатильності його

показників. В рамках еконофізичного підходу зроблено спробу пояснити динаміку фінансових показників за допомогою моделей, що описують явища взаємодії мікрочастинок у статистичній фізиці. Для аналізу цін фінансових активів в еконофізиці застосовується логарифмічна функція прибутковості. Такий вид функції забезпечує інваріантність (безрозмірність) змін щодо динаміки цін. В цьому разі частота змін цін виявляється незалежною щодо абсолютних цін фінансових активів [580; 582].

Перспективним напрямом еконофізичного моделювання фінансового ринку є багатоагентна модель (multi-agent model) Т. Лакса і М. Марчези [582; 583]. Ця модель відрізняється від інших еконофізичних моделей реалістичністю закладених припущень. Її особлива значущість полягає в спробі поєднання двох гіпотез – ефективності ринків (efficient market hypothesis) і взаємодіючих агентів (interacting agents hypothesis). Перша полягає в поясненні динаміки цін на фінансові активи інформацією, що надходить на ринок. Відповідно, передбачається, що в ціноутворенні переважають екзогенні фактори. Гіпотеза взаємодіючих агентів полягає в тому, що на ціни фінансових активів визначальний вплив мають ендегенні фактори – взаємодії суб'єктів фінансового ринку.

Серед моделей, що використовуються для вивчення окремих сегментів фінансового ринку, передусім відносять: CAPM (Capital Asset Pricing Model – модель прибутковості фінансових активів); модель арбітражного ціноутворення (Arbitrage Pricing); модель ціноутворення опціонів (option pricing). Зазначені моделі глибоко вивчені в економічній літературі і не досліджуються в цій роботі [580; 585].

Окрім того, неможливість лінійних моделей пояснити реальні процеси призвели до створення альтернативних нелінійних методів для аналізу фінансових ринків. Нелінійні методи розглядають фінансові ринки як нелінійні динамічні системи, де все нові ціни перебувають у зв'язку зі своїми минулими значеннями, а інформація, що надходить на ринок, не завжди моментально відображається в ринкових цінах. Нелінійний підхід до аналізу ринків передбачає, що у ринків є довгострокова пам'ять про попередню динаміку (інерція ринку), а ціни змінюються не випадково і незалежно, а під впливом певних, але дуже складних для виявлення закономірностей.

Серед нелінійних концепцій виділяють гіпотезу фрактального ринку, гіпотезу когерентного ринку і теорію рефлексивності [584].

Гіпотеза фрактального ринку (ФМН) з'явилася з виникненням нових поглядів на організацію і функціонування не тільки фінансових ринків, а й багатьох інших природних процесів, таких як теорія хаосу і фрактальної геометрії. Творцем фрактальної геометрії є Б.Мандельброт, який узагальнив

роботи вчених, які вивчають складні, важко формалізовані, багатоструктурні об'єкти з евклідовою геометрією. Фракталом називають структуру, що складається з елементів, в якому сенсі подібних цілому [585]. Суть підходу пояснюють таким чином: рух багатьох природних процесів, який з першого погляду може здаватися абсолютно випадковим, не є випадковим в глобальному масштабі. Фрактальна структура формується тоді, коли майбутнє значення змінної знаходиться в певній залежності від своїх минулих значень. Є кілька способів розрахувати фрактальну розмірність часового ряду фінансових інструментів. Один із методів заснований на обчисленні показника Херста (H). Показник Херста дозволяє визначити, випадковий чи не випадковий досліджуваний часовий ряд активу. Херст довів, що багато природних процесів слідує «зміщеному випадковому блуканню», або тренду з шумом. Його метод можна застосовувати для аналізу фінансових часових рядів на наявність тренда. Ще однією характеристикою часового ряду у фрактальному аналізі є довжина інтервалу часу, протягом якого зберігається пам'ять про минулі значення цін [390; 587]. Гіпотеза фрактального ринку дає пояснення ефективності багатьох методів аналізу фінансових ринків, заснованих на технічному аналізі, теорії хвиль Р.Елліота і числам Фібоначчі. Існування певних закономірностей і повторюваних моделей у поведінці цін добре вписуються в гіпотезу фрактального ринку.

Гіпотеза когерентного ринку (СМН) розроблена Т. Вебе в 1991 р. [587] і представляє нелінійну статистичну модель. Її основна ідея полягає у тому, що розподіл усіх ставок прибутковості на фінансових ринках ґрунтується на фундаментальних (економічних) оточуючих умовах і масових настроях інвесторів. Оскільки комбінації цих двох факторів різні – різні і стани ринку. Т. Вебе передбачає, що ринок може перебувати в чотирьох різних фазах: 1) фазі випадкового блукання, у якій настрої інвесторів нейтральні, вони діють незалежно один від одного, ціни змінюються випадково. Розподіл ймовірностей прибутку відповідає нормальному; 2) перехідний стан ринку до режиму натовпу. Збільшується свідомість натовпу; 3) хаотичних ринків, де настроїв учасників швидко поширюється у свідомості мас, що провокує складні рухи цін. Фундаментальні умови нейтральні або невизначені. Крива розподілу ймовірностей має дві вершини і западину в області середнього значення. Існує велика ймовірність стрибкоподібних змін цін; 4) когерентних ринків, де сильні фундаментальні фактори разом із сильною свідомістю інвесторів породжують сильні рухи на досить довгому проміжку. Одним із найбільш важливих висновків СМН є наявність декількох фаз на фінансових ринках, в яких реакція учасників на нову інформацію абсолютно різна.

Теорія рефлексивності запропонована Д. Соросом [588] і передбачає існування подвійного зворотного зв'язку між очікуваннями учасників ринку і фундаментальними умовами. Постулат ефективного ринку про прагнення вартості активу до справедливої ціни в теорії рефлексивності замінюється на два інших: 1) на фінансовому ринку завжди присутні переваги того чи іншого напряму; 2) ринок може впливати на хід передбачення події (очікування інвесторів можуть змінювати фундаментальні умови, водночас фундаментальні умови можуть впливати на очікування інвесторів). Модель фінансових ринків, заснована на теорії рефлексивності, веде не до рівноваги, а до постійної зміни цін.

Управління фінансовими ринками має базуватися на обґрунтованому прогнозі майбутнього цих ринків. Однак у сучасних умовах наростаючої нестабільності і невизначеності вироблення стратегії на основі одного єдиного прогнозу буде ризикованим, тому що існує безліч можливих варіантів майбутнього. В дисертаційній роботі використано сценарний підхід, який дозволяє визначити можливі тенденції, взаємозв'язок та ситуації, які складаються під впливом зовнішніх (глобальних, макроекономічних) та внутрішніх (регіональних) чинників розвитку банківських, кредитних, фондових ринків і ринків цінних паперів.

Помилковим багато в чому є твердження, що в кожній національній економіці мають бути присутні всі сегменти фінансового ринку. Саме тому виникає велика плутанина, коли говорять про розвиток або нерозвиненість фінансового ринку певної країни.

Сьогодні ведуться дослідження у напрямі розробки механізмів кількісного розрахунку взаємозв'язків між ринками, побудови економіко-математичних моделей систем фінансових ринків [393; 400; 402; 589–636].

Результати досліджень окремих питань з цієї проблеми висвітлені в роботах О.Б. Уреніна, В. Єсіпова та інших. Зокрема, в роботах цих авторів розглядаються різні підходи до аналізу фондового ринку, широко висвітлені питання технічного та фундаментального аналізу на світових ринках [671; 672].

Значний прогрес у розумінні фінансових ринків був досягнутий Марковицем, який висунув теорію портфеля з середнім відхиленням, Шарпом, з його моделлю оцінки основних фондів, Лінтнером, що розвинув теорію Шарпа, Мертоном, Блеком і Шоулзом, з теорією оцінки опціонів і хеджування, Россом з теорією оцінки арбітражних операцій, Коксом, Інгерзоллем і Россом з теорією процентної ставки, і це лише найбільш значні віхи у розвитку теорії фінансових ринків.

Економічні моделі відрізняються від моделей, що використовуються в природничих науках, оскільки економічні агенти повинні передбачити майбутнє. Рішення кожного залежить від рішення інших (стратегічна

взаємозалежність) очікувань майбутнього. Послідовне моделювання фінансових ринків залишається відкритою проблемою. Щоб дістатися до суті, нам необхідний простий математичний підхід до моделювання ринку.

Одним із таких організуючих принципів є умова відсутності арбітражних можливостей. Відсутність арбітражу має на увазі, що два активи з подібними характеристиками повинні продаватися по одній ціні, і те саме стосується цього ж активу, що продається на двох різних ринках.

Якщо ціни відрізняються, виникає можливість отримати прибуток від продажу цього активу там, де він продається дорожче, і купівлі там, де він продається дешевше. За наявності арбітражної можливості, ціни не можуть залишатися різними довго, або ж різниця між ними повинна бути непомітна. Ця умова застосовується як першочергова умова наближення до реальності.

Другий важливий принцип полягає в раціональності інвесторів та інших економічних агентів. Значна частина трейдерів більшу частину часу поводить раціонально, тобто намагається оптимізувати свою стратегію згідно з наявною інформацією. Це можна назвати «обмеженою раціональністю», оскільки наявна інформація буває неповною, і крім цього, трейдери фінансового ринку також мають обмежені можливості правильної оцінки навіть наявної інформації. Крім того, інвестори не впевнені в характері і перевагах інших інвесторів на ринку. Це значить, що процес прийняття рішення по суті своїй є «гучним», і, як наслідок, немінучий імовірнісний підхід при моделюванні фондового ринку через відсутність визначеності.

Переважання учасників з ірраціональною поведінкою може привести до «спекулятивних бульбашок». Раціональність ринку слід розуміти в тому сенсі, що ціни активів встановлені так, як ніби усі інвестори були раціональні. Ринок стає раціональним, якщо на ньому присутні досить багато різноманітних агентів, що діють відповідно до обмеженої інформації. А надто велика обізнаність призводить до того, що інвестори починають вірити, що вони зможуть обіграти ринок. Це спонукає їх витратити дуже багато часу на дослідження і укласти угоди занадто швидко на основі наявної інформації, що не покриваються прибутком трансакційні витрати. Таким чином, надобізнаність веде до розширеного аналізу мізерної наявної інформації, і вбудовування цієї інформації в ціни паперів.

Відзначаються два фундаментальні підходи до такого моделювання. Вони обидва спираються на умову відсутності арбітражу, щоб пов'язати доходи фінансового ринку під час бульбашок з ризиком потенційних крахів. Для моделювання динаміки цін використовується обмежена раціональність. Обидві моделі визнають важливість співіснування і взаємодію між двома різними групами трейдерів: «шумовими» і раціональними.

Модель, керована ризиком, є розширенням моделі Бланчарда і моделі Бланчард і Уотсона. У цьому типі моделі виникнення бульбашок пояснюється як самоорганізуючий процес «зараження» серед трейдерів, який підводить до рівноважних цін, що відрізняються від фундаментальної вартості. Важливою властивістю цієї моделі є те, що крах не неминучий, і є певний шанс, що бульбашка не вибухне, а спаде м'яко. Далі представлені два основні компоненти, з яких складається модель. Якщо тенденція наслідування серед трейдерів посилюється до «критичної» точки, безліч трейдерів можуть розмістити те саме розпорядження в одному напрямі, що й викличе крах.

Попри велику зацікавленість вітчизняних та зарубіжних фахівців до питань дослідження фондового ринку, залишається недостатньо розробленою проблема практичного застосування цих підходів до аналізу вітчизняних та світових фондових ринків. Також майже не приділялась увага вивченню фактору взаємозв'язку між фондовими ринками, їх залежності від різних подій у світі (політичних, природних, соціальних, економічних тощо).

На жаль, на сьогодні не існує достовірного, науково обґрунтованого фундаментального способу визначення взаємозв'язку між ринками. Всі існуючі методи є більшою мірою припущеннями, які змінюються разом з розвитком ринків та можливостями обчислювальної техніки. Значну частину процесів, які відбуваються в ринковій економіці, важко передбачити заздалегідь з достатнім ступенем достовірності. Один зі способів науково обґрунтованого прогнозу полягає у статистичному аналізі економічних процесів та моделюванні фінансового ринку.

Проведені нами теоретичні дослідження щодо цього питання свідчать про те, що прогнозування аналітиками стану фондового ринку з достатньо високим ступенем достовірності можливе на основі методів статистичного аналізу економічних процесів. Зміни ринків здійснюються за лініями взаємозв'язку. Якщо два інструменти (або елементи ринку) можуть здійснювати вплив один на одного, то між ними існує лінія зв'язку. Якщо зв'язок проявляється з мінімальним часовим розривом і коефіцієнт передачі впливу є близьким до одиниці, то між елементами ринку існує абсолютний зв'язок. Класичним прикладом лінії абсолютного зв'язку є взаємний вплив фондових ринків та їх інструментів. Наприклад, різкі зміни політичної ситуації у світі, перехід від енергоємних технологій до менш енерговитратних, можуть кардинально впливати на ціну нафти. Ринок нафти та нафтопродуктів має дуже сильний зв'язок з політичним та технологічним полями. Так, за різкого зростання цін на нафту очікувані прибутки нафтових компаній зростають, що викликає зростання цін на акції нафтових компаній та компаній нафтового сегмента ринку. Аналогічний приклад – зв'язаність цін на акції компаній

сектора високих технологій та ціни акцій компаній з ринку забезпечення інтелектуальною власністю, наприклад, Інтернет-компаній.

З точки зору статистичного аналізу частка грошових коштів, яка спрямовується для операцій на фондовому ринку, визначається аналітиками за залишковим принципом. Тобто в першу чергу учасники реального сектора економіки, які оперують на фінансових ринках, спрямовують грошові кошти на фондовий ринок після того, як забезпечено операції на товарних та валютних ринках.

На першому етапі статистичного аналізу акумулюється інформація про кількісний стан ринків протягом визначеного терміну. Наступним етапом є обчислення першої похідної ціни відповідного інструменту ринку, яка відображає зміну показника біржового індексу впродовж визначеного проміжку часу. Важливим є виявлення тенденції та вибір функціонального виду трендового рівняння. Систематичне зростання рівнів динамічного ряду свідчить про наявність тенденції до зростання, а відносно стабільні значення ланцюгових абсолютних приростів – про лінійний її характер. Отже, залежність між двома ринками виражається через лінійний тренд:

$$y = Kx + A, \quad (5.1)$$

де  $y$  та  $x$  – перші похідні індексів двох ринків;  $K$  – коефіцієнт взаємозв'язку ринків;  $A$  – числове значення.

Значення параметрів можна визначити так:

$$A = \sum y/n, \quad (5.2)$$

де  $n$  – кількісні дані про ринок.

$$K = \sum ux/x. \quad (5.3)$$

Використання цього методу дає можливість на основі даних попередніх періодів знайти тенденції розвитку процесів, що вивчаються, та виявити кількісний взаємозв'язок між ними. Основою такого аналізу є вірогідно-статистичні методи, які оперують приблизними вірогіднісними характеристиками та умовними допущеннями.

Особливості механізму функціонування фінансових ринків кожної пострадянської країни можливо відслідкувати за зовнішніми проявами. Наприклад, це може бути характер зв'язку між показниками динаміки фінансового ринку та іншими макроекономічними показниками.

Цей зв'язок ми маємо на меті визначити фактично на прикладі показників банківського сегмента фінансового ринку методами регресійно-кореляційного аналізу. Як залежну змінну при побудові моделей ми обрали зростання грошового агрегату  $M2$  у національній валюті. Більш корисною



була би інформація по агрегатах М3 чи М4, які включають більше коло фінансових інструментів, а також показники ринку акцій, зокрема динаміки ринкової капіталізації. Проте останні показники у випадку пострадянських країн виявилися менш доступними для обраного часового проміжку. Досліджений період включає 1996–2015 рр. або для окремих країн менший період, якщо для частини періоду дані відсутні.

Як незалежні змінні обрано зростання валютних резервів у доларах і зростання реального ВВП, які здебільшого демонструють кореляційний зв'язок. Ці дві змінні характеризують, наскільки динаміка базових ресурсів банківського сектора обумовлена відповідно зовнішніми (експорт, імпорт та іноземні інвестиції, що впливають на динаміку валютних резервів) і внутрішніми факторами (зростання ВВП).

Детальні результати розрахунків вказані у додатку Ж на прикладі України (початкові дані, кореляція між змінними, результати розрахунку регресійної моделі). Кореляція між зростанням М2 і валютними резервами становила 0,56, між зростанням М2 і зростанням ВВП 0,68. Одночасно обидві незалежні змінні між собою корелювали слабо (0,26), що знижує проблеми з мультиколінеарністю. В результаті модель для України має вигляд:

$$3M2 = 24,40 + 0,1353BP + 1,353BВП, \quad (5.4)$$

де 3M2 – зростання агрегату М2, %, 3BP – зростання валютних резервів, %, 3BВП – зростання реального ВВП, %.

Коефіцієнт детермінації 0,62 є достатньо високим і статистично значущим за F-критерієм. t-статистика вказує на статистичну значущість обох регресійних коефіцієнтів при незалежних змінних. У додатку Ж вказані графіки залишків відносно незалежних змінних, підбору прогнозних і фактичних значень залежної змінної та розподілу залишків.

Аналогічно ми побудували регресійні моделі для більшості інших пострадянських країн, а також для порівняння декількох сусідніх країн, які є гео економічно важливими для окремих країн регіону. Це дозволить порівняти, наскільки фінансово-грошовий механізм схожий всередині регіону з іншими країнами. Результати розрахунків узагальнені в табл. 5.1.

Одержані результати ми використаємо далі для кластерного аналізу з метою визначення достатньо однорідних груп країн зі схожим механізмом функціонування фінансового (банківського) сектора. Кластеризація здійснена за 4 змінними: обидва регресійні коефіцієнти при незалежних змінних і обидва коефіцієнти між незалежними змінними і залежною змінною. Коефіцієнти кореляції використані для підстраховки, зважаючи, що з урахуванням t-

статистики в моделях не завжди статистично значуще відрізняються від 0, а отже, не завжди вони точно оцінені.

Таблиця 5.1

**Основні характеристик лінійних регресійних моделей залежності зростання грошового агрегату M2**

Країна	$V_0$	$V_{ЗВР}$	$V_{ЗВВП}$	$R^2$	$R_{ЗВР}$	$R_{ЗВВП}$	N
Україна	24,40	0,135**	1,35***	0,62***	0,56	0,68	20
Азербайджан	-10,37	0,50***	2,32***	0,70***	0,71	0,69	20
Білорусь	23,77	-0,03	2,72	0,23	-0,05	0,22	12
Вірменія	-0,76	0,44**	2,06***	0,71***	0,56	0,71	14
Грузія	3,60	0,36***	1,61	0,58***	0,68	0,45	14
Казахстан	0,07	0,31***	2,95**	0,82***	0,85	0,66	12
Киргизька Республіка	10,52	0,87***	-0,53	0,75***	0,85	0,02	10
Молдова	12,80	0,49***	0,62	0,71***	0,83	0,48	19
Росія	20,33	0,23***	0,95	0,63***	0,77	0,68	20
Таджикистан	1,16	0,012	4,23*	0,28	0,12	0,53	14
Китай	13,66	0,08	0,13	0,16	0,40	0,32	17
Польща	0,58	-0,07	3,06***	0,48***	0,15	0,69	19
Румунія	8,46	0,37***	0,93**	0,89***	0,91	0,66	14
Туреччина	36,65	0,93	-0,57	0,14	0,37	0,09	20

Примітка:  $V_0$  – константа,  $V_{ЗВР}$  і  $V_{ЗВВП}$  – регресійні коефіцієнти,  $R^2$  – коефіцієнт детермінації,  $R_{ЗВР}$  і  $R_{ЗВВП}$  – коефіцієнти кореляції незалежних змінних із залежною, N – кількість періодів у моделі. Для регресійних коефіцієнтів і коефіцієнта детермінації: \* – значущі при рівні значущості менше 0,1, \*\* – при менше 0,05, \*\*\* – при менше 0,01, решта статистично незначущі.

Джерело: розрахунки автора за даними: International Financial Statistics / International Monetary Fund. URL: <http://data.imf.org/?sk=5DABAFF2-C5AD-4D27-A175-1253419C02D1>; World Economic Outlook Database, October 2015/ International Monetary Fund. URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/02/weodata/download.aspx>

Результати кластеризації показані на рис 5.1. Детальні відстані (міра несхожості) між країнами показані у додатку И.

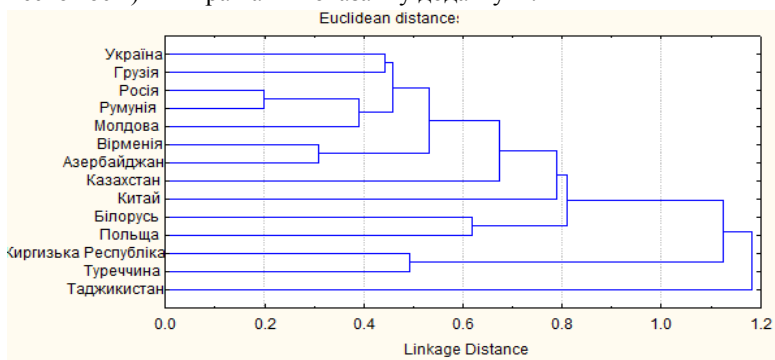


Рис. 5.1. Результати кластеризації між країнами

Джерело: розрахунки автора.

Ми бачимо, що найбільше схожі між собою Росія та Румунія: і коефіцієнти кореляції, і регресійні коефіцієнти наближені один до одного – у них висока залежність динаміки М2 від зовнішніх чинників і трохи менше від внутрішніх (у Росії регресійний коефіцієнт для зростання ВВП все ж незначущий, можливо, внаслідок мультиколінеарності: кореляція між незалежними змінними у неї 0,71). Далі Вірменія і Азербайджан – незважаючи на геополітичні протистояння і різну структуру економіки, у них внутрішні і зовнішні чинники грають приблизно схожу важливу роль. На наступному кроці Молдова входить у кластер з Росією та Румунією. Далі Грузія та Україна об'єднуються в один кластер, після цього – з кластером Росія-Румунія-Молдова, і далі з кластером Вірменія-Азербайджан. Далі до цього великого кластера наближається Казахстані, потім Китай. Паралельно формуються кластери Білорусь-Польща (з неважливими зовнішніми чинниками) і Киргизька Республіка-Туреччина (з неважливими внутрішніми чинниками). Найменш схожий на інші країни Таджикистан.

Разом з тим ми вбачаємо, що метод кластеризації не є ідеальним. Наприклад, візуально за якісними відмінностями ми можемо виділити таку групу схожих країн, які опинилися в різних кластерах: Білорусь, Туреччина, Китай – де динаміка М2 мало залежить і від валютних резервів, і від зростання ВВП – фактично фінансовий сектор розвивається з невеликою прив'язкою до факторів зовнішнього і внутрішнього реального попиту. Ми можемо також сказати, що зовнішні чинники домінують у Киргизькій Республіці і дещо менше в Грузії та Молдові. Навпаки внутрішні чинники домінують явно в Польщі та Таджикистані. В решті країн, включаючи Україну, і внутрішні, і зовнішні чинники відіграють більш-менш схожу важливу роль.

Відповідно, наші оцінки показують, що інтеграція і реформування у сфері регулювання фінансових ринків мають бути адаптовані до різниці у функціонуванні фінансових ринків. Наприклад в ЄАЕС можна виділити три несхожих кластери країн: Росія-Казахстан-Вірменія, Білорусь, Киргизька Республіка, а в майбутньому також Таджикистан. При цьому територіально близькі Киргизька Республіка і Таджикистан мають абсолютно різну роль внутрішніх і зовнішніх чинників.

Країни, що нещодавно уклали Угоди про асоціацію з ЄС, мають доволі схожі механізми. Єдина відмінність полягає у тому, що в Україні відносно дещо більше відіграють роль внутрішні чинники, а у Молдові та Грузії – зовнішні, що закономірно, зважаючи на різницю у величині економік.

Згідно з даними додатка В ми нижче у табл. 5.2 вказуємо найбільш схожі 3 країни для кожної з досліджених нами країн.

Фінансовий ринок є дуже складним важко прогнозованим механізмом, який поєднує в собі безліч залежних один від одного процесів. Його можна розглядати з точки зору теорії складних систем як систему з екстремальними або

надзвичайними подіями. Під цим кутом він представляє лише один з можливих прикладів серед безлічі інших систем, що показують складну організацію і динаміку з подібною поведінкою. Системи з великою кількістю складних частин, що взаємодіють, часто відкриті для навколишнього середовища і здатні самоорганізувати свою внутрішню структуру і свою динаміку, що супроводжується часто дивовижними макроскопічними проявами. Центральна особливість складних систем полягає в можливості когерентної і широкомасштабної колективної поведінки з дуже багатою структурою, що виявляється в результаті повторюваних нелінійних взаємодій елементів, з яких вона складається: складна система не є лінійною сумою складових її компонентів.

Таблиця 5.2

**Найбільш схожі і несхожі країни за чинниками динаміки грошового агрегату M2**

Країна	Найбільш схожі країни	Найменш схожі країни
Україна	Грузія, Росія, Румунія	Таджикистан, Туреччина, Киргизька Республіка
Азербайджан	Вірменія, Казахстан, Грузія	Туреччина, Киргизька Республіка, Китай
Білорусь	Польща, Казахстан, Азербайджан	Киргизька Республіка, Туреччина, Китай
Вірменія	Азербайджан, Україна, Казахстан	Туреччина, Киргизька Республіка, Таджикистан
Грузія	Україна, Вірменія, Росія	Таджикистан, Туреччина, Киргизька Республіка
Казахстан	Азербайджан, Польща, Вірменія	Туреччина, Киргизька Республіка, Китай
Киргизька Республіка	Туреччина, Китай, Молдова	Таджикистан, Польща, Казахстан
Молдова	Румунія, Росія, Китай	Таджикистан, Польща, Білорусь
Росія	Румунія, Україна, Молдова	Таджикистан, Польща, Білорусь
Таджикистан	Польща, Казахстан, Білорусь	Киргизька Республіка, Туреччина, Китай
Китай	Молдова, Росія, Румунія	Таджикистан, Польща, Казахстан
Польща	Білорусь, Казахстан, Азербайджан	Киргизька Республіка, Туреччина, Китай
Румунія	Росія, Молдова, Україна	Таджикистан, Польща, Білорусь
Туреччина	Киргизька Республіка, Китай, Молдова	Таджикистан, Польща, Казахстан

*Джерело:* розрахунки автора.

Найбільш складні системи в природних і соціальних науках демонструють рідкісні раптові переходи або екстремальні події, які відбуваються через такі інтервали часу, які є дуже малими, порівняно з характерними масштабами часу їхньої подальшої еволюції.

Такі надзвичайні і рідкісні події більше, ніж що-небудь інше, забезпечують можливості для кращого наукового розуміння складних систем і прихованих механізмів, які керують їхньою динамікою. Ці переходи мають фундаментальні соціальні впливи і варіюють від великих природних катастроф, на кшталт землетрусів, вулканічних вивержень, ураганів і торнадо, зсувів, лавин, розрядів блискавок, до збоїв інженерних структур, і нарешті, до катастроф на фінансових ринках і соціальних заворушень, що ведуть до великомасштабних зрушень та переворотів.

У підсумку, довгостроковою поведінкою складних систем країн, що розвиваються у значній мірі можна управляти екстремальними подіями або

різкими переходами. Для складної системи фінансового ринку цими різкими переходами є крахи. Зрозумівши принцип, за яким крахи зміщують систему в той чи інший стан, можна буде поглибити розуміння динаміки всієї системи загалом.

## **5.2. Моделювання глобальних фінансових ринків**

Розглянемо регресійну модель взаємозв'язку динаміки темпів інфляції та обсягів грошової маси на фінансових ринках країн, що розвиваються, на прикладі пострадянських країн.

У класичній економічній теорії вважається аксіомою той факт, що перевантаження грошового ринку будь-якої країни грошовою масою у макросистемі провокує інфляцію. Мегарегулятори міжнародного фінансового ринку, а саме МВФ та Світовий банк, які розробляють антикризові рекомендації для країн, що розвиваються, зокрема пострадянських країн, включають у ці програми елемент необхідності стиснення грошової маси. На їхню думку це повинно привести до цінової стабілізації. Однак практичний досвід багатьох країн, а пострадянських особливо, показує, що стиснення грошової маси тільки збільшує інфляційні процеси. Наслідком є дефіцит ліквідності, який у свою чергу зумовлює зростання комерційної облікової ставки, яка є виразом ціни такого товару, як гроші.

Цей механізм добре відомий у таких пострадянських країнах, як Україна, Казахстан, Киргизія, Росія. У середині 90-х років стиснення обсягів грошової маси призвело в цих країнах до кризи неплатежів, штучно викликаній діями урядів цих країн, які збільшили внутрішній державний борг. Крім цього, стиснення обсягів грошової маси призводить до того, що канали грошового обігу заповнюються фінансовими сурогатами натомість повноцінних, ліквідних грошей. З цього випливає, що дії урядів у цьому напрямі зі стиснення грошової маси не призводять до суттєвого зменшення обсягів цієї маси, але у значною мірою погіршують її якість.

Не підлягає сумніву той факт, що надлишок та нестача грошової маси однаково небезпечні для стабільності грошового обігу, вони рівною мірою перешкоджають ефективному керуванню інфляційними процесами. Стабілізація грошових ринків потребує, щоб обсяг грошової маси був не дуже малий і не надто великий, оскільки і в тому, і в іншому випадку неминуче нарощування інфляції. Темп інфляції повинен бути мінімальним при середній, помірній кількості грошей в обігу.

Дослідження приросту  $\Delta M2$  грошового агрегату M2 будемо проводити за умови переходу від абсолютних величин до безрозмірних. Тому пропонується розглядати коефіцієнт монетизації, який дорівнює:

$$M2^* = \frac{M2}{GDP} . \quad (5.5)$$

Зауважимо, що коефіцієнт монетизації показує забезпечення ВВП грошовою масою (в цьому разі, що відповідає грошовому агрегату M2). В розвинених країнах значення цього коефіцієнта коливається в інтервалі (0,5;1). Наприклад, в Росії значення коефіцієнта коливається близько 0,1.

Розглянемо відношення загального державного боргу країни до ВВП (debt-to-GDP ratio):

$$DB^* = \frac{DB}{GDP} , \quad (5.6)$$

що дає можливість зіставити обсяг загального державного боргу країни з її економічним потенціалом, хоча цей показник не можна вважати єдиним чинником, що визначає рівень фінансового ризику країни.

На рис. 5.2 представлена динаміка загального державного боргу у процентах до ВВП для таких країн, як США, Китай, Ізраїль, Польща, Росія, Україна, Естонія, Білорусь за період 2011–2016 рр.

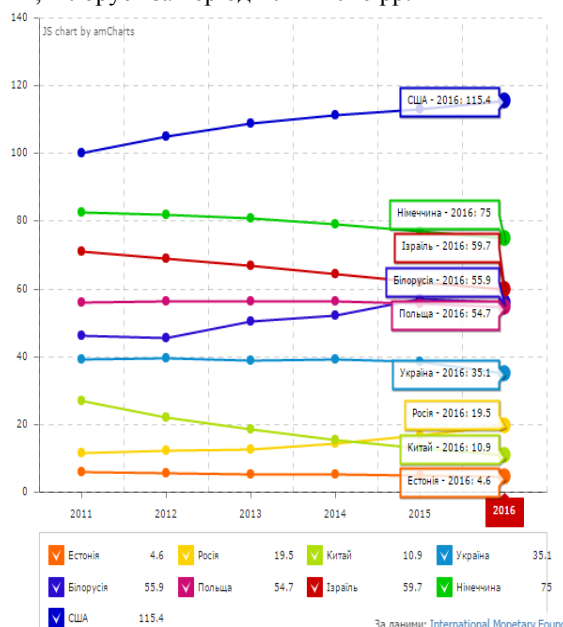


Рис. 5.2. Динаміка загального державного боргу у % до ВВП  
Джерело: за даними International Monetary Found.

Висуємо гіпотезу про функціональну залежність між грошовим агрегатом  $M2^*$  та загальним державним боргом країни  $M2^*(DB^*)$  (рис. 5.3).

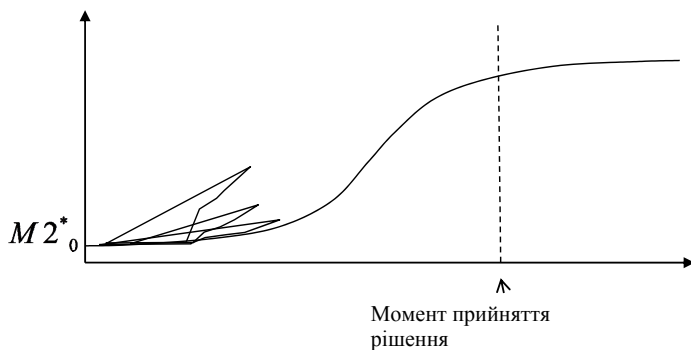


Рис. 5.3. Функціональна залежність  $M2^*(DB^*)$

*Джерело:* розраховано автором

За гіпотезою поведінка функції  $M2^*(DB^*)$  наближається до S-подібної кривої або до однієї з її видів – кривої Гомперця. Настає момент, який характеризується тим, що при зростанні державного боргу грошовий агрегат країни в безрозмірному вигляді уповільнює своє зростання, тоді необхідно ухвалювати фінансові та політичні рішення. За сприятливості таких рішень повинна з'явитися можливість початку нового циклу розвитку функціональної залежності, як показано на рис. 5.3.

Взагалі управління державним боргом включає такі методи: рефінансування; конверсії; консолідації; уніфікації; обміну за регресивним співвідношенням; відстрочення погашення; реструктуризації та анулювання.

Кожний з цих методів застосовується у той час, коли настає ризик непогашення боргу. Тому в економіці ввели поняття безпечного рівня загального державного боргу – такого рівня, за якого держава може:

- 1) своєчасно і в повному обсязі виконувати свої боргові зобов'язання без допомоги міжнародних фінансових організацій (чи інших суб'єктів), без проведення реструктуризації цих зобов'язань чи оголошення дефолту, а також
- 2) здійснювати державні запозичення на ринках капіталу за прийнятними відсотковими ставками.

На сьогодні не існує чіткого методичного підходу визначення безпечного рівня загального державного боргу, граничне значення якого, на нашу думку, повинне визначатися тим моментом часу, коли зі зростанням боргу уповільнюється зростання грошового агрегату  $M2$  країни. Тоді після ухвалення дієвих рішень збільшується початкове значення агрегату (без боргу) і крива

входить до нового циклу розвитку. Своєчасне дослідження такого граничного значення безпечного коридору є актуальною проблемою. На нашу думку, процес еластичності функції можна охарактеризувати таким чином: функція грошового агрегату залежно від державного боргу в коридорі безпечного рівня загального державного боргу – еластична, а за межами цього коридору – нееластична. Тому формалізуємо математично задачу для знаходження такої функціональної залежності і знайдемо інтервал її еластичності, що і буде визначати безпечний рівень загального державного боргу.

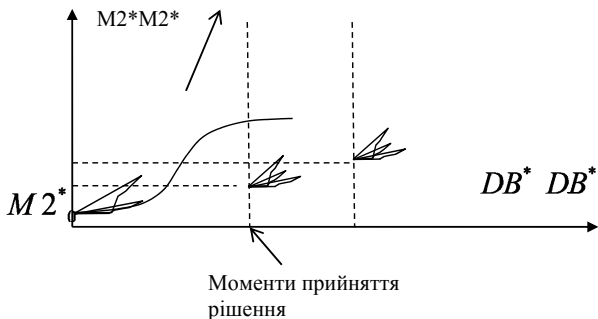


Рис. 5.4. Циклічність у зміні  $M2^*(DB^*)$ , що пов'язана з новими фінансовими та політичними рішеннями

*Джерело:* розраховано автором

Отже, граничне значення функції грошового агрегату  $M2^*(DB^*)$  за приріст часу  $\Delta t$  можна означити, як похідну функції за умови її неперервності у вигляді:

$$\lim_{\Delta t \rightarrow 0} \frac{\Delta M2^*}{\Delta DB^*} = M2^{*'}(x) . \quad (5.7)$$

Складемо диференціальне рівняння, що описує економічний процес швидкості відносних змін грошового агрегату по відношенню до загального державного боргу:

$$\frac{M2^{*'}(DB^*)}{M2^*(DB^*)} = INDEX \left( 1 - \frac{M2^*(DB^*)}{M2^*_{\lim}} \right) . \quad (5.8)$$

Введемо початкові умови, що означають належність грошового агрегату за умови відсутності державного боргу:

$$M2^*(0) = M2^*_0 , \quad (5.9)$$

де  $M2^*_{\lim}$  – граничне можливе значення грошового агрегату M2 країни; *INDEX*– коригуючий індекс прямої пропорційності середньої швидкості грошового агрегату M2 країни та потенційного значення грошового агрегату, що може набути держава.



Зауважимо, що фондові індекси – це складові показники зміни цін певної групи цінних паперів, причому значення мають зміни індексу з плином часу, оскільки вони дозволяють судити про загальний напрям руху ринку, навіть тоді, коли ціни акцій усередині індексного кошика змінюються різноспрямовано. Залежно від вибірки показників, фондовий індекс може відображати поведінку якоїсь групи цінних паперів або інших активів, або ринку (сегмента ринку) загалом.

Розглянемо вектор коригуючого індексу з координатами:

$$\overline{INDEX} = (I_{FRAGILE} ; I_{(I_{INVEST}; I_{FOND})}), \quad (5.10)$$

де  $I_{FRAGILE}$  – Fragile States Index – індекс, що характеризує фінансові ризики держав, врахування якого дає змогу регулювати напрямні стратегії стійкої фінансової безпеки держави;  $I_{(I_{INVEST}; I_{FOND})}$  – індекс, який є середнім значенням індексів  $I_{INVEST}$  інвестиційної привабливості держави (International Business Compass, розраховується міжнародною консалтинговою мережею BDO) та  $I_{FOND}$  фондових індексів, які розраховуються з урахуванням фондового ринку в країнах, що аналізуються.

Зауважимо, що інвестиційна привабливість країни – це сукупність політичних, соціальних, інституціональних, екологічних, макро- і мікроекономічних умов функціонування національної економіки, що забезпечують стабільність інвестиційної діяльності вітчизняних і зарубіжних інвесторів.

На рис. 5.5 представлено вектор  $\overline{OM} = \overline{INDEX}$  в декартовій системі координат:

$$\overline{OM} = \overline{INDEX} = \overline{OA} + \overline{OB} = I_{FRAGILE} \vec{i} + I_{(I_{INVEST}; I_{FOND})} \vec{j}. \quad (5.11)$$

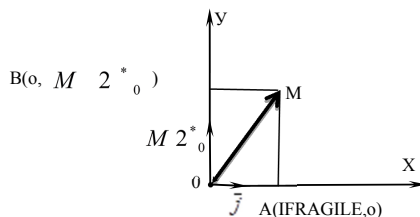


Рис. 5.5. Представлення вектора корегуючого індексу в декартовій системі координат

*Джерело:* розраховано автором

Величину вектора корегуючого індексу знаходимо за формулою:

$$INDEX = \sqrt{(I_{FRAGILE})^2 + I_{(INVEST; FOND)}^2} = \sqrt{(I_{FRAGILE})^2 + (\sqrt{I_{INVEST} \cdot I_{FOND}})^2} =$$

$$= \sqrt{(I_{FRAGILE})^2 + I_{INVEST} \cdot I_{FOND}} \quad (5.12)$$

Рівняння (12) є нелінійним диференціальним рівнянням, розв'язок якого напишемо у вигляді:

$$M2^* = \frac{M2^*_{lim}}{1 + \frac{M2^*_{lim} - M2^*_0}{M2^*_0 \cdot M2^*_{lim}} \cdot e^{-INDEX \cdot DB^*}} \quad (5.13)$$

На рис. 5.6 представлена геометрична інтерпретація функції грошового агрегату від державного боргу, що задається формулою (9), яка одержана як розв'язок диференціального рівняння (13).

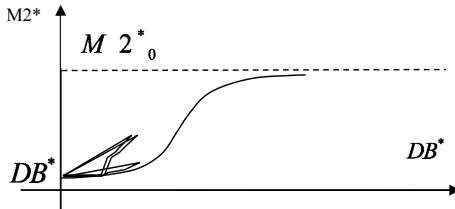


Рис. 5.6. Функція  $M2^*(DB^*)$ , що задана формулою (13)

*Джерело:* розраховано автором

Функція грошового агрегату  $M2^*(DB^*)$  у вигляді (13) – є розв'язком нелінійного диференціального рівняння першого порядку з початковими умовами, що дає можливість аналізувати цю функціональну залежність на прикладі пострадянських країн для дослідження коридору безпечного рівня загального державного боргу, використовуючи теорію еластичності економічних функцій.

Знаходимо еластичність  $E_{DB^*}(M2^*)$  функції грошового агрегату  $M2^*(DB^*)$ :

$$\frac{M2^*_{lim} - M2^*_0}{M2^*_0 \cdot M2^*_{lim}} \cdot (INDEX \cdot M2^* - 1) > e^{INDEX \cdot M2^*} \quad (5.14)$$

Ліва частина нерівності (14) – це пряма лінія, а права частина – експоненціальна функція. Тому нерівність (14) не може бути розв'язана в явному вигляді, а тільки чисельно. Ці чисельні значення будуть визначати межі безпечного рівня загального державного боргу країни (рис. 5.7).

Для знаходження параметрів функцію (9) лінеаризуємо шляхом логарифмування і будуємо емпіричне рівняння регресії, припускаючи, що між ознаками безрозмірних величин існує лінійний зв'язок, що дозволяє визначити параметри моделі (Додаток І).

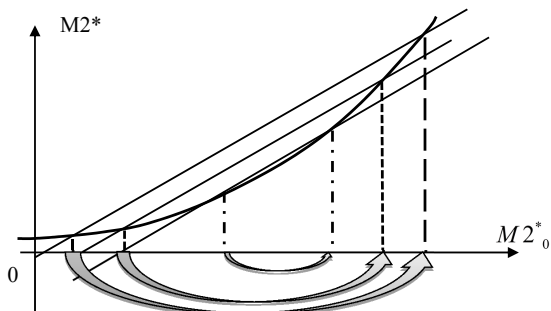


Рис. 5.7. Знаходження граничних значень безпечного рівня державного боргу  
Джерело: розраховано автором

В табл. 5.3 представлені розрахункові дані та зведення їх до однієї системи величин з подальшим обезрозмірюванням для Вірменії.

Таблиця 5.3

### Розрахункова таблиця даних для Вірменії

Рік	ВВП млрд дол.	Борг млрд драмів	ВВП млн дол.	борг млрд дол.	M2 млрд драмів	курс дрм за 1 дол.	M2 млн дол.	M2/ВВП	Борг/ВВП
2000	1,912	405,952	1912	0,75246	76,9	539,5	142,5394	0,07455	0,393546
2001	2,118	444,761	2118	0,801227	83,6	555,1	150,6035	0,071106	0,378294
2002	2,376	519,17	2376	0,905424	124,1	573,4	216,4283	0,091089	0,381071
2003	2,807	534,176	2807	0,922903	133,4	578,8	230,4768	0,082108	0,328786
2004	3,577	504,307	3577	0,94528	145,7	533,5	273,1022	0,076349	0,264266
2005	4,9	459,054	4900	1,002958	224,8	457,7	491,1514	0,100235	0,204685
2006	6,384	429,848	6384	1,033288	342,3	416,0	822,8365	0,12889	0,161856
2007	9,206	448,757	9206	1,311771	561,0	342,1	1639,871	0,178131	0,142491
2008	11,662	522,066	11662	1,706098	538,0	306,0	1758,17	0,150761	0,146295
2009	8,648	1072,427	8648	2,951905	450,9	363,3	1241,123	0,143516	0,34134
2010	9,26	1167,512	9260	3,12453	521,6	373,7	1395,921	0,150747	0,337422
2011	10,142	1348,391	10142	3,619842	659,4	372,5	1770,201	0,174542	0,356916
2012	10,619	1556,27	10619	3,873631	738,0	401,8	1836,874	0,17298	0,364783
2013	11,121	1729,259	11121	4,221566	848,0	409,6	2070,298	0,186161	0,379603
2014	11,644	2001,332	11644	4,81182	818,3	415,9	1967,39	0,168962	0,413245
2015	10,571	2352,324	10571	4,930463	860,5	477,1	1803,557	0,170614	0,466414

Джерело: розраховано автором

На рис. 5.8 представлена поліноміальна апроксимація динамічного ряду точок M2/ВВП (табл. 5.3) за допомогою квадратного тричлена вигляду:

$$y = -0.0004x^2 + 0.0148x + 0,0434, \quad (5.15)$$

зі стандартною похибкою відхилення: 0,8498. Зауважимо, що коефіцієнт детермінації, який близький до 1, дозволяє застосувати таку апроксимацію зі згладжуванням піків 2004 р. та 2007 р.

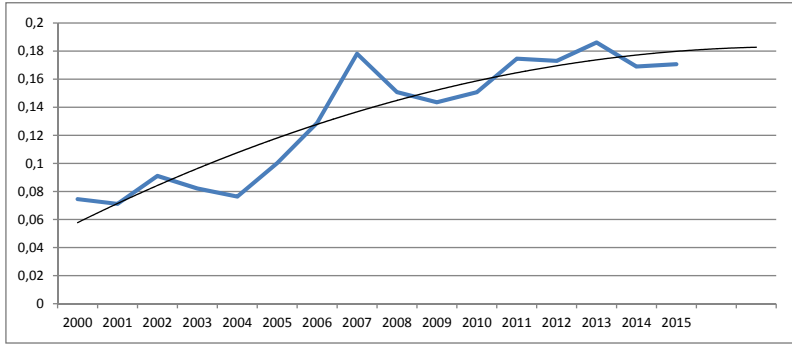


Рис. 5.8. Поліноміальна апроксимація динамічного ряду точок М2/ВВП за 2000–2015 рр. для Вірменії

*Джерело:* розраховано автором

На рис. 5.9 представлена поліноміальна апроксимація динамічного ряду точок Борг/ВВП за допомогою кубічного многочлена вигляду:

$$y = -0.0002x^3 + 0.0099x^2 - 0.105x + 0.5459, \quad (5.16)$$

зі стандартною похибкою відхилення: 0,7284.

Підкреслимо, що на рис. 5.9 на осі абсцис точками з номерами від 1 до 16 позначено роки з 2000 по 2015 рр.

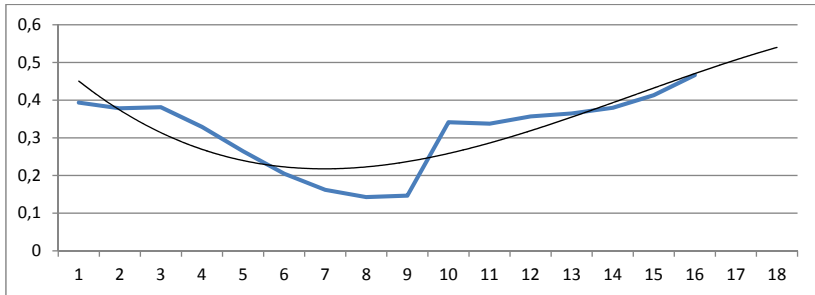


Рис. 5.9. Поліноміальна апроксимація динамічного ряду точок Борг/ВВП за 2000–2015 рр. для Вірменії

*Джерело:* розраховано автором

В табл. 5.4 представлено розрахункові дані для апроксимуючих функцій, які згладжують динамічні ряди точок М2/ВВП та Борг/ВВП та їх порівняння з реальними даними для Вірменії.

**Згладжені динамічні ряди за апроксимуючими функціями для Вірменії  
за 2000–2015 рр.**

Рік	Номер точки	M2/ВВП реальний	Борг/ВВП реальний	M2/ВВП згладжений $R^2 = 0,8498$	Борг/ВВП згладжений $R^2 = 0,7284$
2000	1	0,07455	0,393546	0,0578	0,4506
2001	2	0,071106	0,378294	0,0714	0,3739
2002	3	0,091089	0,381071	0,0842	0,3146
2003	4	0,082108	0,328786	0,0962	0,2715
2004	5	0,076349	0,264266	0,1074	0,2434
2005	6	0,100235	0,204685	0,1178	0,2291
2006	7	0,12889	0,161856	0,1274	0,2274
2007	8	0,178131	0,142491	0,1362	0,2371
2008	9	0,150761	0,146295	0,1442	0,257
2009	10	0,143516	0,34134	0,1514	0,2859
2010	11	0,150747	0,337422	0,1578	0,3226
2011	12	0,174542	0,356916	0,1634	0,3659
2012	13	0,17298	0,364783	0,1682	0,4146
2013	14	0,186161	0,379603	0,1722	0,4675
2014	15	0,168962	0,413245	0,1754	0,5234
2015	16	0,170614	0,466414	0,1778	0,5811

*Джерело:* розраховано автором

На рис. 5.10 представлена функціональна залежність згладжених безрозмірних величин M2/ВВП від Борг/ВВП для Вірменії за період з 2000–2015 рр.

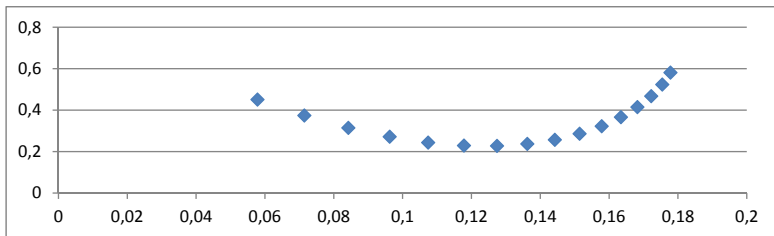


Рис. 5.10. Функціональна залежність згладжених безрозмірних величин M2/ВВП від Борг/ВВП для Вірменії за період з 2000–2016 рр.

*Джерело:* розраховано автором

Як видно з рис. 5.10, доречно розглянути 2 періоди: докризовий – до 2007 р. і післякризовий: 2007–2015 рр.

Розглянемо післякризовий період з 2007–2015 рр. Позначимо безрозмірні змінні через:

$$M2^* = M2/ВВП, \quad (5.17)$$

$$DB^* = \text{Борг}/ВВП.$$

Після лінеаризації за методом найменших квадратів знаходимо значення параметрів, які і визначають за гіпотезою логістичну криву Вірменії для функціональної залежності згладжених безрозмірних величин M2/ВВП від Борг/ВВП за період з 2007–2015 рр., яка представлена на рис. 5.11.

$$M2^* = \frac{1,12}{1 + 1,17 \cdot e^{-1,01 \cdot DB^*}} \quad (5.18)$$

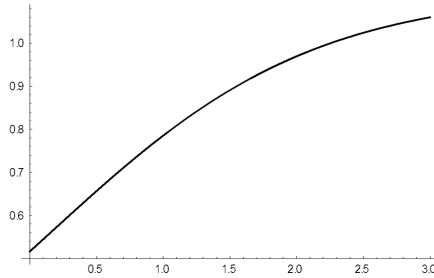


Рис. 5.11. Логістична крива Вірменії для функціональної залежності згладжених безрозмірних величин M2/ВВП від Борг/ВВП за 2007–2015 рр.

*Джерело:* розраховано автором

Зауважимо, що аналітичний вираз функціональної залежності згладжених безрозмірних величин M2/ВВП від Борг/ВВП за період з 2007–2016 рр. одержано у вигляді формули (25):

На рис. 5.12 представлено графічний результат чисельного рішення нерівності еластичності (22) для Вірменії у вигляді:

$$11,07 \cdot \left( \frac{M2^*}{0,44} - 1 \right) > e^{\frac{M2^*}{0,44}}, \quad (5.19)$$

розв'язком якої є інтервал для безрозмірної величини Борг/ВВП, що знайдено чисельно у вигляді: (0,623;1,486).

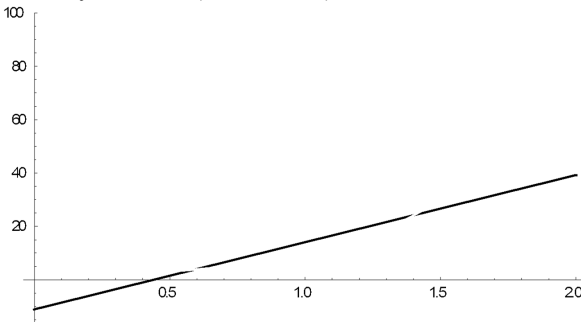


Рис. 5.12. Графічна інтерпретація знаходження чисельного рішення нерівності еластичності для Вірменії

*Джерело:* розраховано автором

На рис. 5.13 на логістичну криву Вірменії (пунктирна лінія) для функціональної залежності згладжених безрозмірних величин M2/ВВП від Борг/ВВП за період з 2007–2015 рр.

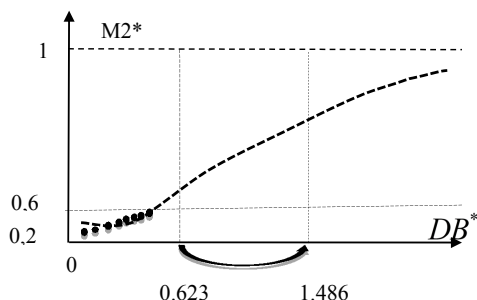


Рис. 5.13. Графік логістичної функції (пунктирна лінія) згладжених безрозмірних величин  $M2/ВВП$  від  $Борг/ВВП$  та точок динамічного ряду за 2007–2015 рр. для Вірменії

*Джерело:* розраховано автором

На графіку, що зображений на рис. 5.13, нанесено точки динамічного ряду за 2007–2015 рр. для Вірменії, а також виокремлено інтервал еластичності, який називаємо безпечним рівнем державного боргу для Вірменії.

Як видно з рис. 5.13, точки динамічного ряду за 2007–2015 рр. для Вірменії розташовані на підході до нижньої границі безпечного рівня державного боргу, що говорить про необхідність впровадження державної політики для збільшення значень державного боргу для переходу в інтервал еластичності.

В табл. 5.5 представлені розрахункові дані та зведення їх до однієї системи величин (переведення всіх величин в одиницях вимірювання в дол.) з подальшим обезрозмірюванням ( $M2/ВВП$ ;  $Борг/ВВП$ ) для України.

*Таблиця 5.5*

### Розрахункова таблиця даних для України

Рік	ВВП млрд дол	Борг млрд грн.	ВВП млн дол.	Борг млрд дол.	M2 млрд грн.	Курс грн за 1 дол.	M2 млн дол.	M2/ ВВП	Борг/ ВВП
2000	32,331	77,02	32331	14,15809	31,5	5,44	5790,441	0,179099	0,437911
2001	39,309	74,629	39309	14,10756	45,2	5,29	8544,423	0,217366	0,358889
2002	43,956	75,729	43956	14,20807	64,4	5,33	12082,55	0,274878	0,323234
2003	52,01	78,489	52010	14,72589	94,6	5,33	17748,59	0,341253	0,283136
2004	67,226	85,401	67226	16,08305	125,5	5,31	23634,65	0,35157	0,239239
2005	89,282	78,147	89282	15,26309	193,1	5,12	37714,84	0,422424	0,170954
2006	111,885	80,549	111885	15,9503	259,4	5,05	51366,34	0,459099	0,14256
2007	148,734	88,745	148734	17,57327	391,3	5,05	77485,15	0,520965	0,118152
2008	188,24	194,812	188240	36,96622	512,5	5,27	97248,58	0,51662	0,196378
2009	121,552	323,141	121552	41,48151	484,8	7,79	62233,63	0,511992	0,341266
2010	136,011	438,493	136011	55,22582	596,8	7,94	75163,73	0,55263	0,406039
2011	163,161	479,38	163161	60,14806	681,8	7,97	85545,8	0,524303	0,368642
2012	175,707	527,334	175707	65,99925	771,1	7,99	96508,14	0,549256	0,375621
2013	179,572	595,637	179572	74,54781	906,2	7,99	113416,8	0,631595	0,415142
2014	132,343	1115,714	132343	93,99444	955,3	11,87	80480,2	0,608118	0,710234
2015	90,524	1587,18	90524	66,1325	993,8	24	41408,33	0,457429	0,730552

*Джерело:* розраховано автором

На рис. 5.14 представлена поліноміальна апроксимація динамічного ряду точок М2/ВВП (табл. 5.5) за допомогою квадратного тричлена вигляду:

$$y = -0.0028x^2 + 0.0723x + 0,0899, \quad (5.20)$$

зі стандартною похибкою відхилення: 0,9309.

Зауважимо, що коефіцієнт детермінації, який близький до 1, дозволяє застосувати таку апроксимацію зі згладжуванням піків 2004 р. , 2007, 2009, 2012, 2014 р.

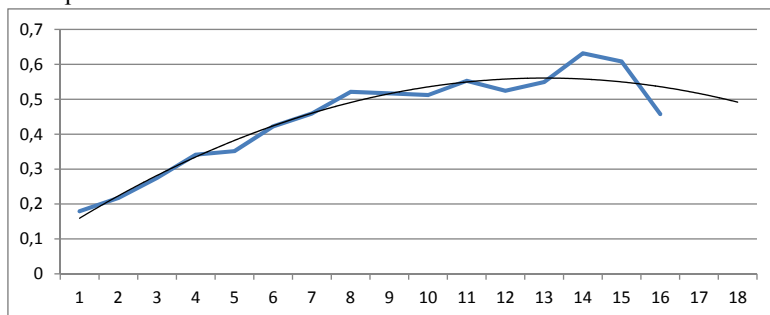


Рис. 5.14. Поліноміальна апроксимація динамічного ряду точок М2/ВВП за 2000–2015 рр. для України

*Джерело:* розраховано автором

На рис. 5.15 представлена поліноміальна апроксимація динамічного ряду точок Борг/ВВП за допомогою кубічного многочлена вигляду:

$$y = -0.00005x^3 + 0.0081x^2 - 0.1059x + 0.5475, \quad (5.21)$$

зі стандартною похибкою відхилення: 0,8839.

Підкреслимо, що на рис.5.14, 5.15 на осі абсцис точками з номерами від 1 до 16 позначено роки з 2000 по 2015 рр.

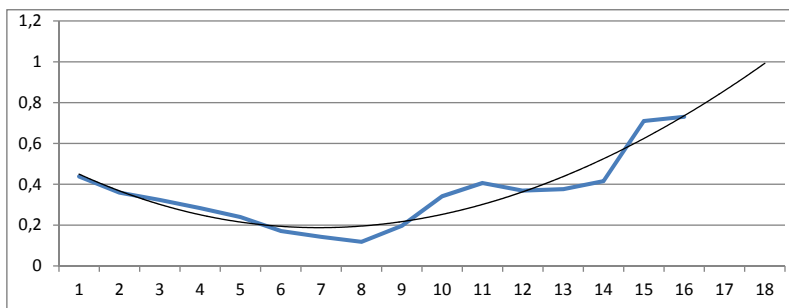


Рис. 5.15. Поліноміальна апроксимація динамічного ряду точок Борг/ВВП за 2000–2015 рр. для України

*Джерело:* розраховано автором



В табл. 5.6 представлено розрахункові дані для апроксимуючих функцій, які згладжують динамічні ряди точок М2/ВВП та Борг/ВВП та їх порівняння з реальними даними для України.

Таблиця 5.6

**Згладжені динамічні ряди за апроксимуючими функціями для України за період 2000–2015 рр.**

Рік	Номер точки	М2/ВВП реальний	Борг/ВВП реальний	М2/ВВП Згладжений $R^2 = 0,9309$	Борг/ВВП згладжений $R^2 = 0,8839$
2000	1	0,179099	0,437911	0,1594	0,44965
2001	2	0,217366	0,358889	0,2233	0,3677
2002	3	0,274878	0,323234	0,2816	0,30135
2003	4	0,341253	0,283136	0,3343	0,2503
2004	5	0,35157	0,239239	0,3814	0,21425
2005	6	0,422424	0,170954	0,4229	0,1929
2006	7	0,459099	0,14256	0,4588	0,18595
2007	8	0,520965	0,118152	0,4891	0,1931
2008	9	0,51662	0,196378	0,5138	0,21405
2009	10	0,511992	0,341266	0,5329	0,2485
2010	11	0,55263	0,406039	0,5464	0,29615
2011	12	0,524303	0,368642	0,5543	0,3567
2012	13	0,549256	0,375621	0,5566	0,42985
2013	14	0,631595	0,415142	0,5533	0,5153
2014	15	0,608118	0,710234	0,5444	0,61275
2015	16	0,457429	0,730552	0,5299	0,7219

*Джерело:* розраховано автором

На рис. 5.16 представлена функціональна залежність згладжених безрозмірних величин М2/ВВП від Борг/ВВП для України за період з 2000–2015 рр.

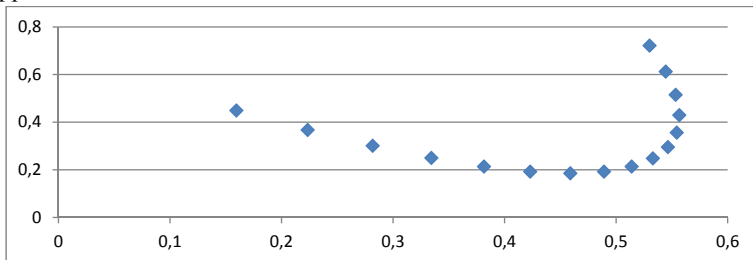


Рис. 5.16. Функціональна залежність згладжених безрозмірних величин М2/ВВП від Борг/ВВП для України за період з 2000–2016 рр.

*Джерело:* розраховано автором

Як видно з рис. 5.16, доречно розглянути три періоди: докризовий – до 2007 р. і післякризовий: 2008–2012 рр. і період військових дій: 2013–2015 рр., коли пройшла анексія Криму і ВВП перестали враховувати Автономну

Республіку Крим. Цим і пояснюється той факт, що на рис. 5.15 спостерігається завершення поведінки точок у третьому періоді.

Розглянемо після кризовий період з 2007–2012 рр. Позначивши безрозмірні змінні через:  $M2^* = M2/ВВП$ ,  $DB^* = \text{Борг}/ВВП$ , після лінеаризації за методом найменших квадратів знаходимо значення параметрів, які і визначають за гіпотезою логістичну криву України для функціональної залежності згладжених безрозмірних величин  $M2/ВВП$  від  $\text{Борг}/ВВП$  за період з 2008–2012 рр., яка представлена на рис. 5.16.

Зауважимо, що аналітичний вираз функціональної залежності згладжених безрозмірних величин  $M2/ВВП$  від  $\text{Борг}/ВВП$  для України за період з 2007–2015 рр. одержано у вигляді формули (22):

$$M2^* = \frac{1,27}{1 + 1,23 \cdot e^{-0,87 \cdot DB^*}} \quad (5.22)$$

На рис. 5.17 представлено графічний результат чисельного рішення нерівності еластичності (22) для України у вигляді:

$$9,1 \cdot \left( \frac{M2^*}{0,73} - 1 \right) > e^{\frac{M2^*}{0,73}}, \quad (5.23)$$

розв'язком якої є інтервал для безрозмірної величини  $\text{Борг}/ВВП$ , що знайдено чисельно у вигляді: (0,485;0,587).

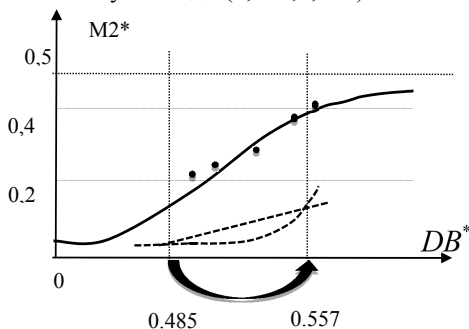


Рис. 5.17. Логістична крива України для функціональної залежності згладжених безрозмірних величин  $M2/ВВП$  від  $\text{Борг}/ВВП$  за період з 2007–2015 рр. з інтервалом безпечного рівня боргу

*Джерело:* розраховано автором

Зауважимо, що графічна інтерпретація знаходження чисельного рішення нерівності еластичності (23) представлена на рис. 5.17 у вигляді перетину прямої та експоненціальної функції (жирні пунктирні лінії).

З рис. 5.17 видно, що в основному всі точки попадають в інтервал безпечного рівня боргу, за винятком точки, що характеризує 2013 р., що показує необхідність зміни політичних та економічних рішень в Україні.

В табл. 5.7 представлені розрахункові дані та зведення їх до однієї системи величин (переведення всіх величин в одиницях вимірювання в дол.) з подальшим обезрозмірюванням (М2/ВВП; Борг/ВВП) для Білорусі.

Таблиця 5.7

**Розрахункова таблиця даних для Білорусі**

Рік	ВВП млрд дол.	Борг млрд біл. руб.	ВВП млн дол.	Борг млрд дол.	М2 млрд біл. руб.	Курс біл. руб. за 1 дол.	М2 млн дол.	М2/ВВП	Борг/ВВП
2000	10,418	2951,952	10418	3,690863	623,9	799,8	780,07	0,074877	0,354277
2001	12,355	3366,672	12355	2,37123	1249	1419,8	879,7014	0,071202	0,191925
2002	14,595	3581,352	14595	1,985338	1992,9	1803,9	1104,773	0,075695	0,136029
2003	17,825	4361,45	17825	2,102005	3408,3	2074,9	1642,633	0,092153	0,117925
2004	23,142	4767,449	23142	2,203378	5388,3	2163,7	2490,318	0,10761	0,095211
2005	30,21	5459,825	30210	2,533444	8594,9	2155,1	3988,168	0,132015	0,083861
2006	36,962	8793,7	36962	4,097144	12415,6	2146,3	5784,653	0,156503	0,110847
2007	45,276	17826,58	45276	8,295678	16764,6	2148,9	7801,48	0,172309	0,183225
2008	60,752	27957,87	60752	13,00729	20541,7	2149,4	9556,946	0,157311	0,214105
2009	49,209	47682,36	49209	17,00937	20737	2803,3	7397,353	0,150325	0,345656
2010	55,221	64970,88	55221	21,70254	26425	2993,7	8826,87	0,159846	0,393012
2011	59,735	136544,3	59735	24,35769	43354,6	5605,8	7733,883	0,12947	0,407762
2012	63,615	207293	63615	24,76704	68669,5	8369,7	8204,523	0,128972	0,389327
2013	73,098	251229,4	73098	28,00443	79331,2	8971,1	8843,013	0,120975	0,383108
2014	76,139	314761,9	76139	30,67651	90844,5	10260,7	8853,653	0,116283	0,402901
2015	54,609	521018,7	54609	35,15574	90496,3	14820,3	6106,239	0,111817	0,643772

Джерело: розраховано автором

На рис. 5.18 представлена поліноміальна апроксимація динамічного ряду точок М2/ВВП за допомогою полінома 5-го ступеня вигляду:

$$y = -0,00002x^5 + 0,0001x^4 - 0,0029x^3 + 0,0244x^2 - 0,0673x + 0,1236, \quad (5.24)$$

з коефіцієнтом детермінації: 0,9627, що дозволяє зробити висновки про застосування такого наближення зі згладжуванням піків 2008 р., 2011 р., 2012 р.

Підкреслимо, що на рис. 5.18, 5.19 на осі абсцис точками з номерами від 1 до 16 позначено роки з 2000 по 2015 рр.

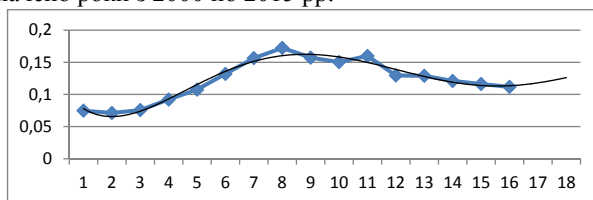


Рис. 5.18. Поліноміальна апроксимація динамічного ряду точок М2/ВВП за 2000–2015 рр. для Білорусії

Джерело: розраховано автором

На рис. 5.19 представлена поліноміальна апроксимація динамічного ряду точок Борг/ВВП за допомогою многочлена 4-го ступеня вигляду:

$$y = 0,0001x^4 - 0,0046x^3 + 0,064x^2 - 0,3311x + 0,6412, \quad (5.25)$$

зі стандартною похибкою відхилення: 0,9184, за якої одержано згладжуванням коливаний за періоди 2005–2008 рр. та 2009–2011 р., 2013–2014 р.

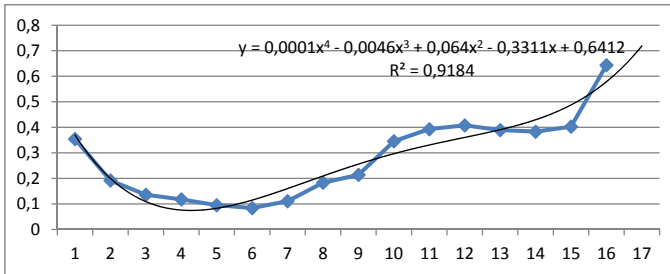


Рис. 5.19. Поліноміальна апроксимація динамічного ряду точок Борг/ВВП за 2000–2015 рр. для Білорусі

*Джерело:* розраховано автором

В табл. 5.8 представлено розрахункові дані для апроксимуючих функцій, які згладжують динамічні ряди точок М2/ВВП та Борг/ВВП, та їх порівняння з реальними даними для Білорусі.

Таблиця 5.8

**Згладжені динамічні ряди за апроксимуючими функціями для Білорусії за період 2000–2015 рр.**

Рік	Номер точки	М2/ВВП реальний	Борг/ВВП реальний	М2/ВВП згладжений $R^2 = 0,9627$	Борг/ВВП згладжений $R^2 = 0,9184$
2000	1	0,074877	0,354277	0,0533	0,2343
2001	2	0,071202	0,191925	0,0742	0,2028
2002	3	0,075695	0,136029	0,0925	0,1793
2003	4	0,092153	0,117925	0,1082	0,1638
2004	5	0,10761	0,095211	0,1213	0,1563
2005	6	0,132015	0,083861	0,1318	0,1568
2006	7	0,156503	0,110847	0,1397	0,1653
2007	8	0,172309	0,183225	0,145	0,1818
2008	9	0,157311	0,214105	0,1477	0,2063
2009	10	0,150325	0,345656	0,1478	0,2388
2010	11	0,159846	0,393012	0,1453	0,2793
2011	12	0,12947	0,407762	0,1402	0,3278
2012	13	0,128972	0,389327	0,1325	0,3843
2013	14	0,120975	0,383108	0,1222	0,4488
2014	15	0,116283	0,402901	0,1093	0,5213
2015	16	0,111817	0,643772	0,0938	0,6018

*Джерело:* розраховано автором

На рис. 5.20 представлена функціональна залежність згладжених безрозмірних величин М2/ВВП від Борг/ВВП для Білорусії за період з 2000–2015 рр.

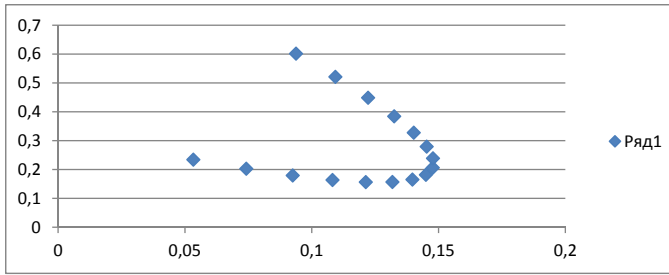


Рис. 5.20. Функціональна залежність згладжених безрозмірних величин  $M2/VВП$  від  $Борг/VВП$  для Білорусії за період з 2000–2016 рр.

*Джерело:* розраховано автором

Як видно з рис. 5.20, доречно розглянути два періоди: докризовий – до 2007 р. і післякризовий: 2008–2015 рр.

Розглянемо післякризовий період з 2007–2015 рр. Позначивши безрозмірні змінні через:  $M2^*=M2/VВП$ ,  $DB^*=Борг/VВП$ , після лінеаризації за методом найменших квадратів знаходимо значення параметрів, які і визначають за гіпотезою логістичну криву Білорусії для функціональної залежності згладжених безрозмірних величин  $M2/VВП$  від  $Борг/VВП$  за період з 2008–2015 рр., яка представлена на рис. 5.21. Функціональної залежності згладжених безрозмірних величин  $M2/VВП$  від  $Борг/VВП$  для Білорусії за період з 2008–2015 рр. представлено у вигляді формули (26):

$$M2^* = \frac{1,21}{1 + 1,26 \cdot e^{-0,98 \cdot DB^*}} \quad (5.26)$$

На рис. 5.21 представлено графічний результат чисельного рішення нерівності еластичності (22) для Білорусії у вигляді:

$$8,4 \cdot \left( \frac{M2^*}{0,82} - 1 \right) > e^{\frac{M2^*}{0,82}}, \quad (5.27)$$

розв'язком якої є інтервал для безрозмірної величини  $Борг/VВП$ , що знайдено чисельно у вигляді: (0,172; 0,375).

Зауважимо, що графічна інтерпретація знаходження чисельного рішення нерівності еластичності представлена на рис. 5.21 у вигляді перетину прямої та експоненціальної функції (жирні пунктирні лінії).

З рис. 5.21 видно, що майже всі точки попадають в інтервал безпечного рівня боргу, що говорить про достатню політику співпраці з МВФ та інвестиціями, яку можна проводити більш інтенсивно, збільшуючи значення державного боргу.

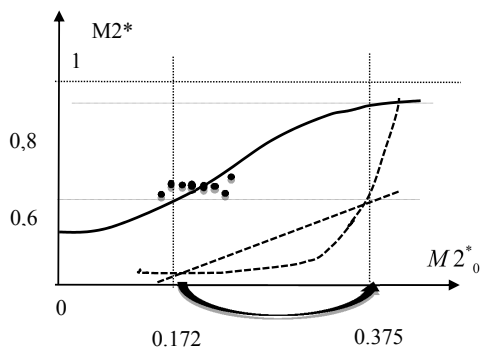


Рис. 5.21. Логістична крива Білорусії для функціональної залежності згладжених безрозмірних величин  $M2/ВВП$  від  $Борг/ВВП$  за період з 2008–2015 рр. з інтервалом безпечного рівня боргу

*Джерело:* розраховано автором

В табл. 5.9 представлені розрахункові дані та зведення їх до однієї системи величин (переведення всіх величин в одиницях вимірювання в дол.) з подальшим обезрозмірюванням ( $M2/ВВП$ ;  $Борг/ВВП$ ) для Росії.

Таблиця 5.9

### Розрахункова таблиця даних для Росії

Рік	ВВП, млрд бл. дол.	Борг, млрд руб.	ВВП, млн дол.	Борг, млрд дол.	M2, млрд руб.	Курс, руб. за 1 дол.	M2, млн дол.	M2/ВВП	Борг/ВВП
2000	277,014	4373,08	277014	155,4597	1151	28,13	40917,17	0,147708	0,561198
2001	327,021	4258,304	327021	145,9823	1609	29,17	55159,41	0,168672	0,4464
2002	368,133	4360,634	368133	139,0952	2131	31,35	67974,48	0,184647	0,377839
2003	458,973	4009,893	458973	130,7006	3205	30,68	104465,4	0,227607	0,284767
2004	630,585	3799,833	630585	131,8928	4354	28,81	151128,1	0,239663	0,20916
2005	814,613	3438,5	814613	121,5877	6032	28,28	213295,6	0,261837	0,149258
2006	1055,923	2827,5	1055923	104,0287	8971	27,18	330058,9	0,312579	0,098519
2007	1386,344	2861,5	1386344	111,9085	12869	25,57	503285,1	0,36303	0,080722
2008	1771,561	3293,2	1771561	132,7368	12976	24,81	523014,9	0,295228	0,074926
2009	1304,149	4124	1304149	130,1768	15268	31,68	481944,4	0,369547	0,099817
2010	1626,57	5254,2	1626570	173,0632	20012	30,36	659156,8	0,405243	0,106398
2011	2031,768	6515	2031768	221,9761	24483	29,35	834177,2	0,410567	0,109253
2012	2171,74	7871,3	2171740	253,3408	27405	31,07	882053,4	0,406151	0,116653
2013	2231,84	9285,8	2231840	291,8228	31405	31,82	986948,5	0,442213	0,130754
2014	2029,618	12723,25	2029618	335,0868	32111	37,97	845680,8	0,41667	0,165098
2015	1324,734	14242,86	1324734	236,396	35809	60,25	594343,6	0,448651	0,178448

*Джерело:* розраховано автором

На рис. 5.22 представлена поліноміальна апроксимація динамічного ряду точок  $M2/ВВП$  за допомогою полінома 2-го ступеня вигляду:

$$y = -0.0008x^2 + 0.0342x + 0,1014, \quad (5.28)$$

з коефіцієнтом детермінації: 0,9627.

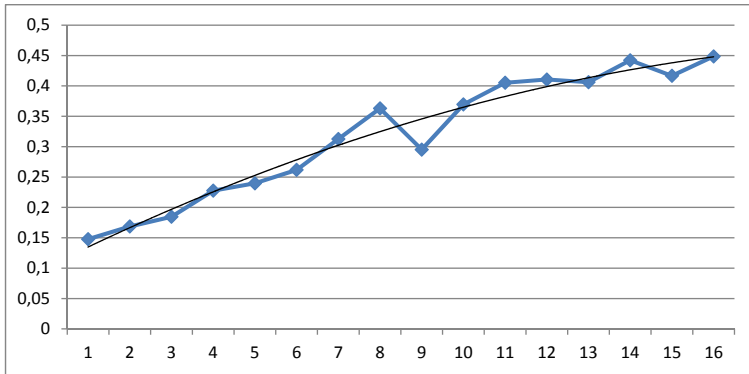


Рис. 5.22. Поліноміальна апроксимація динамічного ряду точок М2/ВВП за 2000–2015 рр. для Росії

*Джерело:* розраховано автором

На рис. 5.23 представлена поліноміальна апроксимація динамічного ряду точок Борг/ВВП за допомогою многочлена 3-го ступеня вигляду:

$$y = -0,0003x^3 + 0.0117x^2 - 0.1543x + 0,7165, \quad (5.29)$$

зі стандартною похибкою відхилення: 0,9912.

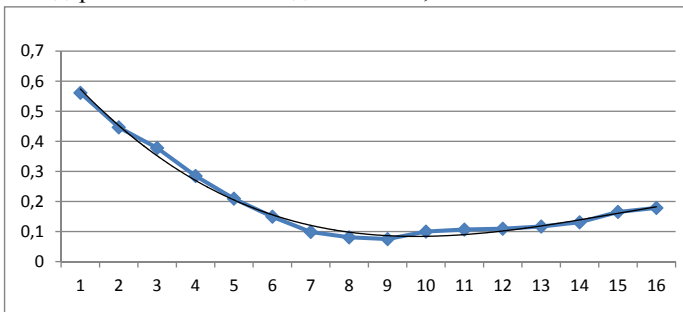


Рис. 5.23. Поліноміальна апроксимація динамічного ряду точок Борг/ВВП за 2000–2015 рр. для Росії

*Джерело:* розраховано автором

В табл. 5.10 представлено розрахункові дані для апроксимуючих функцій, які згладжують динамічні ряди точок М2/ВВП та Борг/ВВП та їх порівняння з реальними даними для Росії.

**Згладжені динамічні ряди за апроксимуючими функціями для Росії  
за період 2000–2015 рр.**

Рік	Номер Точки	M2/ВВП реальний	Борг/ВВП реальний	M2/ВВП Згладжений $R^2 = 0,9627$	Борг/ВВП згладжений $R^2 = 0,9184$
2000	1	0,147708	0,561198	0,1348	0,5736
2001	2	0,168672	0,4464	0,1666	0,4523
2002	3	0,184647	0,377839	0,1968	0,3508
2003	4	0,227607	0,284767	0,2254	0,2673
2004	5	0,239663	0,20916	0,2524	0,2
2005	6	0,261837	0,149258	0,2778	0,1471
2006	7	0,312579	0,098519	0,3016	0,1068
2007	8	0,36303	0,080722	0,3238	0,0773
2008	9	0,295228	0,074926	0,3444	0,0568
2009	10	0,369547	0,099817	0,3634	0,0435
2010	11	0,405243	0,106398	0,3808	0,0356
2011	12	0,410567	0,109253	0,3966	0,0313
2012	13	0,406151	0,116653	0,4108	0,0288
2013	14	0,442213	0,130754	0,4234	0,0263
2014	15	0,41667	0,165098	0,4344	0,022
2015	16	0,448651	0,178448	0,4438	0,0141

*Джерело:* розраховано автором

На рис. 5.24 представлена функціональна залежність згладжених безрозмірних величин M2/ВВП від Борг/ВВП для Росії за період з 2000–2015 рр.

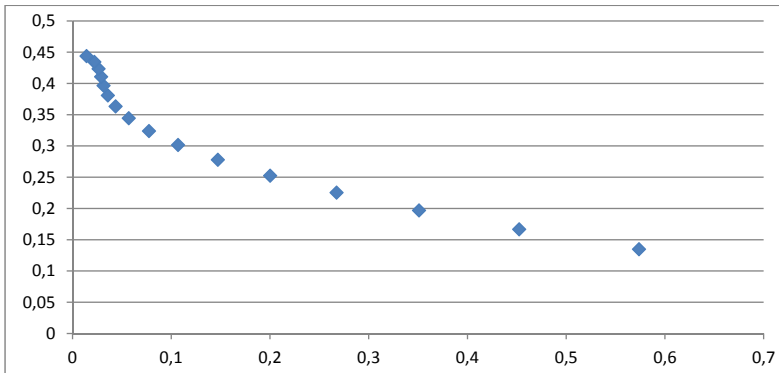


Рис. 5.24. Функціональна залежність згладжених безрозмірних величин M2/ВВП від Борг/ВВП для Росії за період з 2000–2015 рр.

*Джерело:* розраховано автором

Як видно з рис. 5.24, спостерігається чітка тенденція до спадання грошового агрегату зі зростанням боргу.



На рис. 5.25 побудована логістична крива Росії для функціональної залежності згладжених безрозмірних величин  $M2/ВВП$  від  $Борг/ВВП$  за період з 2008–2015 рр. з інтервалом безпечного рівня боргу (0,392;0,597)

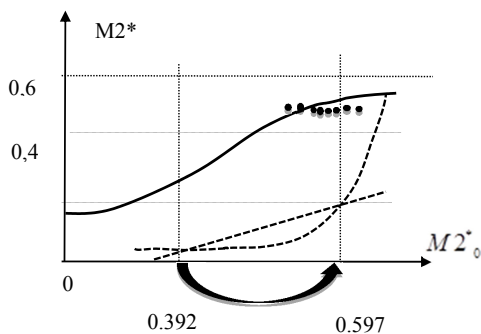


Рис. 5.25. Логістична крива Росії для функціональної залежності згладжених безрозмірних величин  $M2/ВВП$  від  $Борг/ВВП$  за період з 2008–2015 рр. з інтервалом безпечного рівня боргу

*Джерело:* розраховано автором

Функціональну залежність згладжених безрозмірних величин  $M2/ВВП$  від  $Борг/ВВП$  для Росії за період з 2008–2015 рр. представлено у вигляді формули (30):

$$M2^* = \frac{2,37}{1 + 2,37 \cdot e^{-1,32 \cdot DB^*}} \quad (5.30)$$

На рис. 5.20 представлено графічний результат чисельного рішення нерівності еластичності для Росії у вигляді:

$$6,2 \cdot \left( \frac{M2^*}{0,94} - 1 \right) > e^{\frac{M2^*}{0,94}}, \quad (5.31)$$

розв'язком якої є інтервал для безрозмірної величини  $Борг/ВВП$ , що знайдено чисельно у вигляді: (0,392; 0,597).

В табл. 5.11 представлено розрахункові дані та зведення їх до однієї системи величин (переведення всіх величин в одиницях вимірювання в дол.) з подальшим обезрозмірюванням ( $M2/ВВП$ ;  $Борг/ВВП$ ) для Молдови.

Таблиця 5.11

## Розрахункова таблиця даних для Молдови

Рік	ВВП, біл. дол.	Борг, біл. лей.	ВВП, млн дол.	Борг, біл. дол.	М2, млрд лей.	Курс лей за 1 дол.	М2 млн дол.	М2/ ВВП	Борг/ ВВП
2000	1,315	13,633	1315	1,096782	2514	12,43	202,2526	0,153804	0,834055
2001	1,481	14,215	1481	1,104507	3465	12,87	269,2308	0,18179	0,745784
2002	1,662	15,6	1662	1,149595	4518	13,57	332,9403	0,200325	0,691694
2003	1,981	16,005	1981	1,148135	5622	13,94	403,2999	0,203584	0,579573
2004	2,598	13,981	2598	1,133901	8137	12,33	659,9351	0,254017	0,436452
2005	2,988	13,528	2988	1,073651	11126	12,6	883,0159	0,295521	0,359321
2006	3,408	13,831	3408	1,053389	12485	13,13	950,8759	0,279013	0,309093
2007	4,401	13,148	4401	1,083031	18397	12,14	1515,404	0,344332	0,246088
2008	6,055	12,117	6055	1,166218	21774	10,39	2095,669	0,346106	0,192604
2009	5,438	17,6	5438	1,584158	20942	11,11	1884,968	0,346629	0,291313
2010	5,813	19,303	5813	1,560469	24771	12,37	2002,482	0,344483	0,268445
2011	7,018	19,886	7018	1,693867	28265	11,74	2407,615	0,343063	0,24136
2012	7,283	21,649	7283	1,784018	34915	12,13	2877,19	0,395056	0,244956
2013	7,985	23,915	7985	1,899888	45117	12,59	3584,254	0,448873	0,237932
2014	7,983	35,212	7983	2,52972	43220	13,92	3105,028	0,388955	0,316888
2015	6,414	50,787	6414	2,802815	39261	18,12	2166,71	0,337809	0,436984

Джерело: розраховано автором

На рис. 5.26 представлена поліноміальна апроксимація динамічного ряду точок М2/ВВП за допомогою полінома 3-го ступеня вигляду:

$$y = -0,0001x^3 + 0,0018x^2 + 0,0154x + 0,1395, \quad (5.32)$$

з коефіцієнтом детермінації: 0,9149.

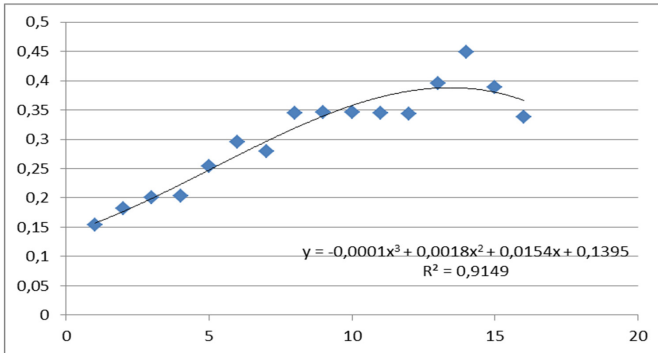


Рис. 5.26. Поліноміальна апроксимація динамічного ряду точок М2/ВВП за 2000–2015 рр. для Молдови

Джерело: розраховано автором

На рис. 5.27 представлена поліноміальна апроксимація динамічного ряду точок Борг/ВВП за допомогою многочлена 2-го ступеня вигляду:

$$y = 0.0067x^2 - 0.1453x + 1,0114, \quad (5.33)$$

зі стандартною похибкою відхилення: 0,9646.

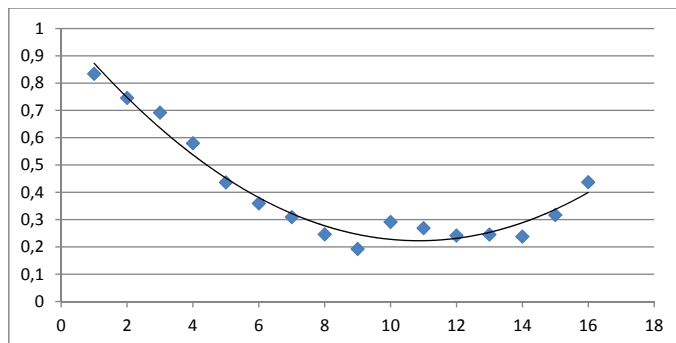


Рис. 5.27. Поліноміальна апроксимація динамічного ряду точок Борг/ВВП за 2000–2015 рр. для Молдови

*Джерело:* розраховано автором

В табл. 5.12 представлено розрахункові дані для апроксимуючих функцій, які згладжують динамічні ряди точок М2/ВВП та Борг/ВВП та їх порівняння з реальними даними для Молдови.

Таблиця 5.12

**Згладжені динамічні ряди за апроксимуючими функціями  
для Молдови за період 2000–2015 рр.**

Рік	Номер точки	М2/ВВП реальний	Борг/ВВП реальний	М2/ВВП Згладжений $R^2 = 0,9149$	Борг/ВВП згладжений $R^2 = 0,9646$
2000	1	0,153804	0,834055	0,1566	0,8728
2001	2	0,18179	0,745784	0,1767	0,7476
2002	3	0,200325	0,691694	0,1992	0,6358
2003	4	0,203584	0,579573	0,2235	0,5374
2004	5	0,254017	0,436452	0,249	0,4524
2005	6	0,295521	0,359321	0,2751	0,3808
2006	7	0,279013	0,309093	0,3012	0,3226
2007	8	0,344332	0,246088	0,3267	0,2778
2008	9	0,346106	0,192604	0,351	0,2464
2009	10	0,346629	0,291313	0,3735	0,2284
2010	11	0,344483	0,268445	0,3936	0,2238
2011	12	0,343063	0,24136	0,4107	0,2326
2012	13	0,395056	0,244956	0,4242	0,2548
2013	14	0,448873	0,237932	0,4335	0,2904
2014	15	0,388955	0,316888	0,438	0,3394
2015	16	0,337809	0,436984	0,4371	0,4018

На рис. 5.28 представлена сукупність точок з координатами згладжених безрозмірних величин М2/ВВП та Борг/ВВП для Молдови за період з 2000–2015 рр.

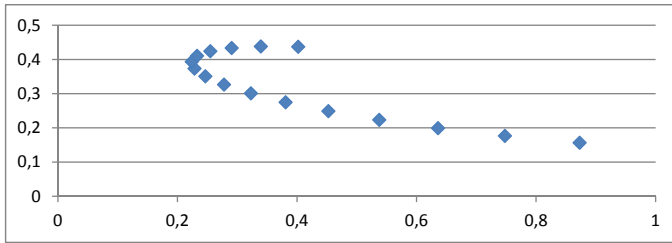


Рис. 5.28. Сукупність точок згладжених безрозмірних величин М2/ВВП та Борг/ВВП для Молдови за період з 2000–2015 рр.

*Джерело:* розраховано автором

Функціональну залежність згладжених безрозмірних величин М2/ВВП від Борг/ВВП для Молдови за період з 2008–2014 рр. представлено у вигляді :

$$M2^* = \frac{0,43}{1 + 0,43 \cdot e^{-0,37 \cdot DB^*}} \quad (5.34)$$

На рис. 5.28 представлено графічний результат чисельного рішення нерівності еластичності (22) для Молдови у вигляді:

$$2,4 \left( \frac{M2^*}{0,47} - 1 \right) > e^{\frac{M2^*}{0,47}}, \quad (5.35)$$

розв'язком якої є інтервал для безрозмірної величини Борг/ВВП, що знайдено чисельно у вигляді: (0,671; 0,849).

З рис. 5.29 видно, що всі точки не вийшли до безпечного рівня боргу, що говорить про недостатню політику співпраці з МВФ та інвестиціями.

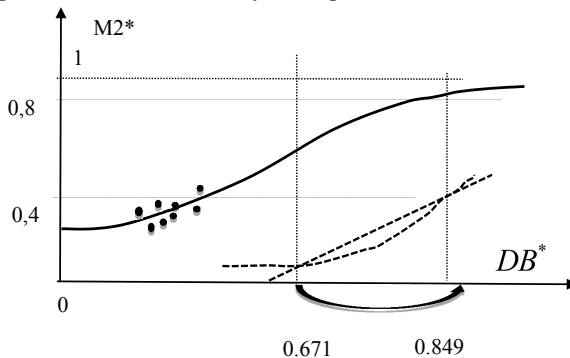


Рис. 5.29. Логістична крива Молдови для функціональної залежності згладжених безрозмірних величин М2/ВВП від Борг/ВВП за період з 2008–2015 рр. з інтервалом безпечного рівня боргу

*Джерело:* розраховано автором

В табл. 5.13 представлені розрахункові дані та зведення їх до однієї системи величин (переведення всіх величин в одиницях вимірювання в дол.) з

подальшим обеззмірюванням (М2/ВВП; Борг/ВВП) для Азербайджану. Національна валюта – манати.

Таблиця 5.13

**Розрахункова таблиця даних для Азербайджану**

Рік	ВВП, млрд дол.	Борг млрд манатів	ВВП млн дол.	Борг, млрд дол.	М2 млрд манатів	Курс манатів за 1 дол.	М2 млн дол.	М2/ВВП	Борг/ВВП
2000	5,273	1,077	5273	1,203352	325,8	0,895	364,0223	0,069035	0,22821
2001	5,71	1,296	5710	1,392052	351,1	0,931	377,1214	0,066046	0,243792
2002	6,232	1,395	6232	1,435185	405,2	0,972	416,8724	0,066892	0,230293
2003	7,276	1,56	7276	1,588595	518,4	0,982	527,9022	0,072554	0,218334
2004	8,682	1,72	8682	1,749746	685,7	0,983	697,5585	0,080345	0,201537
2005	13,245	1,67	13245	1,765328	796,7	0,946	842,1776	0,063585	0,133283
2006	21,027	1,92	21027	2,150056	2137,7	0,893	2393,841	0,113846	0,102252
2007	33,09	2,441	33090	2,844988	4401,6	0,858	5130,07	0,155034	0,085977
2008	46,378	2,773	46378	3,373479	6081	0,822	7397,81	0,159511	0,072739
2009	44,289	4,198	44289	5,221393	6169,2	0,804	7673,134	0,173251	0,117894
2010	52,913	4,734	52913	5,895392	8297,5	0,803	10333,13	0,195285	0,111417
2011	64,819	5,171	64819	6,537295	10997,2	0,791	13902,91	0,214488	0,100855
2012	68,7	6,26	68700	7,968178	13806,4	0,786	17573,78	0,255805	0,115985
2013	73,537	7,937	73537	10,11625	16434,8	0,785	20947,28	0,284854	0,137567
2014	75,254	9,457	75254	12,05718	17435,8	0,784	22229,73	0,295396	0,16022

Джерело: розраховано автором

На рис. 5.30 представлена поліноміальна апроксимація динамічного ряду точок М2/ВВП (табл. 5.13) за допомогою полінома 2-го ступеня вигляду:

$$y = 0.0011x^2 - 0.0003x + 0,577, \quad (5.36)$$

з коефіцієнтом детермінації: 0,9744, що дозволяє зробити висновки про застосування такого наближення зі згладжуванням піків 2005 р., 2007 р.

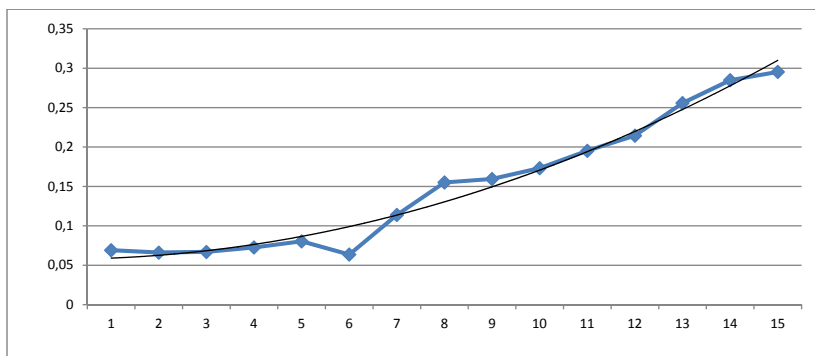


Рис. 5.30. Поліноміальна апроксимація динамічного ряду точок М2/ВВП за 2000–2014 рр. для Азербайджану

Джерело: розраховано автором

На рис. 5.31 представлена поліноміальна апроксимація динамічного ряду точок Борг/ВВП (табл. 5.14) за допомогою многочлена 2-го ступеня вигляду:

$$y = 0.002x^2 - 0.0412x + 0,3132, \quad (5.37)$$

зі стандартною похибкою відхилення: 0,8158, за якої одержано згладжуванням коливань за періоди 2001–2007 рр. та 2008–2010 р.

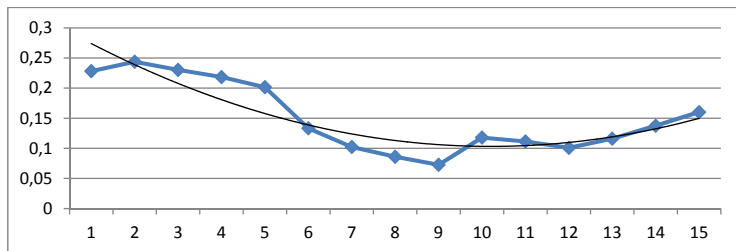


Рис. 5.31. Поліноміальна апроксимація динамічного ряду точок Борг/ВВП за 2000–2015 рр. для Азербайджану

*Джерело:* складено автором

В табл. 5.14 представлено розрахункові дані для апроксимуючих функцій, які згладжують динамічні ряди точок М2/ВВП та Борг/ВВП та їх порівняння з реальними даними для Азербайджану

*Таблиця 5.14*

**Згладжені динамічні ряди за апроксимуючими функціями  
для Азербайджану за період 2000–2015 рр.**

Рік	Номер точки	М2/ВВП реальний	Борг/ВВП реальний	М2/ВВП згладжений $R^2 = 0,9744$	Борг/ВВП згладжений $R^2 = 0,8158$
2000	1	0,069035	0,22821	0,0591	0,274
2001	2	0,066046	0,243792	0,0627	0,2388
2002	3	0,066892	0,230293	0,0685	0,2076
2003	4	0,072554	0,218334	0,0765	0,1804
2004	5	0,080345	0,201537	0,0867	0,1572
2005	6	0,063585	0,133283	0,0991	0,138
2006	7	0,113846	0,102252	0,1137	0,1228
2007	8	0,155034	0,085977	0,1305	0,1116
2008	9	0,159511	0,072739	0,1495	0,1044
2009	10	0,173251	0,117894	0,1707	0,1012
2010	11	0,195285	0,111417	0,1941	0,102
2011	12	0,214488	0,100855	0,2197	0,1068
2012	13	0,255805	0,115985	0,2475	0,1156
2013	14	0,284854	0,137567	0,2775	0,1284
2014	15	0,295396	0,16022	0,3097	0,1452

*Джерело:* розраховано автором

На рис. 5.32 представлена функціональна залежність згладжених безрозмірних величин М2/ВВП від Борг/ВВП для Азербайджану за після кризовий період з 2007–2014 рр.

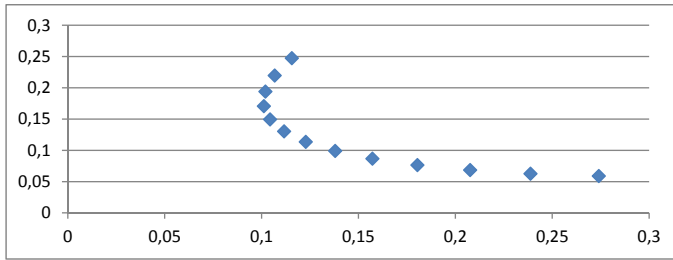


Рис. 5.32. Функціональна залежність згладжених безрозмірних величин M2/ВВП від Борг/ВВП для Азербайджану за період з 2001–2014 рр.

Джерело: розраховано автором

Интерес становить післякризовий період 2007–2014 рр.

Функціональної залежності згладжених безрозмірних величин M2/ВВП від Борг/ВВП для Азербайджану за період з 2008–2014 рр. представлено у вигляді формули (38):

$$M2^* = \frac{1,53}{1 + 1,53 \cdot e^{-0,91 \cdot DB^*}} \quad (5.38)$$

На рис. 5.32 представлено графічний результат чисельного рішення нерівності еластичності (22) для Азербайджану у вигляді:

$$6,6 \cdot \left( \frac{M2^*}{0,81} - 1 \right) > e^{\frac{M2^*}{0,81}}, \quad (5.39)$$

розв'язком якої є інтервал для безрозмірної величини Борг/ВВП, що знайдено чисельно у вигляді: (0,092; 0,327).

З рис. 5.33 видно, що всі точки увійшли до безпечного рівня боргу, що говорить про прийнятну політику співпраці з МВФ та інвестиціями.

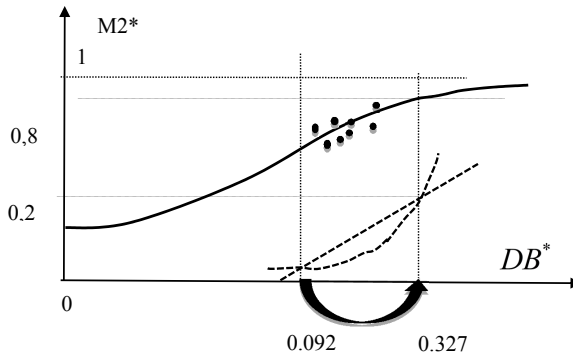


Рис. 5.33. Логістична крива Азербайджану для функціональної залежності згладжених безрозмірних величин M2/ВВП від Борг/ВВП за період з 2008–2015 рр. з інтервалом безпечного рівня боргу

Джерело: розраховано автором

В табл. 5.15 представлені розрахункові дані та зведення їх до однієї системи величин (переведення всіх величин в одиницях вимірювання в дол.) з подальшим обезрозмірюванням (М2/ВВП; Борг/ВВП) для Киргизії.

Таблиця 5.15

**Розрахункова таблиця даних для Киргизії**

Рік	ВВП млрд біл дол.	Борг млрд сомів	ВВП млн дол.	Борг млрд дол.	М2 млрд сомів	Курс сомів за 1 дол.	М2 млн дол.	М2/ ВВП	Борг/ ВВП
2000	1,368	79,915	1368	1,674665	7,4	47,72	154,3912	0,112859	1,22417
2001	1,526	79,288	1526	1,636643	8,2	48,45	169,2624	0,110919	1,072505
2002	1,638	80,542	1638	1,71585	11	46,94	234,2481	0,143009	1,047527
2003	1,919	89,655	1919	2,050663	11,1	43,72	253,575	0,132139	1,06861
2004	2,215	87,66	2215	2,054371	13,6	42,67	317,9866	0,143561	0,927481
2005	2,46	86,713	2460	2,114436	16	41,01	389,157	0,158194	0,859527
2006	2,837	82,504	2837	2,054147	24,1	40,16	600,2318	0,211573	0,724056
2007	3,807	80,605	3807	2,160413	34,8	37,31	931,8199	0,244765	0,567484
2008	5,133	91,098	5133	2,491113	38,2	36,57	1044,848	0,203555	0,485313
2009	4,683	116,843	4683	2,724248	43,5	42,89	1013,989	0,216526	0,581731
2010	4,806	131,619	4806	2,863723	53,7	45,96	1169,375	0,243316	0,595864
2011	6,198	141,223	6198	3,06075	62,1	46,14	1346,452	0,21724	0,493829
2012	6,605	152,053	6605	3,235985	77,5	46,99	1648,513	0,249586	0,48993
2013	7,333	163,8	7333	3,38164	91	48,44	1877,919	0,256091	0,461154
2014	7,465	210,694	7465	3,926898	82,4	53,65	1535,511	0,205695	0,526041
2015	6,65	291,258	6650	4,79437	82,3	60,75	1354,193	0,203638	0,720958

Джерело: розраховано автором

На рис. 5.33 представлена поліноміальна апроксимація динамічного ряду точок М2/ВВП за квадратного тричлена вигляду:

$$y = -0.001x^2 - 0.026x + 0,0657, \tag{5.40}$$

з коефіцієнтом детермінації: 0,8298, що дозволяє зробити висновки про застосування такого наближення зі згладжуванням піків 2008 р., 2011 р., 2012 р.

Підкреслимо, що на рис.5.34, 5.35 на осі абсцис точками з номерами від 1 до 16 позначено роки з 2000 по 2015 рр.

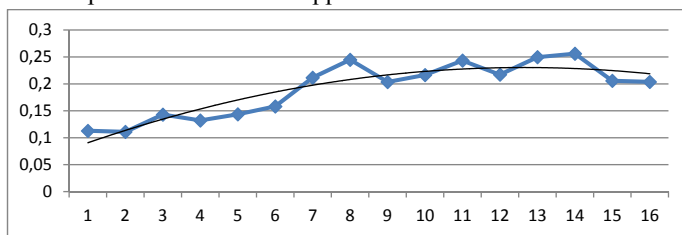


Рис. 5.34. Наближення динамічного ряду точок М2/ВВП за 2000–2015 рр. для Киргизії

Джерело: розраховано автором

На рис. 5.35 представлена поліноміальна апроксимація динамічного ряду точок Борг/ВВП за допомогою квадратного тричлена вигляду:



$$y = 0.056x^2 - 0.1415x + 1,4169, \quad (5.41)$$

зі стандартною похибкою відхилення: 0,9091, за якої одержано згладжуванням коливань за періоди 2005–2008 рр. та 2009–2011 рр., 2013–2014 рр.

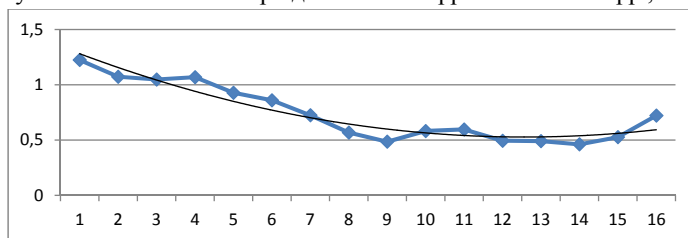


Рис. 5.35. Наближення динамічного ряду точок Борг/ВВП за 2000–2015 рр. для Киргизії

*Джерело:* розраховано автором

В табл. 5.16 представлено розрахункові дані для апроксимуючих функцій, які згладжують динамічні ряди точок М2/ВВП та Борг/ВВП та їх порівняння з реальними даними для Киргизії

*Таблиця 5.16*

**Згладжені динамічні ряди за апроксимуючими функціями  
для Киргизії за період 2000–2015 рр.**

Рік	Номер точки	М2/ВВП реальний	Борг/ВВП реальний	М2/ВВП Згладжений $R^2 = 0,8298$	Борг/ВВП згладжений $R^2 = 0,9091$
2000	1	0,112859	1,22417	0,0907	1,281
2001	2	0,110919	1,072505	0,1137	1,1563
2002	3	0,143009	1,047527	0,1347	1,0428
2003	4	0,132139	1,06861	0,1537	0,9405
2004	5	0,143561	0,927481	0,1707	0,8494
2005	6	0,158194	0,859527	0,1857	0,7695
2006	7	0,211573	0,724056	0,1987	0,7008
2007	8	0,244765	0,567484	0,2097	0,6433
2008	9	0,203555	0,485313	0,2187	0,597
2009	10	0,216526	0,581731	0,2257	0,5619
2010	11	0,243316	0,595864	0,2307	0,538
2011	12	0,21724	0,493829	0,2337	0,5253
2012	13	0,249586	0,48993	0,2347	0,5238
2013	14	0,256091	0,461154	0,2337	0,5335
2014	15	0,205695	0,526041	0,2307	0,5544
2015	16	0,203638	0,720958	0,2257	0,5865

*Джерело:* розраховано автором

Доречно розглянути після кризовий період: 2008–2015 рр. На рис. 5.36 представлена функціональна залежність згладжених безрозмірних величин М2/ВВП від Борг/ВВП для Киргизії за період з 2008–2015 рр.

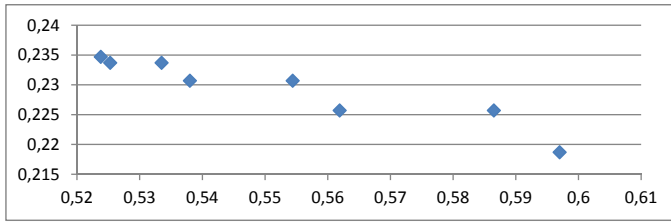


Рис. 5.36. Функціональна залежність згладжених безрозмірних величин  $M2/ВВП$  від  $Борг/ВВП$  для Киргизії за період з 2000–2016 рр.

*Джерело:* розраховано автором

Функціональну залежність згладжених безрозмірних величин  $M2/ВВП$  від  $Борг/ВВП$  для Киргизії за період з 2008–2015 рр. представлено у вигляді формули (5.42):

$$M2^* = \frac{1,09}{1 + 1,09 \cdot e^{-0,83 \cdot DB^*}} \quad (5.42)$$

На рис. 5.37 представлено графічний результат чисельного рішення нерівності еластичності для Киргизії у вигляді:

$$7,32 \cdot \left( \frac{M2^*}{0,74} - 1 \right) > e^{\frac{M2^*}{0,74}}, \quad (5.43)$$

розв'язком якої є інтервал для безрозмірної величини  $Борг/ВВП$ , що знайдено чисельно у вигляді: (0,537; 0,736).

З рис. 5.37 видно, що в основному точки попадають в інтервал безпечного рівня боргу, що говорить про прийнятну політику співпраці з МВФ та інвестиціями.

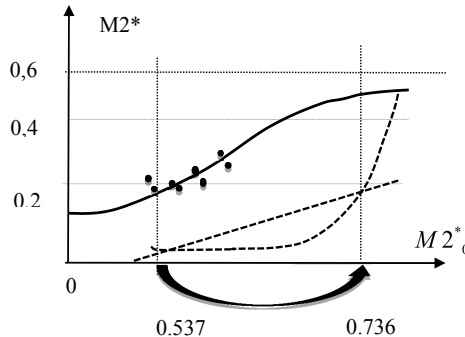


Рис. 5.37. Логістична крива Киргизії для функціональної залежності згладжених безрозмірних величин  $M2/ВВП$  від  $Борг/ВВП$  за період з 2008–2015 рр. з інтервалом безпечного рівня боргу

*Джерело:* розраховано автором

В табл. 5.17 представлені розрахункові дані та зведення їх до однієї системи величин (переведення всіх величин в одиницях вимірювання в дол.) з подальшим обезрозмірюванням (М2/ВВП; Борг/ВВП) для Таджикистану.

Таблиця 5.17

**Розрахункова таблиця даних для Таджикистану**

Рік	ВВП, млрд дол.	Борг, млрд сомони	ВВП, млн дол.	Борг, млрд дол.	М2 млрд сомони	Курс сомони за 1 дол.	М2 млн. дол.	М2/ВВП	Борг/ВВП
2000	0,991	2,013	991	1,1	106,9	1,83	58,42022	0,058951	1,10999
2001	1,057	2,602	1057	1,09789	140,6	2,37	59,32489	0,056126	1,038685
2002	1,212	2,994	1212	1,084783	202,2	2,76	73,26087	0,060446	0,895035
2003	1,555	3,096	1555	1,011765	266,7	3,06	87,15686	0,056049	0,650653
2004	2,073	2,732	2073	0,919865	543,5	2,97	182,9976	0,088277	0,443736
2005	2,311	3,01	2311	0,964744	669,2	3,12	214,4821	0,092809	0,417457
2006	2,811	3,272	2811	0,991515	1 027,0	3,3	311,2012	0,110708	0,352727
2007	3,712	4,422	3712	1,285465	1 409,9	3,44	409,8547	0,110413	0,3463
2008	5,135	5,275	5135	1,537901	1908,8	3,43	556,5122	0,108376	0,299494
2009	4,977	7,47	4977	1,804348	2527,4	4,14	610,485	0,122661	0,362537
2010	5,642	8,978	5642	2,049772	2971,7	4,38	678,4749	0,120254	0,363306
2011	6,523	1,654	6523	0,358785	3864,2	4,61	838,2132	0,128501	0,055003
2012	7,592	11,704	7592	2,45743	4743,2	4,76	995,8962	0,131177	0,323687
2013	8,506	11,826	8506	2,484454	5626,1	4,76	1181,952	0,138955	0,292083
2014	9,242	12,926	9242	2,619396	5821,8	4,93	1179,764	0,127652	0,283423
2015	7,816	17,379	7816	2,935642	6534,9	5,92	1103,868	0,141232	0,375594

Джерело: розраховано автором

На рис. 5.38 представлена поліноміальна апроксимація динамічного ряду точок М2/ВВП (табл. 5.17) за допомогою полінома 5-го ступеня вигляду:

$$y = 0.0061x + 0,0513, \quad (5.44)$$

з коефіцієнтом детермінації: 0,9005, що дозволяє зробити висновки про застосування такого наближення зі згладжуванням піків 2001–2003 р., 2006–2007р., 2009 р.

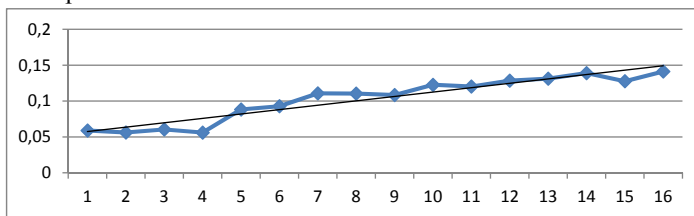


Рис. 5.38. Поліноміальна апроксимація динамічного ряду точок М2/ВВП за 2000–2015 рр. для Таджикистану

Джерело: розраховано автором

На рис. 5.39 представлена поліноміальна апроксимація динамічного ряду точок Борг/ВВП (табл. 5.17) за допомогою многочлена 4-го ступеня вигляду:

$$y = 0.081x^2 - 0.1864x + 1,3051, \quad (5.45)$$

зі стандартною похибкою відхилення: 0,9186, за якої одержано згладжуванням коливань за періоди 2004–2007 рр. та 2009–2011 р.

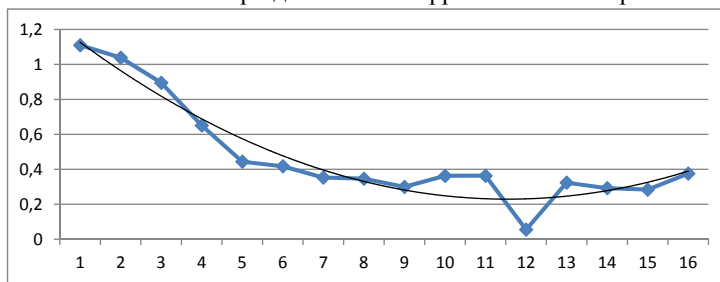


Рис. 5.39. Поліноміальна апроксимація динамічного ряду точок Борг/ВВП за 2000–2015 рр. для Таджикистану

*Джерело:* розраховано автором

В табл. 5.18 представлено розрахункові дані для апроксимуючих функцій, які згладжують динамічні ряди точок М2/ВВП та Борг/ВВП та їх порівняння з реальними даними для Таджикистану

Таблиця 5.18

**Згладжені динамічні ряди за апроксимуючими функціями для Таджикистану за період 2000–2015 рр.**

Рік	Номер точки	М2/ВВП реальний	Борг/ВВП реальний	М2/ВВП Згладжений $R^2 = 0,9005$	Борг/ВВП згладжений $R^2 = 0,9186$
2000	1	0,058951	1,10999	0,0574	1,1268
2001	2	0,056126	1,038685	0,0635	1,1511
2002	3	0,060446	0,895035	0,0696	1,1916
2003	4	0,056049	0,650653	0,0757	1,2483
2004	5	0,088277	0,443736	0,0818	1,3212
2005	6	0,092809	0,417457	0,0879	1,4103
2006	7	0,110708	0,352727	0,094	1,5156
2007	8	0,110413	0,3463	0,1001	1,6371
2008	9	0,108376	0,299494	0,1062	1,7748
2009	10	0,122661	0,362537	0,1123	1,9287
2010	11	0,120254	0,363306	0,1184	2,0988
2011	12	0,128501	0,055003	0,1245	2,2851
2012	13	0,131177	0,323687	0,1306	2,4876
2013	14	0,138955	0,292083	0,1367	2,7063
2014	15	0,127652	0,283423	0,1428	2,9412
2015	16	0,141232	0,375594	0,1489	3,1923

*Джерело:* розраховано автором

На рис. 5.40 представлена функціональна залежність згладжених безрозмірних величин М2/ВВП від Борг/ВВП для Таджикистану за період з 2000–2015 рр. Як видно з рис. 5.40 доречно розглянути післякризовий період: 2008–2015 рр.

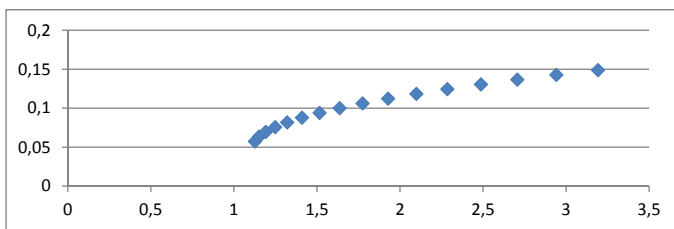


Рис. 5.40. Функціональна залежність згладжених безрозмірних величин  $M2/VBP$  від  $Борг/VBP$  для Таджикистану за період з 2000–2016 рр.

*Джерело:* розраховано автором

Функціональну залежність згладжених безрозмірних величин  $M2/VBP$  від  $Борг/VBP$  для Таджикистану за період з 2008–2015 рр. представлено у вигляді формули (5.46):

$$M2^* = \frac{1,47}{1 + 1,47 \cdot e^{-0,63 \cdot DB^*}} \quad (5.46)$$

На рис. 5.40 представлено графічний результат чисельного рішення нерівності еластичності (22) для Таджикистану у вигляді:

$$8,9 \cdot \left( \frac{M2^*}{0,64} - 1 \right) > e^{\frac{M2^*}{0,64}}, \quad (5.47)$$

розв'язком якої є інтервал для безрозмірної величини  $Борг/VBP$ , що знайдено чисельно у вигляді: (0,674; 0,983).

З рис. 5.41 видно, що всі точки вийшли за верхню межу інтервалу безпечного рівня боргу, що говорить про перегляд інвестиційної політики держави.

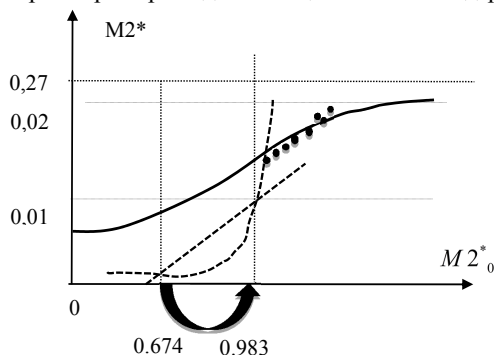


Рис. 5.41. Логістична крива Таджикистану для функціональної залежності згладжених безрозмірних величин  $M2/VBP$  від  $Борг/VBP$  за період з 2008–2015 рр. з інтервалом безпечного рівня боргу

*Джерело:* розраховано автором

Отже, дослідження належності інтервалам безпечного рівня державного боргу за період з 2008–2015 рр. приведено в табл. 5.19

Таблиця 5.19

**Належність інтервалам безпечного рівня державного боргу  
для пострадянських країн**

Країна	Інтервали безпечного рівня держ. боргу	Належність до інтервалу безпечного рівня державного боргу	Висновки
Вірменія	(0,623; 1,486)	не належать, підходять до нижньої допустимої межі	необхідність впровадження інтенсивної державної політики з її зміною та переглядом для збільшення значень державного боргу для переходу в інтервал еластичності
Україна	(0,485; 0,587).	належать, окрім одного значення, що перевищує допустимі норми	фінансова політика, яка повинна бути без подальшого збільшення державного боргу, необхідність зміни прийняття рішень
Білорусь	(0,172; 0,375)	належать частково, точки концентруються біля нижньої допустимої межі	достатня політика співпраці з МВФ та інвестиціями, яку можна проводити більш інтенсивно, збільшуючи значення держ. боргу
Країна	Інтервали безпечного рівня держ. боргу	належність до інтервалу безпечного рівня державного боргу	Висновки
Росія	(0,392; 0,597)	належать повністю, окрім деякого значення, що перевищує верхню межу	Фінансова політика, за якої більше не можна збільшувати значення державного боргу, необхідність зміни прийняття рішень
Молдова	(0,671; 0,849).	не належить	необхідність впровадження інтенсивної державної політики з її зміною та переглядом для збільшення значень державного боргу для переходу в інтервал еластичності
Азербайджан	(0,092; 0,327).	належать повністю інтервалу	збалансована фінансова політика
Киргизія	(0,537; 0,736).	належать майже повністю, концентруючись біля нижньої межі інтервалу	необхідність впровадження державної політики для збільшення значень державного боргу для переходу в інтервал еластичності
Таджикистан	(0,674; 0,983).	не належить, перевищує допустимий рівень верхньої межі	Необхідність зміни вектора фінансової політики, що дозволить вийти на новий цикл

*Джерело:* розраховано автором

Візуалізація дослідження належності інтервалам безпечного рівня державного боргу за період з 2008–2015 рр. приведено в табл. 5.20.

**Візуалізація належності інтервалам безпечного рівня державного боргу  
для пострадянських країн**

Країна	Візуалізація
Латвія	<p>інтервал точок динамічного ряду</p> <p>Інтервал безпечного рівня Боргу</p> <p>0,123 0,147 0,259 0,381</p>
Росія	<p>інтервал точок динамічного ряду</p> <p>Інтервал безпечного рівня Боргу</p> <p>0,392 0,483 0,597 0,603</p>
Білорусь	<p>інтервал точок динамічного ряду</p> <p>Інтервал безпечного рівня Боргу</p> <p>0,158 0,172 0,232 0,375</p>
Азербай- джан	<p>інтервал точок динамічного ряду</p> <p>Інтервал безпечного рівня Боргу</p> <p>0,392 0,483 0,597 0,603</p>
Україна	<p>інтервал точок динамічного ряду</p> <p>Інтервал безпечного рівня Боргу</p> <p>0,485 0,52 0,587 0,612</p>
Киргизія	<p>інтервал точок динамічного ряду</p> <p>Інтервал безпечного рівня Боргу</p> <p>0,339 0,537 0,622 0,736</p>
Таджи- кистан	<p>інтервал точок динамічного ряду</p> <p>Інтервал безпечного рівня Боргу</p> <p>0,674 0,983 1,117 1,326</p>

Молдова	<p>інтервал точок динамічного ряду</p> <p>0,263    0,548    0,671    0,849</p>
Вірменія	<p>інтервал точок динамічного ряду</p> <p>0,23    0,48    0,623    1,486</p>

Джерело: розраховано автором

Ранжування пострадянських країн за належністю інтервалам безпечного рівня державного боргу за період з 2008–2015 рр. наведено в табл. 5.21

Таблиця 5.21

**Ранжування пострадянських країн за належністю інтервалам безпечного рівня державного боргу за період з 2008–2015 рр.**

Країна	Рейтинг за попаданням в інтервал безпечного рівня державного боргу
Латвія	1
Росія	2
Білорусь	3
Азербайджан	4
Україна	5
Киргизія	6
Таджикистан	7
Вірменія	8
Молдова	9

Джерело: розраховано автором

На рис. 5.42 наведена логічно-структурна схема економіко-математичного моделювання функції грошового агрегату  $M2$  від загального державного боргу пострадянських країн.





Рис. 5.42. Логічно-структурна схема економіко-математичного моделювання функції грошового агрегату M2 від загального державного боргу пострадянських країн

Таким чином, економіко-математичне моделювання функціональної залежності грошового агрегату M2 від загального державного боргу представлено у вигляді логістичної функції, що є розв'язком нелінійного диференціального рівняння 1-го порядку типу Бернуллі. Знаходження

коридору безпечного рівня загального державного боргу країни проводилося шляхом знаходження нерівності еластичності функції, розв'язок якої знаходився чисельно для кожної країни. Проведено аналіз належності інтервалу точок динамічного ряду державного боргу до інтервалу еластичності грошового агрегату М2. Проведено ранжирування пострадянських країн за належністю інтервалам безпечного рівня державного боргу за період з 2008–2015 рр., що дало можливість проаналізувати поточний стан прийнятних розмірів державного боргу для пострадянських країн.

### **5.3. Гео економічна стратегія розвитку фінансового ринку України**

Україна обрала чіткий курс на євроінтеграцію та у зв'язку з цим узяла на себе зобов'язання законодавчо, регулятивно й адміністративно реформувати власну економіку за принципами та правилами Євросоюзу. Ринок фінансових послуг, у т. ч. ринок цінних паперів, відіграє важливу роль у економіці країн ЄС, тому правильно обраний механізм трансформації сфери фінансів і регулювання ринку цінних паперів України має істотний вплив на повноцінну інтеграцію до європейських структур. У цьому контексті дослідження впливу Угоди про асоціацію між Україною та Європейським Союзом, а також директив ЄС на вітчизняний ринок цінних паперів є актуальним і необхідним для реформування цього ринку в оптимальний спосіб.

Інтеграцію економіки України до світогосподарських процесів та до ЄС досліджували такі вчені, як О. Г. Білорус, Т. П. Богдан, В. М. Геєць, Є. О. Жук, О. В. Плотніков, А. В. Федоренко та ін. Але Угоду про асоціацію між Україною та Європейським Союзом і директиви ЄС, що впливають на вітчизняний ринок цінних паперів, ані українські, ані закордонні вчені детально не досліджували.

Метою цього дослідження є виявлення особливостей положень Угоди про асоціацію між Україною та Європейським Союзом і директив ЄС, що регулюють ринок цінних паперів; проведення оцінки впровадження цих документів із урахуванням нагальних проблем України та розроблення рекомендацій щодо використання переваг і нових можливостей Угоди та зменшення пов'язаних із нею ризиків.

Загальні критерії, принципи й підходи в регулюванні ринку цінних паперів країнами ЄС орієнтовані на гармонійний і транспарентний розвиток фінансових інструментів як у межах національних ринків, так і з урахуванням можливості їх виходу на міжнародні фінансові ринки. Конкретних вимог і

зобов'язань країни між собою не несуть одна перед іншою. Слід зазначити, що директиви ЄС не передбачають жорсткої субординації для країн-членів, вони спрямовані на досягнення більшої відкритості, тіснішої фінансово-інвестиційної співпраці, а також забезпечення вільного доступу капіталу, без обмежень, деформуючих податків і вилучень. При цьому від самих учасників фінансового ринку вимагається здійснення уніфікованого прямого й пруденційного нагляду та підпорядкування національним регуляторам фінансового й фондового ринків.

Угода про асоціацію з ЄС виступає стратегічним орієнтиром для більшої частини розвинутих економік співтовариства та націлена на правові рішення, закріплені в його директивах, що регулюють діяльність на фінансових ринках країн-членів.

Нормотворча діяльність європейського законодавства в галузі фінансового ринку має вже більш ніж 30-річну історію. Першим епохальним актом стала Директива 85/611/ЄС Ради ЄС “Про координацію законів та інших нормативних актів, які регулюють утворення колективного інвестування в цінні папери, що перебувають у обігу” від 20 грудня 1985 р., на основі котрої сьогодні діють ринкові схеми колективного інвестування в усіх країнах ЄС (аналогі відкритих та інтервальних фондів в Україні). На території Євросоюзу такі фонди не можуть бути інструментом для прямого інвестування та залучення кваліфікованих інвесторів. Директива 2004/39/ЄС Європейського Парламенту та Ради “Про ринки фінансових інструментів” від 21 квітня 2004 р. покликана впорядкувати процедуру та умови випуску фінансових інструментів, обмежених у обігу. Згідно з нею до фінансових інструментів належать: цінні папери, що підлягають обігу; інструменти грошового ринку; цінні папери інститутів спільного інвестування; опціони, ф'ючерси, свопи, форвардні процентні угоди та будь-які інші деривативні контракти стосовно цінних паперів, валюти, процентних ставок, ставок дохідності або фінансових індексів чи фінансових показників, розрахунки за якими може бути здійснено шляхом поставки чи грошима; опціони, ф'ючерси, свопи, форвардні процентні угоди та будь-які інші деривативні контракти щодо товарів, розрахунки за котрими повинні бути проведені грошима або можуть бути здійснені грошима, на вибір однієї зі сторін (не вдаючись до дефолту чи інших заходів припинення діяльності); опціони, ф'ючерси, свопи та будь-які інші деривативні контракти стосовно товарів, розрахунки за якими може бути проведено шляхом поставки за умови, що вони перебувають у обігу на регульованому ринку та/або в рамках багатосторонніх торговельних засобів; опціони, ф'ючерси, свопи форвардні та будь-які деривативні контракти стосовно товарів, розрахунки за якими може бути здійснено шляхом поставки, якщо інше не зазначено та якщо

вони не для комерційних цілей, мають характерні ознаки інших похідних фінансових інструментів, зважаючи, між іншим, на те, чи кліринг здійснено через визнані клірингові установи, чи він є предметом маржинальних розрахунків; деривативні інструменти для передачі кредитного ризику; фінансові контракти щодо різниці; опціони, ф'ючерси, свопи, форвардні процентні угоди та будь-які інші деривативні контракти, пов'язані зі змінами клімату, оплатою фрахту, знижками на емісію, рівнем інфляції або будь-якими іншими офіційними економічними статистичними даними, розрахунки щодо котрих повинні бути проведені грошима або можуть бути здійснені грошима, на вибір однієї зі сторін (не вдаючись до дефолту чи інших заходів припинення діяльності), а також інші контракти стосовно деривативів, пов'язаних із активами, правами, зобов'язаннями, індексами й заходами, не вказаними в цій секції, що мають характерні ознаки інших деривативів, фінансових інструментів, зважаючи, між іншим, на те, чи вони перебувають у обігу на регульованому ринку або БТЗ, кліринг здійснюється через визнані клірингові установи або є предметом маржинальних розрахунків [623].

Функції фінансового регулятора в країнах ЄС (у наднаціональному масштабі) покладені на профільні комітети Ради ЄС з економіки й соціальних питань та Комітет з європейських цінних паперів (European Securities Committee). Європейський центральний банк (ЄЦБ) у цьому випадку виступає тільки в ролі додаткового координуючого органу. Повноцінний фінансовий регулятор на рівні ЄС на сьогоднішній день фактично відсутній, оскільки потреба у створенні аналога ЄЦБ для ринків фінансових інструментів і послуг, не пов'язаних із банківським сектором, не очевидна. Його відсутність компенсується діяльністю згаданого вище комітету та комісій з бірж і цінних паперів у кожній країні – члені ЄС, що тісно співпрацюють між собою.

Головним завданням європейських законодавчих органів і профільних комітетів є узагальнення позитивного досвіду національних правових систем (як у рамках ЄС, так і за його межами), вироблення рамкових правових механізмів регулювання основних сегментів ринку (в даному випадку – фінансових ринків) та сприяння їх упровадженню на національному рівні. Активна робота також проводиться на рівні Європейського комітету фінансових регуляторів (European Securities Regulators Committee, ESRC), зокрема з адаптації національних законодавств до директив ЄС. Характерними рисами сучасного європейського фінансового ринку є:

- 1) наявність інституту взаємного визнання учасників (інвесторів) ринку в країнах, що приєднуються до директив ЄС;
- 2) відкритий характер правових норм, тобто можливість детального формування правил і вимог на рівні національного законодавства;

3) порівняно високий рівень інтеграції фінансових інститутів країн – членів ЄС, розвиток відносин між ними та на рівні наднаціональних утворень у рамках Євросоюзу;

4) формування новітніх, максимально універсальних рішень і механізмів правового регулювання відкритого фондового ринку, ринку колективних інвестицій та проектного фінансування;

5) високий рівень розвитку компенсаційних механізмів (підвалини закладаються на рівні директив; конкретні рішення (фонди) реалізуються на рівні країн-членів);

6) вільний режим руху капіталів у межах ЄС (основна риса економіки ЄС) [624].

Наведені характеристики обумовлюють нові виклики для вітчизняного фінансового ринку загалом та ринку цінних паперів зокрема.

Враховуючи те, що Україна є державою, яка динамічно розвивається, але не має достатнього обсягу ресурсів, у т. ч. фінансових, імпорт капіталу є необхідною передумовою якісного й системного зростання її економіки. У цьому контексті підписання Угоди про асоціацію між Україною та Європейським Союзом (далі – Угода про асоціацію) та впровадження в державі директив ЄС можна оцінити як позитивний і прогресивний крок на шляху до залучення капіталу на вітчизняний ринок фінансових послуг, зокрема на фондовий ринок. До того ж це наблизить Україну до європейських і світових стандартів у сфері фінансових послуг, принесе новий досвід, нові інструменти й підходи до управління фінансовим капіталом, дасть змогу узгодити вітчизняне законодавство з європейськими вимогами; встановить чіткі орієнтири, критерії та принципи для більш цивілізованого розвитку місцевим учасникам ринку фінансових послуг та державному регулятору – Національній комісії з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР).

Разом із тим необхідно назвати загальні ризики, які можуть проявитися при впровадженні положень Угоди про асоціацію та директив ЄС. До речі, навіть фінансово потужніші за Україну держави при підписанні подібної угоди враховували можливі ризики та намагалися захистити себе від швидкого припливу й відпливу фінансового капіталу, включивши у свої угоди відповідні доповнення та обмеження.

На нашу думку, в нинішньому стані Україні варто налаштуватися передусім на залучення дешевого фінансового капіталу із країн ЄС у реальний сектор економіки, а вже потім, коли національна економіка зміцниться та з'явиться достатня кількість конкурентоспроможних корпоративних структур, що потребуватимуть додаткового інвестування, на його базі доцільно

поступово відкривати вітчизняний ринок фінансових послуг для капіталу нерезидентів.

На фондовому ринку України обсяг торгів акціями становить 15–50 млн грн на добу. Для порівняння: на Варшавській фондовій біржі – 250–300 млн дол., на Нью-Йоркській фондовій біржі – 200–250 млрд дол. США [625]. Нерозвиненість вітчизняного фондового ринку, обмежена кількість цінних паперів у обігу на ньому та їхня низька інвестиційна якість за наявності реальних ліквідних активів за цими паперами, які аналогічні російським, польським, європейським підприємствам, може призвести до введення на цей ринок спекулятивних, “гарячих” грошових коштів із метою швидко в разі підвищити вартість цінних паперів, щоб потім, коли у фондовий ринок України повірять, що він зростає і справді є ліквідним, та інвестують кошти (спочатку іноземні корпоративні інвестори, за ними приватні іноземні інвестори, потім вітчизняні фінансові компанії, а за ними громадяни України), швидко вивести ці кошти з країни. Така схема була реалізована в Південній Кореї (1997 р.), Таїланді (1998 р.), Китаї (2008 р.), а також в Україні (2008–2009 рр.) – тоді 85–90 % коштів нерезидентів становили основні інвестиції у вітчизняний фондовий ринок, котрі вони вивели за перших ознак нестабільності української економіки, що істотно посилювало кризові явища у фінансово-промисловому секторі та будівельній галузі. Скорочення національного ринку цінних паперів у 2008 р. сягнуло 74% і було найбільшим у світі.

Для того щоб зменшити ймовірність настання повторної фінансово-економічної кризи, треба готувати радикальне поліпшення інвестиційного клімату під іноземні фінансові ресурси та готувати якісні активи для приватизації. При цьому вважаємо за доцільне розподілити акції серед іноземних інвесторів, які отримуватимуть їх за гроші міноритарних акціонерів (на основі привабливої й прозорої підписки) та державних пенсійно-інвестиційних фондів України, створених на кшталт європейських. За такого підходу іноземні фінансові ресурси підвищуватимуть капіталізацію вітчизняного фондового ринку. Утім зазначене можливе лише за умови якісної підготовки таких підприємств до приватизації за міжнародними стандартами та наявності відповідних стимулів для інвесторів (гарантії виплати дивідендів, можливості отримання опціонів на акції, обумовлені низькі ставки оподаткування доходу інвестора тощо).

Інвестування за принципом “зеленого поля” (вкладення коштів у створення нового підприємства, коли навіть виробничі приміщення зводяться з нуля) є корисним у разі врахування екологічної й безпекової складових для реального сектора економіки та якісного зростання ВВП, проте додаткової капіталізації фондового ринку України не сприятиме, тому що передбачає прями іноземні інвестиції переважно транснаціональних корпорацій

(приміром, “Nestle”, “Bonduelle”, “BP”) та середніх компаній-нерезидентів. Вони залучають кошти на провідних світових біржах із мінімальними комісіями, процентами й лояльними строками їх погашення, тому ці інвестори не зацікавлені в розвитку вітчизняного фондового ринку. Зокрема, компанії “Кока-Кола Беверідж”, “ПепсіКо”, “Макдональдс”, “Чумак” працюють в Україні протягом 5–20 років і за цей час не виявили жодного інтересу до співпраці або участі на її фондовому ринку. Між тим майже всі вони активно торгуються на фондових біржах своїх країн. Державна політика на вітчизняному облігаційному ринку є недостатньо конструктивною та стратегічно виваженою. Це проявляється в тому, що:

- державні облігації на первинному ринку продаються переважно окремим великим банкам, ліквідність і насиченість ринку потребують істотного підвищення;

- різнострокові державні облігації як інструмент ліквідності для корпоративного сектора та приватних осіб на фондовій біржі України здебільшого не поширені;

- муніципальні облігації не поширені, не відповідальні, обласні й міські ради не стимулюють інвестування та розроблення бізнес-планів належним чином, при цьому є випадки дефолтів; окрім того, такі облігації не обертаються на фондових біржах;

- корпоративні облігації несуть у собі значні ризики непогашення, відповідальності за що емітенти майже не несуть; часто їх називають сміттєвими цінними паперами, оскільки вони виконують роль фіктивного капіталу в наповненні статутів афілійованих між собою компаній, або задіяні в інших операціях, пов’язаних із оптимізацією ухилення від оподаткування.

Тому облігаційний ринок загалом станом на 2016–2017 рр. не може бути системно привабливим навіть для спекулятивного іноземного капіталу та має підвищені ризики.

З підписанням Угоди про асоціацію Україна зобов’язана вжити конкретних заходів щодо імплементації основних положень, що діють у країнах ЄС. При цьому не зрозуміло, яким чином виконуватиметься низка вимог цих положень. Так, у ст. 127 Угоди про асоціацію зазначено: “кожна Сторона зобов’язується докласти необхідних зусиль для забезпечення впровадження міжнародних стандартів регулювання та нагляду в сфері фінансових послуг та для боротьби з ухиленням від сплати податків на всій її території”. Утім, обіг цінних паперів на вітчизняному ринку фінансових послуг безпосередньо пов’язаний із ухиленням від сплати податків та з оптимізацією оподаткування, й НКЦПФР мало що вдалося зробити для поліпшення ситуації.

Варто враховувати істотні ризики, пов'язані з корупцією в державних органах влади, особливо в судах. Тільки за умови справжньої боротьби з корупцією, Україна зможе реально наблизитися до європейських стандартів і вимог, побудувати ефективний інститут власності й повноцінно захищати права кредиторів та інвесторів. Без активізації реформ українська економіка якісно не зміниться та буде вимушена відшкодовувати збитки іноземним інвесторам із бюджету, а останні з часом дедалі більше залучатимуться до корупційних схем.

В Угоді про Асоціацію з ЄС передбачено забезпечення вільного руху капіталу, надання фінансових позик, здійснення портфельних інвестицій для інвесторів із другої сторони угоди. При імплементації цієї статті існує ризик того, що афілійовані компанії надаватимуть одна одній фінансові кредити або купуватимуть облигації афілійованої компанії для оптимізації та ухилення від оподаткування. На рівні держави крупні інвестори-нерезиденти за відповідних умов можуть синхронно вивести велику кількість фінансових ресурсів одночасно, що призведе до значного падіння вітчизняних валютного, фондового й кредитного ринків. Для запобігання таким діям необхідно запровадити системне, всеохоплююче регулювання фінансових потоків.

На нашу думку, успішне приєднання вітчизняного ринку цінних паперів до світових фінансово-інвестиційних процесів не можливе без лібералізації національного валютного законодавства в частині інвестування у фондові активи України. У цьому контексті Інструкція про порядок відкриття, використання і закриття рахунків у національній та іноземній валютах, затверджена постановою Правління Національного банку України від 12.11.2003 № 492, та Інструкція про міжбанківський переказ коштів в Україні в національній валюті, затверджена постановою Правління Національного банку України від 16.08.2006 № 320, та інші законодавчі акти, що регулюють трансфер валют і їх обмін, не відповідають сучасним вимогам та стримують активність потенційних іноземних інвесторів. Законодавство в цій сфері треба реформувати згідно з міжнародними нормами, у т. ч. керуючись положеннями Угоди про асоціацію. На наш погляд, такий підхід можливо реалізувати, якщо НБУ істотно розширить контроль інвестиційних потоків і трансфертів капіталів – у межах всієї фінансової системи України. У нових умовах важливою метою регулюючих органів, у першу чергу НБУ, є встановлення балансу між забезпеченням динамічного розвитку інфраструктури вітчизняного фінансового ринку (включаючи певний протекціонізм і допомогу інфраструктурі) та виконанням завдань щодо захисту інтересів інвесторів і емітентів.

Для країн, де ринкові інститути тільки формуються, до котрих належить і Україна, особливе значення мають питання державної, фінансової й



податкової дисципліни, а також контроль руху капіталу з метою недопущення мінімізації його оподаткування та вивезення в офшорні зони і світові фінансові центри. Оновлені функції НБУ та координація його діяльності з іншими регуляторами у фінансовій сфері дадуть змогу повноцінно, а не фрагментарно відстежувати ці процеси та оперативніше реагувати на кризи ліквідності та інші дестабілізуючі явища. Система захисту від неконтрольованого відпливу капіталу за кордон, яка використовується НБУ, є недостатньо ефективною та пов'язана з численними тіншовими схемами оперативного виведення капіталу для потреб як фізичних осіб, так і корпоративного сектора.

Поряд із зазначеним для гармонійного входження ринку цінних паперів України в європейську фінансово-інвестиційну систему стратегічне значення мають такі заходи:

1) сприяння об'єднанню політичних сил і державних органів влади навколо довгострокової програми розвитку конкурентоспроможного фондового ринку України, в якій слід зазначити строки й методи реалізації реформ із детальним описом шляхів виведення корпоративних структур із тіншового сектора; передбачити впровадження моніторингу офшорного ціноутворення з відповідними штрафами, а також заходи, що унеможливлуватимуть виведення не через дивідендні виплати чистого прибутку підприємства, нормалізацію й автоматизацію відшкодування ПДВ та здійснення перевірок, прозору (за європейськими аналогами) процедуру лістингу для залучення коштів корпоративними структурами, котра запобігатиме невиконанню корпоративними утвореннями своїх боргових і емісійно-інвестиційних зобов'язань, тощо;

2) налагодження механізму реального забезпечення захисту прав власності;

3) поступова лібералізація валютного законодавства щодо інвестування у вітчизняний фондовий ринок (на нашу думку, це можливо в разі реорганізації НБУ в мегарегулятор, що відстежує всі фінансові потоки, у т. ч. на ринку цінних паперів; упровадження валютних ф'ючерсів, а також встановлення окремого вільноконвертованого курсу (від офіційного курсу) на провідні валюти для обслуговування на ринку цінних паперів України);

4) створення в Україні єдиної багатофункціональної біржі, оскільки наявність 6–10 дрібних, відокремлених і неліквідних фондових бірж не сприяє залученню іноземних і вітчизняних інвесторів для вкладення коштів у вітчизняні цінні папери;

5) централізація, уніфікація та спрощення надання депозитарно-клірингових послуг із розрахунків на фондовій біржі;

6) забезпечення ліквідності наявних цінних паперів та сприяння розвитку нових інструментів фондового ринку України (потрібно змінити

схему роботи маркет-мейкерів, брокерів і емітентів на цьому ринку, укрупнити їх та на цій основі зміцнити їх фінансово; крім того, емітентів варто стимулювати виплачувати дивіденди й підтримувати відповідний рівень котирувань власних акцій);

7) надання повноцінних прав міноритарним акціонерам (вважаємо за доцільне надати їм права голосувати за виплату дивідендів та отримувати їх, навіть коли мажоритарний акціонер голосує проти; захистити їхні права при проведенні додаткової емісії та при переоформленні акцій тощо);

8) усебічне сприяння виплаті дивідендів акціонерними товариствами в Україні (переважна більшість вітчизняних підприємств є або збитковими, або мають мінімальну прибутковість, що є неприйнятним для функціонування фондового ринку, тому, на наш погляд, впровадження податку на виведений капітал в Україні є прогресивним для вирішення цієї проблеми);

9) забезпечення регулярності й прозорості звітності акціонерних товариств (у звітності є помилки, списання, не зрозуміла для інвесторів інформація, що не пояснюється та не коментується акціонерним товариством; окрім того, для крупних емітентів було б корисним оприлюднення не лише квартальної, а й місячної звітності);

10) унеможливлення трансферного (офшорного) ціноутворення великими й середніми підприємствами України;

11) вилучення інструментів відмивання коштів за допомогою фондової біржі через механізм купівлі-продажу цінних паперів пайових недиверсифікованих венчурних закритих інвестиційних фондів, векселів, неліквідних облігацій і акцій тощо (з цією метою доцільно залучити фахівців фондового ринку, аудиторів, чиновників НКЦПФР для аналізу вартості активів, передбачивши їх преміювання в разі виявлення ознак невідповідності емітованих цінних паперів стану емітента) [626].

Директива 94/19/ЄС Європейського Парламенту та Ради “Щодо схем гарантування депозитів” від 30 травня 1994 р. (у ЄС відшкодовуються суми до 100 тис. євро) обумовлює імплементацію таких підходів в Україні. Проте Фонд гарантування вкладів має на своєму рахунку станом на 01.01.2017 15,316 млрд грн [627], окрім того, за національним законодавством потребують відшкодування тільки банківські депозити до 200 тис. грн. З огляду на зазначене гарантувати безпечну діяльність в Україні як іноземним, так і вітчизняним інвесторам досить важко. При цьому, щоб наблизитися до стандартів ЄС, потрібно збільшити резерви для банків, інвестиційних фондів і фінансових компаній, що на сьогодні зробити неможливо через кризові явища в економіці, істотне зменшення кредитування фізичних і юридичних осіб, збиткову або на межі рентабельності

діяльність банків, інвестиційних фондів, антитерористичну операцію на Сході України, деструктивну економічну політику РФ стосовно України.

Зауважимо, що всі ці виклики не є причиною відмовитися від реформування фінансових ринків. Навпаки, рішучі дії при реформуванні по пунктах 1–11 запевнять іноземних інвесторів, що Україна реформується за принципами й стандартами Євросоюзу, й вони почнуть вкладати кошти в національну економіку, що значною мірою сприятиме її оздоровленню. Отже, до таких стандартів варто поступово й системно наближатися, збільшуючи гарантії, але тільки після стабілізації фінансово-економічного стану нашої держави – прийняття зобов'язань фонду гарантування вкладів, як у країнах ЄС, тепер призведе до поглиблення кризових явищ та унеможливить їх гарантування повною мірою.

Директива 2009/110/ЄС “Про започаткування, здійснення та пруденційний нагляд за діяльністю установ, що працюють з електронними грошима, що вносить зміни до Директив 2005/60/ЄС та 2006/48/ЄС і припиняє дію Директиви 200/46/ЄС” від 16 вересня 2009 р. надає можливість емітувати електронні гроші не лише банкам, а й іншим фінансовим установам і компаніям, при цьому ліміти потрібно буде скасувати. Це може спричинити появу нових шахрайських схем і організацій. Із запровадженням нових електронних валют (типу “біткоїнів”), емісія яких не контролюється урядом, у більшості країн було введено захисні бар'єри, щоб запобігти їх вільному доступу до національних фінансових ринків. Україна має власний гіркий досвід активної діяльності шахрайських фінансово-інвестиційних організацій на її території протягом 1992–1997 рр., і повторення цього досвіду тільки з міжнародною пропискою допустити не можна. Необхідно внести відповідні зміни до національного законодавства щодо захисту від міжнародних фінансових пірамід, віртуальних і невідомих світових валют, міжнародних компаній із ознаками фіктивності. Треба створити оперативний контролінговий центр, котрий перешкоджатиме таким діям або стягуватиме з організатора піраміди чи компанії з явними ознаками фіктивності штрафи за ці дії, які вноситимуться на спеціальний рахунок НБУ чи Фонду гарантування вкладів фізичних осіб (наприклад, 100 тис. євро за кожного нового інвестора). Такий підхід, можливо, не сприятиме цілковитій лібералізації, зате європейці зрозуміють, що в Україні захищають національні інтереси й чітко діє функція фінансової безпеки. Водночас електронні платежі, електронну звітність, біржі обміну електронних валют необхідно впроваджувати та скасовувати обмеження для зростання української економіки.

Деякі кризові явища в економіці тривають довше, отже, це несе певні ризики для макроекономічної стабільності в Україні. Інвестування в такі галузі, як іпотека, промислово-енергетичний, рекреаційний сектор, мають

переважно довгостроковий характер, тому потребують більш стратегічно виваженого захисту інвестицій. Варто також згадати проблему житлового валютного кредитування фізичних осіб в Україні, що не розв'язується вже понад 5–8 років. Враховуючи слабкість фінансового сектора національної економіки, недосконалість ринкових і конкурентних механізмів її регулювання, брак резервів НБУ, а також інтереси держави щодо стабілізації її фінансового й економічного стану, треба передбачити можливість застосування захисних заходів на термін, більший за шість місяців. Директива 2006/49/ЄС Європейського Парламенту та Ради “Про започаткування та здійснення діяльності кредитних установ” від 14 червня 2006 р., а також Директива 98/26/ЄС Європейського Парламенту та Ради “Про незворотність розрахунків у платіжних системах та системах розрахунків по цінних паперах” від 19 травня 1998 р. піддають сумніву спроможність українських фінансових компаній, інвестиційних і пенсійних фондів реалізуватися на фінансовому ринку та конкурувати з відповідними європейськими структурами. Одним із варіантів виживання в таких умовах є акціонування вітчизняних фінансових компаній та компаній з управління активами з подальшим продажем частки пакетів їхніх акцій крупним європейським компаніям. Успішним прикладом такої співпраці є українська компанія “Драгон-Капітал”, часткою якої володіє великий інвестиційний банк США “Goldman Sachs”. Ще одним варіантом може бути обмеження присутності іноземного капіталу (іноземних банків і фінансових компаній) на території держави Антимонопольним комітетом України з міркувань економічно-фінансової безпеки.

Підсумовуючи викладене, доходимо таких висновків. Угода про асоціацію з Євросоюзом та директиви ЄС, що регулюють або безпосередньо впливають на ринок цінних паперів, узагальнюють позитивний досвід національних правових систем країн ЄС та сприяють його впровадженню в країнах-підписантах. Ці документи спрямовані на застосування вільного режиму руху капіталів у межах країн ЄС. Зазначене несе як можливості для динамічного розвитку економіки України, так і певні ризики, які потрібно врахувати й мінімізувати при реалізації цієї угоди. Тому є нагальна потреба у стратегічному реформуванні вітчизняного ринку цінних паперів та НБУ, при цьому треба не лише налаштуватися на фінансово-інвестиційні невідповідності, а й фінансово-економічна інтеграція України в ЄС більш структурно та радикально підійти до реформування державного апарату управління, макроекономічного регулювання, правовідносин власності, антикорупційної політики тощо. Такі заходи разом із раціональними протекційними обмеженнями надають можливість поступово й гармонійно увійти на ринок цінних паперів країн ЄС.

## ПІСЛЯМОВА

Методологічні основи дослідження проблем економічного розвитку базуються на мегарегіональній парадигмі, що формується у синтезі геополітичного, геоекономічного та цивілізаційного підходів до дослідження економічних процесів, що створює можливість адекватно розкривати об'єктивні передумови та рушійні сили функціонування сучасної глобальної економіки, аналізувати і застосовувати новітні принципи структурної побудови сучасного геоекономічного простору. Обґрунтовано, що саме геофінансові інструменти створюють можливості країнам-лідерам та мегарегіонам здійснювати вплив на національні ринки, а звідси, і на реальні сектори економіки країн через інфляцію, платіжний баланс, використання внутрішніх заощаджень для виробничих інвестицій тощо. Масштабне і слабоконтрольоване використання грошових, насамперед, валютних важелів, викликає загрози збалансованого соціально-економічного розвитку, виступаючи акселератором кризових явищ і процесів. Структурно-цілісна характеристика сучасного економічного простору полягає у розкритті сучасних методологічних підходів формування ринкового середовища. Залежно від масштабів економічних зв'язків структура економічного простору може включати глобальний, регіональний, ареальний і локальний рівні. Серед геоекономічних фінансових трансформацій сьогодення найбільш вагомими є: формування багатополлярної валютної системи і поширення регіональних валют, посилення залежності країн-експортерів сировини від курсових коливань на світових ринках і підвищення волатильності цін на сировинні товари, міжнародної експансії провідних фондових бірж і виникнення нових могутніх фінансових центрів в Азії, розвиток нових форм віртуалізації світового фінансового ринку і посилення нестабільності на фондових ринках світу, зростання ролі міжнародних фінансових організацій у подоланні проблем посткризового розвитку і використання ними нових інструментів фінансування, накопичення проблем боргового навантаження у розвинених країнах і зменшення вразливості економік країн з ринками, що формуються, до відпливу іноземного капіталу, посилення геоекономічного впливу азійських країн (зокрема Китаю) та використання ними нових фінансових механізмів транснаціоналізації економічної діяльності. Факторами впливу глобального середовища на валютно-фінансову сферу країн, що розвиваються, є: коливання світових цін на сировинні товари і обмінного курсу долара до світових валют, зміни глобальних ризиків і спредів для країн з ринками, що формуються, зрушень у рамках світової валютної системи та інтенсифікації транскордонного руху капіталу з Китаю, віртуальних фінансових операцій у банківському секторі і на фондовому ринку. Умовою динамічного розвитку

економічного середовища в період глобалізаційних зрушень виступає фінансова рівновага, яка заснована на взаємодії таких факторів: поточної та довгострокової ліквідності, рівноважної структури капіталу, який визначає фінансову стійкість, рентабельність та ефективність використання капіталу. Глобальні фінансові технології стимулюють виробництво нових фінансових продуктів, які виступають інструментами управління капіталом та зниження ризиків. За допомогою глобальних технологій транснаціональні фінансові корпорації прагнуть установити свій контроль над банківськими та небанківськими фінансовими інститутами локальних ринків. Функціонування фінансового ринку забезпечується відповідним механізмом, основу якого становить сукупність інститутів, технологій, норм і правил щодо обігу фінансових активів та інструментів, а також укладання, виконання й контролю угод щодо їх купівлі-продажу. Функціонування фінансового ринку неможливе без відповідної інституційної інфраструктури, до основних інститутів якої віднесено: асоціації та інші об'єднання банків, установи гарантування вкладів, бюро кредитних історій, фінансові агентства тощо; інститути, які сприяють інформаційному забезпеченню фінансової діяльності (рекламні агентства, маркетингові та консалтингові компанії), надають супутні послуги (аудиторські компанії), забезпечують впровадження ІТ-продуктів та технологій, надійний та конфіденційний зв'язок (ІТ-компанії). Визначальними для характеристики стану і розвитку фінансового ринку є попит, пропозиція й ціна на фінансові активи та фінансові інструменти.

Віртуальні гроші, знаходячись у тренді глобалізації, окрім позитивних сторін, таких як безпека, надійність та конфіденційність транзакцій, віртуальні гроші є також дієвим інноваційним інструментом відмивання грошей, що відбувається у формі трансформації: віртуальні гроші переходять у реальні (фіатні). Ринок цінних паперів створив свою власну, штучну реальність. Відбувалося розбухання та ускладнення грошово - кредитної надбудови (віртуалізації економіки). Фінансові операції все більше відособлювались, відривались від товарного виробництва, від торгівлі, розвивались за своїми правилами. Усе це, а також політика ЦБ сприяли виникненню ще вищої форми віртуалізації фінансової сфери на принципах діджиталізації виникнення і функціонування сектору крипто валют, ринку крипто валют, бірж крипто валют, що робить питання вивчення глобальних імперативів розвитку фінансових ринків особливо актуальним. Характерними позитивними наслідками фінансової глобалізації є: відсутність чітких просторових і часових меж, можливість проведення операцій на фінансових ринках цілодобово завдяки об'єднанню біржових та позабіржових торговельних систем в одну глобальну комунікаційну мережу; висока мобільність капіталу, його значні обсяги,

вигідна ціна й висока ліквідність; зниження рівня дефіциту фінансових ресурсів у країнах світу; посилення конкуренції на національних фінансових ринках та зниження вартості товарів і послуг, що сприяє здешевленню ресурсів в умовах глобалізації; багатофункціональність фінансового ринку, тобто можливість реалізації операцій з різними видами активів та надання розрахунково-платіжних, гарантійних, страхових та інших видів фінансових послуг; надання статусу вільно конвертованої валюти, використання її в міжнародних фінансових операціях, поряд із провідними валютами; високі світові стандарти, професіоналізм в управлінні фінансовими потоками. Поступове розширення глобалізаційних процесів призвело до відновлення старих і виникнення нових форм фінансових відносин, збільшення обсягів переміщення капіталу, товарів, послуг, появи й поширенню нових видів фінансових інструментів, лібералізації доступу іноземного капіталу на національні фінансові ринки, утворення колективних валют тощо. Основними внутрішніми загрозами фінансової безпеки є : неефективне регулювання і низький рівень правової культури у фінансовій сфері; неефективність податкової системи та ухилення від сплати податків; незбалансований розвиток бюджетної сфери; високий рівень боргової залежності держави; тінізація і криміналізація економіки, нелегальний відтік капіталів за кордон; незахищеність та нестабільність національної валюти; високий рівень корупції у фінансово-кредитній сфері; низький рівень капіталізації банківської сфери, ризикова кредитна політика, недостатня ліквідність банківських активів. Невід'ємною складовою реформи у фінансовій системі ЄС стали посилення нагляду за великими банками і відповідальності за їх порятунок від фінансового краху на європейському рівні. Першим кроком стало створення Європейського фонду фінансової стабільності, відповідального за підтримку національних схем страхування вкладів, другим – Європейської корпорації страхування депозитів, а створення фіскального союзу дозволить гармонізувати бюджетно-податкову політику країн-членів зони євро та стабілізувати фінансову систему регіону.

Новими тенденціями та закономірностями кредитної діяльності МФО є : модернізація пропонованих умов кредитування; підвищення гнучкості традиційного інструменту «стенд-бай»; подвоєння лімітів доступу до ресурсів; застосування нових строків кредитування, посилення впливу МБРР на результати реформ в країнах-клієнтах, підвищення якості управління ризиками кредитного портфеля Банку. Новаціями в діяльності МВФ, які спрямовані на зменшення ризиків глобальної фінансової нестабільності, є: перехід від двостороннього нагляду до багатостороннього; проведення оцінок вразливості зовнішнього сектора країн-членів; удосконалення методик і

процедур раннього попередження фінансових криз; підготовка доповідей про світову фінансову стабільність і «ефекти зараження» на міжнародних ринках. Визначено глобальні проблеми у діяльності МФО, як ключових інститутів глобальної фінансової архітектури, що впливають на дієвість програм співробітництва з країнами-реципієнтами: відсутність єдиної централізованої структури, недостатність кредитно-фінансових джерел, низький ступінь підконтрольності їх дій; зокрема, системними проблемами у діяльності МВФ як основного інституту екстреного фінансування та антикризової політики у світі, є: неадекватність ресурсів Фонду його статутним завданням, незбалансованість механізму прийняття рішень за складом учасників, недосконалість інструментального забезпечення завдань Фонду, фрагментарність відповідальності через вузький перелік повноважень МВФ.

Боргові проблеми розвинених країн світу, які пов'язані з рекордним рівнем боргового навантаження і високими ризиками рефінансування боргу доводять неспроможність урядів стримувати видатки, пов'язані із старінням населення, високими ризиками умовних зобов'язань держави і збільшенням вартості обслуговування боргу, фрагментацією фінансових ринків і утворенням «петлі зворотних зв'язків» між станом суверенного боргу і стабільністю банківського сектора. Напрямами і механізмами впливу боргового навантаження в розвинених країнах на стан міжнародних фінансів у посткризовий період є: посиленням ступеня економічної непевності та тиску на рівень світових відсоткових ставок; зменшенням банківського кредитування корпоративного сектора і уповільненням темпів приватного інвестування; підвищенням ризиків ліквідності і платоспроможності урядів-позичальників, що погіршує перспективи боргової стійкості і макрофінансової стабільності; зменшенням глобальної ризиковості і підвищенням волатильності світового фінансового ринку, що негативно впливає на вартість зовнішнього фінансування для країн з ринками, що формуються. Посилення невизначеності світової економіки та підвищення турбулентності міжнародного ринку капіталів, породжує глобальні ризики для фондових ринків. Використання переваг фінансової глобалізації при мінімізації її ризиків вимагає як застосування специфічних заходів регулювання припливу-відпливу капіталів, так і проведення системних комплексних економічних реформ за успішними моделями і прикладами розвинених країн світу та країн, що розвиваються. Глобалізація в сучасному світі потужно вплинула на посилення конкурентної боротьби між країнами світу за інвестиції, технології, робочі місця, тому країнам, що розвиваються, потрібно визначити чітко мету, шлях та здійснити швидко таку трансформацію, яка б базувалась на комплексному соціально-економічному реформуванні та стратегії підвищення національної конкуренто-



спроможності. З комплексними і чітко окресленими пріоритетами і реформами фінансові ринки країн, що формуються, матимуть перспективу розвитку і можливість протидіяти негативним наслідкам фінансової глобалізації у світі.

Основними напрямками впливу динамічних змін світової валютно-фінансової системи на національні фінансові ринки країн, що формуються є: посилення актуальності завдання лібералізації руху капіталу, поширення її на теренах країн з ринками, що формуються; збереження високого рівня доларизації економік цих країн як ефекту розширення доларової грошової маси і глобальних дисбалансів у поєднанні з низькою стійкістю національної грошової системи; зростання екзогенних ризиків платіжного балансу країн, внаслідок світової фінансової нестабільності і можливості зменшення схильності інвесторів до прийняття ризиків; зміни валютної структури надходжень і виплат за поточним і фінансовим рахунком платіжного балансу, які відображають як глобальні тенденції (послаблення позицій долара США як світової валюти, поширення євроінтеграційних процесів, зростання у світовому господарстві ролі Китаю), так і дію специфічних регіональних факторів.

Моделі множинної регресії, які виявляють вплив на зростання валютних резервів та реального ВВП, на зростання грошового агрегату M2 для декількох геоекономічно важливих країн, дозволили провести порівняльний аналіз ідентичності фінансово-грошових механізмів не тільки всередині регіону, а і для інших країн. Застосування кластерного аналізу з метою визначення достатньо однорідних груп країн зі схожим механізмом функціонування фінансового сектора дозволило виявити найбільш схожі і несхожі країни за чинниками динаміки грошового агрегату M2. Представлено економіко-математичне моделювання функціональної залежності грошового агрегату M2 від загального державного боргу для знаходження коридору безпечного рівня загального державного боргу країни, межі якого визначаються інтервалом еластичності функції. Це дозволило виявити моменти прийняття нових фінансових та політичних рішень в країнах, що розглядалися.

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

Євросоюзу, що значною мірою сприятиме оздоровленню її фінансової системи. Існує нагальна потреба у стратегічному реформуванні вітчизняного фінансового ринку, радикальному реформуванні державного апарату управління та антикорупційної політики тощо. Такі заходи разом із раціональними протекційними обмеженнями нададуть можливість поступово й гармонійно увійти у фінансовий Європейський метапростір.

## СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

### Список використаних джерел до розділу 1

1. Геоекономічна політика України: наук. розробка / авт. кол.: І. В. Розпутенко, Л. В. Ільченко-Сюйва та інші. Київ: НАДУ, 2012. 64 с.
2. Дергачев В.А. Геоекономіка (Сучасна геополітика). Київ: ВИРА-Р, 2002. 512 с.
3. Дергачев В. А. Глобальна геоeкoнoмiкa (трансформація світового економічного простору): наукова монографія. Одеса: ИПРЭЭИ НАНУ, 2003. 238 с.
4. Новицький В. С. Міжнародна економічна діяльність України: підручник. Київ: КНЕУ, 2003. 948 с.
5. Геоeкoнoмiчнi сценарії розвитку і Україна: монографія / М. З. Згуровський, Ю. М. Пахомов, А. С. Філіпенко та ін. Київ: ВЦ «Академія», 2010. 328 с.
6. Luttwak E. From Geopolitics to Geo-Economics: Logic of Conflict: Grammar of Commerce. *The National Interest*. 1990. No.20. P. 12–34.
7. Неклесса А. Геоэкономическая формула мироустройства. URL: <http://devec.ru/almanah/7/1427-aleksandr-neklessa-geoekonomicheskaja-formula-miroustrojstva.html>.
8. Бабурин С. Н., Мунтян М. А., Уреул А. Д. Глобализация в перспективе устойчивого развития. Москва: Магистр: ИНФРА-М, 2011. 496 с.
9. Жан К., Савона П. Геоэкономика. Москва: Ad Marginem, 1997. 208 с.
10. Кібальник Л. О. Соціально-економічні фактори сучасного геоeкoнoмiчнoгo розвитку. *Міжнародна економічна політика*. Спецвипуск. 2012. Частина 1. С. 116–122.
11. Кібальник Л. О. Передумови формування глобальної системи впливу на геоeкoнoмiчнi трансформації. *Вісник ОНУ ім. Мечнікова*. 2014. Т. 19. Вип. 2/1. С. 113–117.
12. Малюк А. М. Імітаційно-периферійна модель суспільного розвитку України в контексті сучасних глобальних трансформацій. *Український соціум*. 2014. № 1(48). С. 22–30.
13. Геоэкономика и конкурентоспособность России: Научно-концептуальные основы геоэкономической политики России: научно-аналитический доклад / М. Ю. Байдаков, Н. Ю. Кони́на и др.; под науч. ред. Э. Г. Кочетова; Обществ. ак. наук геоэкономике и глобалистики. Москва: Книга и бизнес, 2010. 388 с.
14. Геоэкономическая формула мироустройства: Россия в новом универсуме: материалы научного семинара. Выпуск № 1. Москва: Научный эксперт, 2009. 136 с.

15. Смирнов Ф. А. Деконструкция мировой финансово-экономической архитектуры. Часть 3.2. Геополитика, геоэкономика, геофинансы *Новый университет*. 2014. № 3(37). С. 4–16.
16. Ващило А. А. Понятие «геоэкономика» и оценка геоэкономического потенциала *Экономика и управление*. 2014. № 4 (40). С. 8–11.
17. Соловьев Э. Г. Россия в меняющемся мире: геополитические аспекты формирования российской национальной идентичности. Москва: ИМЭМО РАН, 2010. 112 с.
18. Бестужева С. В. Особенности современной геоэкономической модели развития Украины. *Бізнес-інформ*. 2011. № 4. С. 4–7.
19. Валлерстайн И. Анализ мировых систем и ситуация в современном мире. Пер. с англ. П. М. Кудюкина. Под общей ред. Б. Ю. Кагарлицкого. СПб.: Из-во: «Университетская книга», 2001. 416 с.
20. Нурышев Г. Н. Теоретико-методологические основы геоэкономики. URL: <http://economics.open-mechanics.com/articles/459.pdf>
21. Ярыгина И. Прагматизм геоэкономической парадигмы: мировая воспроизводственная система как объект приложения геофинансовых сил. 27 мая 2010 г. 8 с. URL: [www.viperson.ru](http://www.viperson.ru).
22. Ковалик І. І. Концептуальні засади геоелекономіки в системі факторів розвитку національної економіки. *Ефективна економіка*. 2012. № 10. URL: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=1459>.
23. Inan S. Geoeconomic policies for regional development: Turkey as a catalyst for Eastern Europe. *Економіка*. 2005. №69. Р. 30–45.
24. Лапкин В. В., Пантин В. И. Геоэкономическая политика: предмет и понятия (к постановке проблемы). *Полис*. 1999. № 4. С. 42–59.
25. Цитленок В. С. Российская национальная геоэкономическая политика в условиях усиления межстрановой конкуренции за энергетические, финансовые и интеллектуальные ресурсы. *Вестн. Томского гос. ун-та*. 2009. № 2. С. 5–14.
26. Власов В. І. Геоелекономіка і геоелекономічна політика: погляди російських вчених. *Історія науки і біографістика*. 2009. № 3. URL: <http://www.nbuv.gov.ua/e-journals/inb/2009-3/09vlasov.pdf>.
27. Бабій Л. В. Теоретико-методологічні засади і принципи творення державної геоелекономічної політики України. *Держава та регіони*. 2010. № 4. С. 5–8. (Серія: Державне управління).
28. Кібальник Л. О. Основні напрями геоелекономічних трансформацій в умовах світових фінансових криз. *Актуальні проблеми міжнародних відносин*. Київ, 2013. Вип. 115, ч. 1. С. 49–57.
29. Керашев А. А. Развитие подходов к глобализации экономических отношений. *Вестник Адыгейского государственного университета*. 2005. Выпуск № 3. С. 85–88.

30. Філіпенко А. Методологічний дискурс міжнародної економічної політики. *Міжнародна економічна політика*. 2013. № 1 (18). С. 5–20.
31. Гальчинський А. Глобальна криза чи криза глобалізації. *Віче*. 2002. № 1. С. 44–50.
32. Неклесса А. Геоэкономика. URL: <http://www.archipelag.ru/geoeconomics/>.
33. Кочетов Э. Г. Геоэкономика. Освоение мирового экономического пространства. Москва: Норма, 2006. 528 с.
34. Диев В. С. Вектор глобализации: Определение начала координат. *Вестник ВГУ*. 2004. № 2. С. 23–27. (Серия: Гуманитарные науки).
35. Ohmae K. *The Bordless World: Power and Strategy in the Interlinked Economy*. Fontana, 1990.
36. Филипенко А. Глобальные формы экономического развития. *Глобальное экономическое развитие: тенденции, асимметрии, регулирование* / под науч. ред. профессоров Д. Лукьяненко, А. Поручника, В. Колесова. Киев: КНЕУ, 2013. С. 3547.
37. Regional trade agreements. Офіційний сайт СОТ. URL: [https://www.wto.org/english/tratop\\_e/region\\_e/region\\_e.htm#top](https://www.wto.org/english/tratop_e/region_e/region_e.htm#top)
38. Філософія інтеграції: монографія / за заг. ред. В. Д. Бондаренка, Ф. Г. Ващука. Ужгород: ЗакДУ, 2011. Вип. 18. 544 с. (Серія: Євроінтеграція: український вимір)
39. Білорус О. Г. Економічна система глобалізму: монографія. Київ: КНЕУ, 2003. 360 с.
40. Лук'яненко Д. Г. Міжнародна економічна інтеграція: навчальний посібник. Київ, ВІПОЛ, 1996. 129 с.
41. Кочетов Э. Г. Глобалистика как геоэкономика, как реальность, как мироздание: Новый ренессанс – истоки и принципы его построения, фундаментальные опоры, теоретич. и методолог. каркас / Ин-т стратегических исслед. междунар. общ. фонда «Фонд нац. и междунар. безопасности» . Москва: Прогресс, 2001. 704 с.
42. Дергачев В. А. Геополитика. Киев: ВИРА-Р, 2000. 448 с.
43. Хершберг Э. Глобальная реструктуризация, знания и обучение / пер. с англ. С. Винокура. *Вопросы экономики*. 2004. № 8.
44. Поручник А. Транснационализация и регионализация национальных экономических систем в условиях глобализации. *Глобальное экономическое развитие: тенденции, асимметрии, регулирование: монография* / под науч. ред. профессоров Д. Лукьяненко, А. Поручника, В. Колесова. Киев: КНЕУ, 2013. 466 с.
45. Миронова О. А., Соколова Е. М. Современные тенденции развития мировой финансовой сферы. *Финансовые исследования*. 2000. № 1. URL: [http://www.rseu.ru/Fin\\_issled/](http://www.rseu.ru/Fin_issled/).

46. Кочетов Э., Петрова Г. Геоэкономика: финансы реальные и виртуальные. (Финансовый дуализм и его правовые аспекты). *Общество и экономика*. 1999. № 7–8.
47. Моро-Дефарж Ф. Введение в геополитику. Москва: Конкорд, 1996. С. 116.
48. Луцишин З. Асиметрія та парадокс фінансової глобалізації. *Міжнародна економічна політика*. 2008. № 1–2 (8–9). С. 88–121.
49. Столярчук Я., Ляменков А. Асимметрия развития глобального финансового рынка. *Глобальное экономическое развитие: тенденции, асимметрии, регулирование*: монография / под науч. ред. профессоров Д.Луцькянєнко, А.Поручника, В.Колєсова. Киев: КНЭУ, 2013. С. 255–269.
50. Кант Е. Критика чистого разума / пер. Н.Лосского, общ. ред. Ц. Арзаканян, М. Иткин. Москва: Мысль, 1994. 591 с.
51. Жюлия Д. Философский словарь / пер. с франц. Москва: Междунар. отношения, 2000. 544 с.
52. Мирская Е. З. Р. Мертон и его концепция социологии науки. *Современная западная социология науки*: крит. анализ. Москва, 1988. С. 42–60.
53. Баффет У. Институциональный императив: воспоминания биржевых трейдеров и бизнесменов. URL: [http://1pixel.ru/view\\_buf.php?id=54](http://1pixel.ru/view_buf.php?id=54).
54. Сиденко В. Р. Глобализация – европейская интеграция – экономическое развитие: украинская модель: в 2 т. Т. 2. Европейская интеграция и экономическое развитие / НАН Украины, Ин-т экономики и прогнозирования. Киев, 2011. 448 с.
55. Айбазова Ф. У. Становление и развитие Содружества Независимых Государств в 90-е годы XX века: опыт, уроки, проблемы: автореф. дис. д-ра истор. наук. Москва, 2008. 318 с.
56. Быков А. Н. Постсоветское пространство: стратегия интеграции и новые вызовы глобализации. СПб. 2009. 192 с.
57. Глазьев С. Ю. Формирование единого экономического пространства СНГ: проблемы и решения. *Российская политика соседства*: сб. докл. междунар. конф. (Москва, 12–13 окт. 2007 г.). Москва: РАН; Национальный инвестиционный Совет. 2007.
58. Злотников Л. Выживание или интеграция? *ProetContra*. Т. 3. № 2. Весна. 1998. С. 81–94.
59. Мартыанов В. С. Ремодернизация постсоветского пространства: универсализм принципов и целей. *Россия и современный мир*. 2012. № 3(76). С. 122–136.
60. Постсоветское пространство в глобализирующемся мире. Проблемы модернизации / отв. ред. Л. З. Зевин. Санкт-Петербург: Алетейя. 2008. 312 с.

61. Косикова Л., Гринберг Р. Возможно ли единое экономическое пространство в рамках СНГ? / отв. Ред. Н. Б. Биккенин. Москва: Фонд «Единство во имя России», 2004.
62. Ситарян С. Интеграция стран СНГ: трудности и перспективы взаимодействия. URL: [http://vasilieva.a.narod.ru/ptpu/4\\_5\\_01.htm](http://vasilieva.a.narod.ru/ptpu/4_5_01.htm).
63. Москвин Л. Многоуровневая система интеграции в СНГ (Причины, тенденции, перспективы развития). URL: [http://old.nasledie.ru/politvne/18\\_20/article.php?art=96](http://old.nasledie.ru/politvne/18_20/article.php?art=96).
64. Майгельдинов К. У. Экономическая интеграция в рамках СНГ / Государственное учреждение «Назарбаев центр», Первые Назарбаевские чтения, 4-я панельная сессия (Астана, Республика Казахстан, ноябрь 2012 года). URL: <http://www.ieconom.kz/index.php/ru/news/9-main-txt/93-styndovye-doklady4>.
65. Юдина И. Финансовая интеграция: опыт стран с формирующимися рынками / Институт экономической политики им. Е. Т. Гайдара. Москва, 2007. URL: <http://www.iet.ru/ru/finansovaya-integraciya-opyt-stran-s-formiruyuschimisya-rynkami-2.html>.
66. Мигранян А. А. Критерии эффективности экономической интеграции: достижения и провалы в рамках СНГ. *20 лет СНГ: состояние и перспективы*. Москва: Институт стран СНГ, 2012. С. 305–337.
67. Интеграционные процессы на постсоветском пространстве: проблемы и тенденции их развития / отв. ред. Е. Д. Фурман. Москва: ИЭ РАН, 2009. 346 с.
68. Шумский Н. Интеграция постсоветских государств: возможности и перспективы развития. *Белорусский журнал международного права и международных отношений*. 2000. № 3. С. 85–95.
69. Ходжаев Х. А., Мустафаева П. Х. Модели интеграции экономического пространства СНГ и этапы ее развития. *Вестник Таджикского государственного университета права, бизнеса и политики*. 2014. Выпуск № 1 (57). С. 117–123. (Серия: Гуманитарные науки)
70. Андреев А. В. Экономическая интеграция в рамках СНГ: направления и проблемы. *Российский внешнеэкономический вестник*. 2011. № 7. С. 72–83.
71. Гришакова Л. В. Проблема интеграции и реинтеграции пространства СНГ в современных исследованиях (историко-экономический аспект). *Вестник ОГУ*. 2014. №11 (172). С. 217–223.
72. Быков А. Н. Россия и СНГ в посткризисном мире. *Международная жизнь*. 2011. № 4. С. 86–98.
73. Иванов И. Россия на экономическом пространстве СНГ. *Мир перемен*. 2008. №3. С. 114–128.

74. Иноземцев В. Л. Национальные интересы России на постсоветском пространстве: в чем они состоят и какими должны быть? *Россия и современный мир*. 2012. №3(76). С. 108–121.
75. Косикова Л. С. Регион СНГ во внешнеэкономической стратегии России. *Россия и современный мир*. 2010. №4(69). С. 107–123.
76. Густов В. А., Манько В. Х. Россия – СНГ: сотрудничество во имя развития и прогресса. Санкт-Петербург; Москва: АВОК Северо-Запад. 2007. 431 с.
77. Косикова Л. С. Трансформации в СНГ и их последствия для отношений с Россией. *Россия и Центрально-Восточная Европа: трансформации в конце XX – начале XXI века*: в 2 т. / под ред. С. П. Глинкиной и И. И. Орлика; Ин-т междунар. экон. и полит. исслед. РАН. Москва: Наука, 2005. Том 1. Преобразования. С. 304–359.
78. Постсоветские страны и финансовый кризис в России / под ред. Л. Б. Вардомского. Ч.1 и 2. Москва: АО «Эпикон», 2000. С. 65–81.
79. Гринберг Р. С., Косикова Л. С. Россия в СНГ: поиск новой модели экономического взаимодействия. Москва: ИМЭПИ РАН, 1997. 83 с.
80. Косикова Л. Несостоявшаяся интеграция, или почему России не удается объединить страны СНГ. *Мир перемен* (международный научно-общественный журнал). Москва, 2004. № 1. С. 108–123.
81. Бляхман Л. С. Развитие межгосударственной интеграции в ЕврАзЕС. *Проблемы современной экономики*. 2009. № 3(27). С. 8–12.
82. Косикова Л. С. Участие Украины в Едином экономическом пространстве: взгляд из Москвы и взгляд из Киева. *Вестник Содружества*. 2003. № 6.
83. Бельянинов А. Экономическая интеграция в СНГ. Таможенный союз России, Белоруссии, Казахстана и перспективы Киргизии. *Обозреватель-Observer*. 2013. № 3. С. 27–34.
84. Быков А. Н. Постсоветское пространство: стратегия интеграции и новые вызовы глобализации. Санкт-Петербург. 2009. 192 с.
85. Внешнеэкономические связи России в глобализующемся мире (Долгосрочные сценарии) / под ред. А. Н. Барновского, А. Ю. Архипова. Ростов-на-Дону. 2010. 287 с.
86. Плотников А. Ю. Интеграционные тенденции на постсоветском пространстве и типология государственного развития бывших союзных республик (СНГ: основа будущего союза или «цивилизованный развод?»). *Постсоветское пространство: реалии и перспективы*. Москва: ИЭ РАН, 2009. С. 57–63.
87. Мерзлякова Е. Интеграция в финансовой сфере стран СНГ. URL: <http://oldconf.neasmo.org.ua/node/1435>.
88. Взаимодействие финансовых систем стран СНГ / отв. ред. М.Ю. Головин. Санкт-Петербург: Алетейя, 2010. 224 с.



89. Хомякова Л. И. Экономическая интеграция стран СНГ в финансовой сфере. *Российский внешнеэкономический вестник*. 2011. № 10. С. 59–64.
90. Миркин Я. М. Интеграция финансовых рынков СНГ: Механизм ускорения. URL: [http://www.mirkin.ru/\\_docs/articles06-001.pdf](http://www.mirkin.ru/_docs/articles06-001.pdf).
91. Broadman H. G From Disintegration to Reintegration: Eastern Europe and the Former Soviet Union in International Trade / World Bank. The International Bank for Reconstruction and Development. 2005. 440 p.
92. Freinkman L., Polyakov E. and Revenco C. Trade Performance and Regional Integration of the CIS Countries / World Bank Working Paper. No.38(2004). 69 p.
93. De Souza L. V. An initial estimation of the economic effects of the creation of the EurAsEc customs union on its members / Economic Premise, World Bank, January 2011.
94. Michailopoulos C. and Tarr D. The Economics of the Customs Union in the Commonwealth of Independent States / World Bank Working Paper 1786, 1997. 36 p.
95. Pistor K., Raiser M. and Gelfer S. Law and Finance in Transition Economies. *The European Bank for Reconstruction and Development. Economics of Transition*. Working paper No.48 (2000).
96. The Economic Presence of Russia and Belarus in the Baltic States: Risks and Opportunities / Editor Andris Sprūds. Centre for East European Policy Studies, Latvian Institute of International Affairs, Centre for Geopolitical Studies, Academic Center for Baltic and Russian Studies (ABVKeskus), Riga, 2012. 307 p.
97. Chiarello A. Paper tiger or game-changer? Challenges of and opportunities for EU engagement with the Eurasian Economic Union. *Bruges Regional Integration & Global Governance Papers*. 2015. №1. 29 p.
98. Linn J. F., Tiomkin D. Economic Integration in Eurasia: Opportunities and Challenges of Global Significance. *CASE Studies & Analyses*. № 298, Warsaw, April 2005. 46 p.
99. Gnedina Elena and Slepsova Evghenia. Eschewing Choice: Ukraine's Strategy on Russia and the EU / Centre for European Policy Studies. CEPS Working Documents. No. 360, January 2012. 19 p.
100. Andreff W. Would a Second Transition Stage Prolong the Initial Period of Post-Socialist Transformation Into Market Capitalism. *European Journal of Comparative Economics*. Vol. 1, n. 1, 2004, pp. 7–31.
101. Aidis Ruta. Entrepreneurship in Transition Countries: A Review. SSEES, University College London. KEINS project, 2005. 35 p.
102. Sulamaa P., Widgren M. EU Enlargement and Beyond: A Simulation Study on EU and CIS Integration. *CEPR Discussion Paper*. No.2768 (2003).
103. Bevan A. A. et al. Extending the Economics of Disorganization. *Economics of Transition*. 2001. № 9 (1).

104. Kubicek P. The Commonwealth of Independent States: An Example of Failed Regionalism? *British International Studies Association. Review of International Studies* 35. 2009. P. 237–256.
105. Olcott M. B. at al. *Getting it Wrong: Regional Cooperation and the Commonwealth of Independent States*. Wash.: Carnegie Endowment for International Peace, 1999. 248 p.
106. Bremmer I. Bailes A. Sub-Regionalism in the New Independent States. *International Affairs*. Vol. 74. Issue 1. pages 131–147, January 1998.
107. Miller E. A. To Balance or Not to Balance: Alignment Theory and the Commonwealth of Independent States. Burlington, 2006. P. 115–139.
108. Malfliet K. at al. *The CIS, the EU and Russia: Challenges of Integration*. London: Palgrave MacMillan. eds., 2007. 245 p.
109. Venables A. J. *Regional Integration Agreements: A Force for Convergence or Divergence?* Mimeo, 1999.
110. Bevan A. A. at al. Extending the Economics of Disorganization. *Economics of Transition*. 2001. Vol. 9. № 1. Pages 1–255.
111. R. Sauka A. Assessing Moving Targets: The Impact of Transition Stages on Entrepreneurship Development. *Ekonomika*. 2005. Vol. 69.
112. Сіденко В. Р. Геоекономічні проблеми посткомуністичних країн. *Ізборник*. 1995. URL: <http://litopys.org.ua/polpost/r4a3.htm>.
113. Снежко О. В. Анатомія фінансової структури постсовєтських стран: опыт України. *Wschodnioznawstwo*. 2014. № 8. С. 253–265.
114. Будкін В. Двадцятиріччя СНД: потенціальні можливості й несправджені надії. *Економіка України*. 2012. № 1. С. 4–15.
115. Будкін В. С. Економічна трансформація, інновації і геополітичне положення країн СНД. *Стратегія розвитку України. Економіка, соціологія, право*. 2008. № 1/2. С. 63–68.
116. Будкін В. С. Сучасні проблеми економічного розвитку країн СНД. *Стратегія розвитку України. Економіка, соціологія, право*. 2013. № 2. URL: [rnl.nau.edu.ua/index.php/SR/article/viewFile/6210/6929](http://jml.nau.edu.ua/index.php/SR/article/viewFile/6210/6929).
117. Будкін В. Країни СНД у регіональних геополітичних системах. *Політична думка*. 2000. № 3. С. 45–60. URL: <http://jml.nau.edu.ua/index.php/SR/article/viewFile/6210/6929> № 2 (2013).
118. Будкін В. Моделі економічної трансформації країн СНД у контексті національних інтересів України. *Політична думка*. 2001. № 3. С. 24–29.
119. Plotnikov O. Regional integration of Ukraine in the conditions of global economic crisis. *Regional Cooperation and Economic Integration: Challenges and Opportunities. Proceedings from the Third International Conference*. Skopje: University «St. Cyril and Methodius». 2009.
120. Сльозко О. О. Проблеми становлення фінансового ринку країн СНД: монографія. Київ: LAT&K, 2014. 348 с.

121. Лукьяненко Д. Г. Інвестиційний глобалізм: сучасні проблеми економічних досліджень. *Ринок цінних паперів України*. 2002. № 5–6. С. 17–21.
122. Лукьяненко Д. Г. Імперативи глобального корпоративного менеджменту. *Стратегія розвитку України. Економіка, соціологія, право*. 2011. № 1. С. 44–48.
123. Slozko O. et al. Citizens' perception of past environmental damage and liability in countries with transition: evidence from Kemerovo, Russia. *Transition Studies Review*. № 172. Environment, climate and global warming. Vienna, 2010. P. 28. Q56 – Q58.
124. Фролова Т. О. Суперечності і асиметрії інвестиційної глобалізації. *Економіка та держава*. 2012. № 6. С. 31–36.
125. Szentes T. World Economics: The political economy of development globalization and System transformation. Szetes T. Budapest: Akademia Kiado, 2003. P. 101–128.
126. Слезко Е. А. Факторы, влияющие на развитие рынка ценных бумаг в развитых странах и развивающихся экономиках. *Економічний простір*. Дніпропетровськ, ПДАБА, 2009. № 25. С. 146–159.
127. Слезко Е. А. Жизненность системных реформ в переходных экономиках с позиции теории экономических циклов. *Анализ, моделирование, управление, развитие экономических систем: научные труды III Международной школы-симпозиума АМУР-2009 (Севастополь, 14–20 сентября 2009)*; под ред. М.Ю. КуССого, А. В. Сигала. Симферополь, 2009.
128. Луцишин З. Сучасна світова фінансова архітектоніка: тенденції та суперечності розвитку в умовах глобалізації. *Економічний часопис*. XXI. 2005. № 5–6. С. 17–22.
129. Луцишин З. О. Трансформація світової фінансової системи в умовах глобалізації. К.: Видавничий центр «Друк», 2002. 320 с.
130. Луцишин З. О. Інтернаціоналізація потоків капіталу – основа фінансової глобалізації. *Актуальні проблеми міжнародних відносин*. Випуск 30. К.: ІМВ КНУ ім. Тараса Шевченка. 2001. С. 81–96.
131. Сльозко О. О. Перспективи розвитку інтеграційного співробітництва в рамках ЧЕС та ГУАМ. *Организационно-экономические проблемы регионального развития в современных условиях: материалы международной научно-практической конференции молодых ученых, аспирантов и студентов*. Симферополь: Таврический национальный университет имени В.И. Вернадского, 2012. С. 45–52.
132. Сльозко О. О., Кирилук Т. Ю. Європейський Союз – Україна – Митний союз: засади та перспективи партнерства: збірник наукових праць. Випуск 1 (74). Київ: Інститут світової економіки і міжнародних відносин НАН України, 2013. С. 83–100.

133. Сльозко О. О. Реалізація шляхів подальшого ефективного розвитку країн Співдружності. *Добробут нації в умовах глобальної нестабільності*: зб. наук. праць III міжнародної науково-практичної конференції: ч. 1. Одеса: Одеський національний університет імені І. І. Мечникова. 2013. С. 94–96.

134. Сльозко О. О. Інноваційна діяльність у державах СНД – шлях до високотехнологічного розвитку. *Національні економічні стратегії розвитку в глобальному середовищі*: Міжнародна науково-практична конференція: зб. тез. Київ: Вид-во Національного авіаційного університету «НАУ-друк», 2013. С. 19–20.

135. Бавико О. Є. Концептуальні підходи до визначення дефініції регіонального економічного простору. *Ефективна економіка*. 2012. № 4. С. 12–16.

### **Список використаних джерел до розділу 2**

136. Софіщенко І. Я. Проблема вузькості фінансового ринку постсоціалістичних країн з ринками, що розвиваються. *Постсоціалістичні країни в умовах світової фінансової кризи*: зб. наук. праць конференції: ч. I. / Одеський національний університет ім. І. І. Мечникова. Одеса, 2009. С. 44–46.

137. Москвін Л. Многоуровневая система интеграции в СНГ (Причины, тенденции, перспективы развития). URL: [http://old.nasledie.ru/politvne/18\\_20/article.php?art=96](http://old.nasledie.ru/politvne/18_20/article.php?art=96).

138. Либман А. Модели экономической интеграции: мировой и постсоветский опыт. MPRA Paper No. 19434, posted 18. December 2009 / 14:22. URL: <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/19434/>.

139. Полтораков О. Ю. Інституційно-регіональний вимір інтеграції на просторі СНД. *Глобалізація і сучасний міжнародний процес* / за заг. ред. проф. Б. Гуменюка і проф. С. Шергіна. Київ: Університет «Україна», 2009. С. 267–294.

140. Федуняк С. Г. Феномен «сірої зони» в Європі і на пострадянському просторі після завершення «холодної війни». *Стратегічна панорама*. 2004. № 3. С. 73–76.

141. Косикова Л. С. Интеграционные проекты России на постсоветском пространстве: идеи и практика: научный доклад к заседанию Ученого Совета ОМЭПИ ИЭ РАН (сокращенный вариант). Москва: 2008. 39 с.

142. Глинкина С. П. Методология многоуровневого анализа посткоммунистических трансформаций. Москва: Институт экономики РАН, 2008. 25 с. URL: <http://www.imepi-eurasia.ru/baner/Methodology.pdf>

143. *Economic Thought in the Communist and Post-Communist Europe*. Ed. By H.-J. Wagener. London: Routledge, 1998. P. 26.

144. Ольсевич Ю. Я. Влияние хозяйственных реформ в России и КНР на экономическую мысль Запада. Москва: ИНФРА-М, 2007. С. 6.

145. Єщенко П. С., Арсеєнко А. Г. Нова парадигма розвитку економіки – настійливе веління нашого часу. *Економіка та прогнозування*. 2011. № 1. С. 28–47.
146. Юхименко П. І. Монетаризм: теорія і практика: монографія. Київ: Кондор, 2005. 312 с.
147. Экономическое обозрение ЕврАзЕС+. 2007. № 1. С. 11–14. URL: <http://www.eurasianhome.org>.
148. Внутренний спрос как основной локомотив роста ЕврАзЕС. 2008. № 1. С. 2–8. URL: <http://www.eurasianhome.org>.
149. Кочетов Э. Начало XXI века: интеллект в поисках нового знания – глобалистика и геоэкономика как научные и образовательные дисциплины: тезисы выступления на круглом столе «Профессиональное образование: партнерство и возможности» Международного форума НПО «Гражданская восьмерка 2006» (г. Москва 4 июля 2006 г.). URL: <http://civilg8.ru/6837.php>.
150. Рожков Ю., Черная И. Инновационный вектор развития геофинансов эпохи постглобализации. *Безопасность Евразии*. 2012. № 2, август–декабрь. С. 63–271. URL: [http://www.rusnauka.com/25\\_NNP\\_2011/Economics/3\\_91551.doc.htm](http://www.rusnauka.com/25_NNP_2011/Economics/3_91551.doc.htm).
151. Goldfinger Ch. Innovation in Financial Services. *Communications & Strategies*. no. 48, 4-th quarter 2002. Pp. 139–160.
152. Глухов В. В., Останин В. А. и др. Оппортунизм современной геофинансовой политики. *Вестник ХГАЭП*. 2014. № 4–5 (72–73).
153. Рожков Ю. В., Чёрная И. П. Инновационный вектор развития геофинансов эпохи постглобализации. *Безопасность Евразии*. 2012. № 2. С. 263–271. URL: [http://www.fin-econ.ru/works/ryv\\_chip\\_geofinance.pdf](http://www.fin-econ.ru/works/ryv_chip_geofinance.pdf).
154. Нурышев Г. Н. Теоретико-методологические основы геоэкономики. URL: <http://economics.open-mechanics.com/articles/459.pdf>.
155. Чувилова О. Н., Рыбина Г. К. Научные подходы к определению геофинансовой безопасности регионов в свете перехода мировой финансовой системы на новый уровень. URL: [http://www.rusnauka.com/25\\_NNP\\_2011-/Economics/3\\_91551.doc.htm](http://www.rusnauka.com/25_NNP_2011-/Economics/3_91551.doc.htm).
156. Сльозко О. О. Посткризові ризики сучасної світової фінансової системи. *Економічна інтеграція як умова підвищення добробуту у країнах СНД*: зб. наук. праць міжнародної науково-практичної конференції: ч. I. Одеський національний університет ім. І. І. Мечнікова, 2011. С. 28–30.
157. Терещенко С. В. Системні ризики глобального управління. *Глобальні фінансові ризики в умовах трансформації світової фінансової системи*: матер. між. науково-теорет. конф. Київ: Інститут світової економіки і міжнародних відносин НАН України, 2013. С. 45–47.
158. Сльозко О., Баремба Л. Проблеми країн СНД в процесі трансформації глобальної фінансової системи та фінансова безпека.

*Дослідження міжнародної економіки*: зб. наук. праць. Вип. 1 (70). Київ: Інститут світової економіки і міжнародних відносин НАН України, 2012. С. 88–95.

159. Адаптація валютно-фінансових систем ризикових економік до світових інтеграційних процесів: монографія / [О. В. Плотніков, О. О. Сльозко, О. М. Мельник та ін.]. Київ: ІСЕМВ НАН України, LAT&K, 2011. 214 с.

160. Сльозко О. Альтернативні шляхи залучення фінансових ресурсів на міжнародних ринках капіталів в умовах глобалізації. *Світові фінанси: сучасні тенденції та перспективи розвитку*: монографія / О. І. Рогач, І. І. Пузанов, З. О. Луцишин та ін.; за заг. ред. О. І. Рогача. Київ: Видавничо-поліграфічний центр «Київський університет», 2013. С. 142–161.

161. Плотніков О. В., Сльозко О. О. Глобальна макроекономічна політика США як світового лідера. *США і світ XXI століття*: монографія. Київ: Центр вільної преси, 2013. С. 483–498.

162. Сльозко О., Панфілова Т. і др. Сучасні проблеми реформування світової фінансової системи. Київ: Інститут світової економіки і міжнародних відносин НАН України, 2013. 194 с.

163. Сльозко О. Система забезпечення фінансової безпеки України у контексті змін на світовому ринку. *Дослідження міжнародної економіки*: збірник наукових праць. Вип. 3 (68) / гол. ред. Плотніков О. В. Київ: ІСЕМВ НАНУ, 2011. С. 29–37.

164. Сльозко О. Посткризова трансформація світової фінансової системи. *Антологія творчих досягнень*. Київ: Інститут світової економіки і міжнародних відносин НАН України, 2011. Вип. 6. С. 116–121.

165. Слезко Е. А. Управляемость финансового рынка и денежно-кредитная политика в периоды кризиса. *Вестник Казахского университета экономики, финансов и международной торговли*. 2011. № 3–4. Астана: Казахский университет экономики, финансов и международной торговли. С. 114–119.

166. Сльозко О. О. Роль ефективної фінансової та грошово-кредитної політики в економіці країни. *Теоретичні і практичні аспекти економіки та інтелектуальної власності*: зб. наук. праць. Маріуполь: ДВНЗ «ПДТУ», 2013. Вип. 1, т. 1. С. 294–297.

167. Сльозко О. О. Проблеми та ризики функціонування глобальної економічної системи. *Українсько-російське порубіжжя: стан та перспективи співробітництва*: матеріали науково-практичної конференції (м. Харків, 16 квітня 2011 р.). Харків: ХНУ ім. В. Н. Каразіна, 2011. С. 295–299.

168. Сльозко О. О. Трансформація глобальної фінансової системи після кризи 2008–2009 рр. *Теоретические и практические аспекты экономики и интеллектуальной собственности*. 2011. С. 22–34.

169. Сльозко О. О. Вплив глобальних фінансових ризиків в умовах трансформації світової фінансової системи. *Філософія фінансової цивілізації*:

*людина у світі грошей*: матеріали Міжнародних філософсько-економічних читань (18–20 травня 2011 року, Львів). Львів: 2011. С. 35–42.

170. Сльозко О. О. Фінансування бюджетного дефіциту у перехідних економіках. *Механізми антикризового регулювання соціально-економічного розвитку України з урахуванням світової практики подолання кризових явищ в економіці та соціальній сфері*: матер. наук.-теорет. конф. Київ: ІСЕМВ НАН України, 2011. С. 59–64.

171. Сльозко О. О. Суперечності процесів валютно-фінансової інтеграції. *Интеграционные приоритеты Украины в современном геоекономическом пространстве*: матеріали науково-практичної конференції (Симферополь, 28–29 вересня 2012). Симферополь: Таврический национальный университет имени В. И. Вернадского. 2012. С. 101–103.

172. Сльозко О. О. Трансформація ризикових економік в посткризовий період. *Глобальні фінансові ризики в умовах трансформації світової фінансової системи*: матер. міжн. науково-теорет. конф. Київ: Інститут світової економіки і міжнародних відносин НАН України, 2013. С. 3–5.

173. Сльозко О. О., Терещенко С. В. Валютна глобалізація і регіоналізація в контексті геоекономічних трансформацій. *Интеграционные приоритеты Украины в современном геоекономическом пространстве*: матер. всеукр. науково-практ. конф. Симферополь: Таврический национальный университет им. В. И. Вернадского, 2013. С. 91–94.

174. Сльозко О. Проблеми вибору транзитивних економік – ЄС або Митний союз? Приклад України. *Транзитивна система України в умовах глобальної кризи*: матеріали міжн. наук.-теорет. конф. Київ: Інститут світової економіки і міжнародних відносин НАН України, 2013. С. 37–41.

175. Слезко Е. А. Глобальные финансы и трансформация культуры богатства. *Валютно-фінансові механізми сучасної світової економіки*: мат. міжнар. науково-практичної конференції «Валютно-фінансові механізми сучасної світової економіки». Севастополь: Севастопольский институт банківської справи Української академії банківської справи Національного банку України, 2013. С. 115–117.

176. Аристова Е. В. Теоретические основы взаимосвязи сегментов финансового рынка России: дисс. на соиск. ученой степени кандидата экономических наук 08.00.01 Экономическая теория (экономические науки). Томск: 2014. 227 с.

177. Міжнародна економіка: підручник / за ред. А. О. Задой, В. М. Тарасевича. Київ: Центр навчальної літератури, 2012. 416 с.

178. Mankiw NG Principles of Economics, Sixth Edition. South-Western, Cengage Learning, 2012. P. 556.

179. Stiglitz JE, Walsh CE Economics, Fourth Edition. WW Norton & Company, 2006. P. 612.
180. Boyes W., Melvin M. Economics, Ninth Edition. South-Western, Cengage Learning, 2013. P. 371.
181. Bailey RE The Economics of Financial Markets. Cambridge University Press, 2005. P. 1–4.
182. Коваленко Ю. М. Інституціоналізація фінансового сектора економіки: монографія / Національний університет ДПС України. Ірпінь, 2013. 608 с.
183. Шелудько В. М. Фінансовий ринок: навч. посіб. 3-є вид., випр. і доп. Київ: Знання-Прес, 2008. 535 с.
184. Евлахова Ю. С. Понятие финансового рынка с позиций современной теории финансов. *Научно-исследовательский финансовый институт. Финансовый журнал*. 2011. № 3. С. 85.
185. Шморгун Н. П., Головка І. В. Фінансовий аналіз: навч. посіб. Київ: ЦНЛ, 2006. 528 с.
186. Буднік М. М., Мартюшева Л. С. та ін. Фінансовий ринок: навч. посіб. Київ: Центр навчальної літератури, 2009. 334 с.
187. Фінанси (теоретичні основи): підручник / М. В. Грідчина, В. Б. Захожай, Л. Л. Осіпчук та ін.; під кер-вом і за наук. ред. М. В. Грідчиної, В. Б. Захожая. 2-ге вид., випр. і допов. Київ: МАУП, 2004. 312 с.
188. Еш С. М. Фінансовий ринок: навч. посіб. 2-ге вид. Київ: Центр навчальної літератури, 2011. 528 с.
189. Рязанова Н. С. Макроекономіка та економічна політика: підручник. Київ: Таксон, 1996. 240 с.
190. Кузнецова Н. С., Назарчук І. Р. Ринок цінних паперів в Україні: правові основи формування та функціонування. Київ: Юринком Ін-тер, 1998. С. 7.
191. Опарін В. М. Фінанси (Загальна теорія): навч. посіб. 2-ге вид., доп. і перероб. Київ: КНЕУ, 2002.
192. Маслоva С. О., Опалов О. А. Фінансовий ринок. навч. по-сіб. 2-ге вид., випр. Київ: Каравела, 2003. 344 с.
193. Васильева В. В., Васильченко О. Р. Фінансовий ринок: навч. посіб. Київ: Центр навчальної літератури, 2008. 368 с.
194. Бланк И. А. Основы финансового менеджмента. Київ: Ника-Центр, 1999. Т.1. С. 185–259.
195. Смагін В. Л. Фінансовий ринок в трансформаційній економіці: закономірності формування і розвитку: автореферат дисертації на здобуття наукового ступеня доктора екон. наук. Спеціальність 08.00.01. Економічна теорія та історія економічної думки. Київ, 2010.
196. Ходаківська В. П., Беляєв В. В. Ринок фінансових послуг: теорія і практика: навч. посіб. Київ: ЦУЛ, 2002. 616 с.



197. Смолянська О. Ю. Фінансовий ринок: навч. посіб. Київ: Центр навчальної літератури, 2005. 384 с.
198. Теплякова Н. А. Фінанси і фінансовий ринок. Мінськ: Тетра Системс, 2010. С. 160.
199. Павлов В. І., Пилипенко І. І. Цінні папери в Україні: навч. посіб. 2-ге вид., доповнене. Київ: Кондор, 2004. 400 с.
200. Міжнародний стандарт фінансової звітності 9 «Фінансові інструменти» / Міністерство фінансів України. Офіційний сайт Міністерства фінансів України. URL: [http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/929\\_016](http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/929_016).
201. Шипунова О. В. Особливості класифікації та оцінки фінансових активів. *Вісник ОНУ ім. І. І. Мечникова*. 2014. Т.19. Вип. 1/2. С. 191–195.
202. Финансы: учебник / под ред. В.Н. Князева, В.А. Слепова. Москва: Магистр, ИНФРА-М, 2012. С. 305.
203. Ломтатидзе О. В., Котляров М. А. и др. Регулирование деятельности на финансовом рынке: учебное пособие для вузов. Москва: КноРус, 2012. С. 9.
204. Саввина О. В. Регулирование финансовых рынков: учебное пособие. Москва: Дашков и К, 2010. С. 15.
205. Бланк И. А. Основы финансового менеджмента: в 2 т. Т. 1. Москва: Омега-Л, 2012. С. 185.
206. Финансовые рынки и финансово-кредитные институты: уч. пособие / под ред. Г. Н. Белоголазовой, Л. П. Кроливецкой. С. 39–42.
207. Евлахова Ю. С. Функции финансового рынка и их реализация в современных российских условиях. *Сибирская финансовая школа*. 2012. № 3. С. 77–83.
208. Кушу С. О. Тенденции формирования и развития финансового рынка современной России. *Новые технологии*. 2012. № 2. С. 163.
209. Міжнародні фінанси: підручник / О. І. Рогач, А. С. Філіпенко, Т. С. Шемет та інш.; за ред. О. І. Рогача. Київ: Либідь, 2003. 784 с.
210. Федорович М. Особливості світового фінансового ринку. URL: [libfor.com/index.php?newsid=1610](http://libfor.com/index.php?newsid=1610).
211. Міжнародні фінанси: навч. посіб. / О. М. Мозговий, Т. С. Оболенська, Т. В. Мусієць Київ: КНЕУ, 2005. 557 с.
212. Петрашко Л. П. Міжнародні фінанси: навч.-метод. посіб. для самост. вивч. дисц. Київ: КНЕУ, 2003. 221 с.
213. Шемет Т. С. Міжнародні фінанси: підручник / за заг. ред. А. А. Мазаракі. Київ: Київ. нац. торг.-екон. Ун-т, 2000. 336 с.
214. Гражевська Н. І. Суперечності інституціоналізації глобальної світогосподарської системи. *Науковий вісник Чернівецького університету: зб. наук. праць*. Вип. 494. Економіка. Чернівці. Чернівецький нац. ун-т, 2009. С. 3–6.

215. Міжнародна економіка: підруч. для студ. вищ. навч. закл. / [Козак Ю. Г., Макогон Ю. В. та ін.]; за ред. Ю. Г. Козака, Д. Г. Лук'яненка та Ю. В. Макогона. 3-є вид. Київ: Центр навчальної літератури, 2009. 560 с.
216. Понятие финансового рынка и характеристика его видов. URL: <http://works.doklad.ru/view/Q8eDW0rhAjI.html>.
217. Михайлов Д. М. Мировой финансовый рынок: тенденции и инструменты. Москва: Экзамен, 2000. 768 с.
218. Міжнародні економічні відносини: навч. посібник / Ю. Г. Козак, Н. С. Логвінова, О. В. Захарченко, Є. В. Кравченко. Київ: Центр навчальної літератури, 2012. 330 с.
219. Карчева Г. Т., Нікітчук С. М. Віртуальні інноваційні валюти як валюти майбутнього. *Фінансовий простір*. 2015. № 2 (18). С. 24–30.
220. EBA Opinion on “virtual currencies”. European Banking Authority. 4 July 2014. p. 46. Retrieved 8 July 2014.
221. Новий світовий економічний порядок та глобальні виклики для України : моногр. / [В. Козюк, А. Крисоватий, Є. Савельєв та ін.]; за наук. ред. проф. А. Крисоватого і Є. Савельєва. Тернопіль: ТНЕУ, 2014. 504 с.
222. Кравчук Н. Я. Дивергенція глобального розвитку: сучасна парадигма формування геофінансового простору. Київ: Знання, 2012. 782 с.
223. Цику Б. Х. Проблемы развития финансового рынка современной России. *Вестник Адыгейского государственного университета*. 2013. Вып. 1. С. 37–44. (Серия: Экономика)
224. Міжнародні фінанси: навч. посібник / І. І. Д'яконова, М. І. Макаренко, Ф. О. Журавка та ін. Київ: Центр навчальної літератури, 2012. 548 с.
225. Вахитов Д. Р. Особенности инновационного развития финансовых рынков в условиях нестабильности мировой финансовой системы. *Вестн. ТИСБИ*. 2015. № 2. С. 145–146.
226. Афанасьев И. В. Эволюция взглядов на изучение моделей заимствования капитала на финансовом рынке. *Вестник Челябинского государственного университета*. 2011. № 32 (247). Вып. 34. С. 33–38. (Серия: Экономика).
227. Benhabib J., Spiegel MM The Role of Financial Development in Growth and Investment. *Journal of Economic Growth*. 2000. №5. P. 341–360.
228. Levine R. Finance and Growth: Theory, Evidence, and Mechanisms. *Handbook of economic growth*. Elsever, 2005. 107 p.
229. Wurgler J. Financial Markets and the Allocation of Capital. *Yale ICF Working Paper*. 1999. № 8. 39 p.
230. Farrel D. New Thinking for a New Financial Order / Harvard Business Review, 2008. September. Mode of access. URL: <http://harvardbusinessonline.Hbsp.harvard.edu/>.

231. Global financial stability report – Washington, DC: International Monetary Fund, 2008. STATISTICAL APPENDIX. Table Selected Indicators on the Size of the Capital Markets, 2007. P. 181.

232. Міжнародні фінанси: підручник / О. І. Рогач, А. С. Філіпенко, Т. С. Шемет та інш.; за ред. О. І. Рогача. Київ: Либідь, 2003. 784 с.

233. Global financial stability report – Washington, DC: International Monetary Fund, 2010. STATISTICAL APPENDIX. Table Selected Indicators on the Size of the Capital Markets.

234. Global financial stability report – Washington, DC: International Monetary Fund, 2011. STATISTICAL APPENDIX. Table Selected Indicators on the Size of the Capital Markets.

235. Global financial stability report – Washington, DC: International Monetary Fund, 2012. STATISTICAL APPENDIX. Table Selected Indicators on the Size of the Capital Markets.

236. Global financial stability report – Washington, DC: International Monetary Fund, 2013. STATISTICAL APPENDIX. Table Selected Indicators on the Size of the Capital Markets.

237. Global financial stability report – Washington, DC: International Monetary Fund, 2014. STATISTICAL APPENDIX. Table Selected Indicators on the Size of the Capital Markets.

238. Global financial stability report – Washington, DC: International Monetary Fund, 2015. STATISTICAL APPENDIX. Table Selected Indicators on the Size of the Capital Markets.

239. Авдокушин Е. Ф. Международные финансовые отношения (основы финансовоэкономики). Москва: ИТК «Дашков и К», 2012. С. 11–20.

240. Полякова В. В. Финансовые инновации как стимул развития финансового рынка РФ. *Вестник университета (Государственный университет управления)*. 2012. Т. 1. № 13. С. 192.

241. Иванова О. В. О роли финансовых инноваций в экономике. *Современная экономика: проблемы и решения*. 2013. № 5(41). С. 79–86.

242. Барсегов Г. Г. Дивергенция финансового сектора и реального сектора экономики: гипотеза и реальность. *Вестник Саратовского государственного социально-экономического университета*. 2010. № 3. С. 10.

243. Касіян С. В. Теоретичні підходи до визначення категорії фінансового розвитку у світовій економічній науці та його роль у економічному зростанні. *Економічний часопис – XXI*. 2012. № 7–8. С. 6–9.

244. Пархоменко А. А. Взаимодействие реального и финансового секторов экономики на этапе финансового кризиса. *Вестник Томского государственного университета*. 2010. № 338. С. 149–151.

245. Ермоленко А. А., Шарапов М. В. Виртуальные факторы развития финансовых рынков. *Новые технологии*. 2012. № 1. С. 102.

246. Бударіна Н. О. Трансформація світового фінансового ринку в умовах глобальних економічних зрушень: автореферат на здобуття наукового ступеня доктора економічних наук Спеціальність 08.00.02 – світове господарство і міжнародні економічні відносини. Донецьк. 2014. 42 с.
247. Нешерет А. К. Финансовые рынки и инструменты в условиях мирового финансово-экономического кризиса. *Научные труды Северо-западного института управления*. 2012. № 1. С. 30–33.
248. Буквич Р., Ощич Ч. Финансиализация и современные экономические кризисы. *Вестник Нижегородского государственного инженерно-экономического института*. 2013. № 3. С. 8.
249. Edwards S. Interest rate, Contagion and Capital Control. *NBER Working Paper*. July, 2000. No. 7801. P. 39.
250. Eichengreen B. at al. Contagious Currency Crises. *NBER Working Paper*. July, 1996. No. 5681. 48 p.
251. Сучасні тенденції трансформації світової фінансової системи: монографія / за заг. ред. О. О. Сльозко, Т. О. Панфілової, С. В. Терещенко. Київ: Інститут світової економіки і міжнародних відносин НАН України, 2014. 358 с.
252. Моисеев С. Р. Международное распространение кризиса. *Финансовый менеджмент*. 2002. № 3. С. 43–49.
253. Плотников О. В., Бураковский И. В. Глобальна фінансова криза: уроки для світу та України. Харьков: Фолио, 2009. 299 с.
254. Плотников А. В., Бураковский И. В. Мировая экономика: глобальный финансовый кризис. Харьков: Фолио, 2010. 415 с.
255. Плотніков О. В., Сльозко О. О. Фінансова політика в Україні під впливом світового економічного розвитку в кризових умовах. *Збірник наукових праць. Вип. 63* / відп. ред. В.Є. Новицький. Київ: Інститут світової економіки і міжнародних відносин НАН України, 2010. С. 40–63.
256. Плотніков О. Макроекономічні складові запобігання валютно-фінансових криз. *Антологія творчих досягнень*. Київ: Інститут світової економіки і міжнародних відносин НАН України, 2008. Вип. 4. С. 207–210.
257. Plotnikov Oleksiy. The political consequences of the economic crisis. Council of Europe, Parliament Assembly: 2010 Ordinary Session (Third Part) Report, Wednesday, 23, June, 2010.
258. Плотников А. В. Украина в реалиях выхода из кризиса. *Антикризисный мониторинг: Украина и мир*. 16–23 ноября 2009 р. 2009. Выпуск 39.
259. Плотніков О. В., Сльозко О. О. Вплив світової кризи на Україну та антикризова стратегія її соціально-економічного розвитку. *Соціально-економічний стан України: наслідки для народу та держави: національна доповідь* [за заг. ред. В.М. Гейця]. Розділ 3. Київ: НВЦ НБУВ, 2009. С. 317–345.

260. Сльозко О. О. Інформаційні впливи як головний інструмент здійснення трансферу економічної кризи. *Формування ринкової економіки: зб. наук. праць. Спец. вип. Державне антикризове управління національною економікою: світовий досвід та проблеми в Україні*. Київ: КНЕУ, 2010. С. 128–132.
261. Сльозко О. О. Депресія у світовій економіці: сучасні тенденції // *Зовнішні справи*. 2009. № 3.
262. Левин Р. Проблемы интеграции в единое экономическое пространство: Общественное мнение на Украине / О. Н. Балакирева, Р. Я. Левин, Д. А. Дмитрук. Мир перемен, 2007. С. 101–103.
263. Сльозко О. О., Міщенко А. Г. Валютна політика та інструменти політики валютного курсу у кризовий період. *Збірник наукових праць. Вип. 59 / відп. ред. В.Є. Новицький*. Київ: Інститут світової економіки і міжнародних відносин НАН України, 2008. С. 40–51.
264. Панфілова Т. О. Актуальні проблеми забезпечення сталого розвитку економіки України в контексті кризових явищ внутрішнього та зовнішнього характеру. *Зб. наук. праць. Вип. 53 / відп. ред. В. Є. Новицький*. Київ: Інститут світової економіки і міжнародних відносин НАН України, 2007. С. 37–50.
265. Глущенко С. В. Особливості функціонування кредитного ринку України під впливом світової фінансової кризи. *Світова фінансова криза та її вплив на країни з ризиковими економіками: матер. міжвід. наук.-теорет. конф.* (Київ, 25 лист. 2008 р.). Київ: Інститут світової економіки і міжнародних відносин НАН України, 2009.
266. Софіщенко І. Я. Механізми антикризового регулювання фінансових систем за умов глобальної фінансової турбулентності. *Світова фінансова криза та її вплив на країни з ризиковими економіками: матер. міжвід. наук.-теорет. конф.* (Київ, 25 лист. 2008 р.). Київ: Інститут світової економіки і міжнародних відносин НАН України, 2009.
267. Хвалінський С. О. Основні індикатори-передвісники банківських криз в транзитивних економіках. *Формування ринкової економіки: зб. наук. праць. Спец. вип. Державне антикризове управління національною економікою: світовий досвід та проблеми в Україні*. Київ: КНЕУ, 2010. С. 283–287.
268. Хвалінський С. О. Фінансові кризи та фінансова глобалізація. *Збірник наукових праць. Вип. 59*. Київ: Інститут світової економіки і міжнародних відносин НАН України, 2008. С. 54–60.
269. Хвалінський С. О. Кризоутворюючий вплив фінансової глобалізації: матеріали 4-ї міжнар. наук.-практ. конф., «Научно просторство на Європа». 2008. Том 2. Ікономика. Софія. «Дял ГРАД-БГ» ООД. С. 63–65.
270. Хвалінський С. О. Банківські кризи в умовах фінансової інтеграції. *Україна: проблеми сучасних інтеграційних процесів: зб. наук. пр. за рез. наук.-практ. конф. асп. і студ.* Київ, 2008. С. 252–257.

271. Хвалінський С. О. Використання систем раннього попередження банківських криз в Україні в умовах інтеграції до світової фінансової системи. *Проблеми підвищення ефективності інфраструктури*: зб. наук. пр. Випуск 20. Київ: НАУ, 2008.

272. Слезко Е. А. Тенденции развития мировой финансовой системы: реалии современности. *Проблеми різних економік світу в процесі трансформації світової фінансової системи*: матер. міжн. наук.-теорет. міжвід. конф. Київ: Інститут світової економіки і міжнародних відносин НАН України, 2012. С. 7–13.

273. Declaration of the Summit on Financial Markets and the World Economy. Washington DC. November 15, 2008. URL: <http://www.g8.utoronto.ca/g20/2008-leaders-declaration-081115.html/>.

274. Формирование новой финансовой системы: позиция МВФ. *Зарубежные исследователи о глобальном финансовом кризисе и его уроках*: реф. сборник / ИНИОН РАН; ред.-сост. Шурпаков В. А. Москва: ИНИОН, 2012. 148 с.

275. Systemic Risks in Securities Markets. *OECD Publication*. Volume 37, Issue 7. Paris, 1991. 64 p.

276. Моисеев С. Р. Макропруденциальная политика: цели, инструменты и применение в России. *Банковское дело*. 2011. №3. С. 34–40.

277. Риски финансового кризиса в России: факторы, сценарии и политика противодействия: Нац. доклад. Москва: Финакадемия, 2008. С. 5–6.

278. Сльозко О., Осецький В. Зростання відкритості національних економік постсоціалістичних країн. *Постсоціалістичні країни в умовах фінансово-економічної кризи*: зб. наук. праць конференції: частина I. / Одеський національний університет ім. І.І. Мечнікова. Одеса, 2009. С. 19–21.

279. Slozko Olena. Future of financial market. *Culture, cohesion and competitiveness: regional perspectives*. ERSA 2009. Lodz., Poland. P. 7.J–8.J.

280. Сльозко О. О. Кредитування промисловості – шлях до посилення та зміцнення гривні. *Розвиток національної промисловості у сучасному контексті: пріоритети, проблеми, регулювання*. Київ: Інститут світової економіки і міжнародних відносин НАН України, 2009. С. 112–118.

281. Сльозко О. О. Проблеми, що виникають при регулюванні взаємовідносин між країнами з ризиковою економікою та ТНК і шляхи їх вирішення. *Зб. наук. праць. Вип. 59*. Київ: Інститут світової економіки і міжнародних відносин НАН України, 2008. С. 30–36.

282. Сльозко О., Осецький В. Теорії економічних циклів у перехідних економіках. *Економіка та держава*. Міжнародний науково-практичний журнал. 2009. №4 (76). С. 4–7.

283. Слезко Е. А. Жизненность системных реформ в переходных экономиках с позиции теории экономических циклов. *Анализ, моделирование*,

*управление, развитие экономических систем*: научные труды III Международной школы-симпозиума АМУР-2009 (Севастополь, 14–20 сентября 2009); под ред. М. Ю. Куссого, А. В. Сигала. Симферополь, 2009.

284. Сльозко О. Зміни на фондовому ринку: світові тенденції. *Антологія творчих досягнень*. Київ: Інститут світової економіки і міжнародних відносин НАН України. 2008. Вип. 4. С. 210–217.

285. Рубини Н. Как я предсказал кризис. М.: ЭКСМО, 2011. С.384.

286. Софіщенко І. Я. Проблема вузькості фінансового ринку постсоціалістичних країн з ринками, що розвиваються. *Постсоціалістичні країни в умовах світової фінансової кризи*: зб. наук. праць конференції: ч. I / Одеський національний університет ім. І. І. Мечнікова. Одеса, 2009. С. 44–46.

287. Фесенко М. Нові імперативи фінансової глобалізації: ТНК проти Держави. *Зб. наук. праць*. Вип. 54 / відп. ред. В. Є. Новицький. Київ: Інститут світової економіки і міжнародних відносин НАН України, 2008. С. 69–87.

288. Сльозко О. О. Політика взаємодії Світового банку і Європейського банку реконструкції і розвитку з громадськістю. *Концептуальні засади та пріоритети двостороннього торговельно-економічного співробітництва України з АТР*: зб. наук. праць № 5 / голов. ред. д-р екон. наук В. Є. Новицький. Київ, 2007. С. 130–135.

289. Софіщенко І. Я. Перспективи реформування світової фінансової архітектури: проблеми реформування МВФ. *Збірник наук. праць*. Вип. 64 / відп. ред. В. Є. Новицький. Київ: Інститут світової економіки і міжнародних відносин НАН України, 2010. С. 148–155.

290. Софіщенко І. Я. Модернізація МВФ: напрями та ризики. *Формування нового світового економічного простору*: матеріали міжнародної науково-практичної конференції (Тернопіль, 14–15 травня 2009 р.). Тернопіль, ТНЕУ, 2009.

291. Хвалінський С. О. Ефективність кредитів МВФ як інструментів подолання фінансових криз. *Збірник наукових праць*. Вип. 56 / відп. ред. В. Є. Новицький. Київ: Інститут світової економіки і міжнародних відносин НАН України, 2008. С. 192–196.

292. Доклад о торговле и развитии, 2004. Обзор / Конференция Организации Объединенных Наций по торговле и развитию. Организация Объединенных Наций, Нью-Йорк и Женева, 2004 год. 35 с. URL: <http://www.unctad.org>.

293. Хаб'юк О. Банківське регулювання та нагляд через призму рекомендацій Базельського комітету: монографія. Івано-Франківськ: ОПППО; Снятин: ПрутПринт. 2008. 260 с.

294. Basel Committee: International convergence of capital measurement and capital standards (updated to April 1998). Bank for International Settlements. July 1988. URL: <http://www.bis.org/publ/bcbcs111.pdf>.

295. Core Principles for Effective Banking Supervision. Bank for International Settlements. URL: <http://www.bis.org/publ/bcbs129.htm>.

296. Implementing Basel III: Challenges, Options & Opportunities. Moody's Analytics. URL: <http://www.moodyanalytics.com/Contact-Us/ERM/Contact-Form-Basel-III-Implementation/~~/media/Insight/Regulatory/Basel-III/Thought-Leadership/2011/11-01-09-Implementing-Basel-III-Whitepaper.ashx>.

297. Basel II: International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: A Revised Framework – Comprehensive Version. Bank for International Settlements. June 2006. URL: <http://www.bis.org/publ/bcbs128.pdf>.

298. Базель II: проблеми та перспективи використання в національних банківських системах: монографія / ред. А. О Єліфанов; І. О Школьник. Суми: ДВНЗ «УАБС НБУ». 2011. 261 с.

299. Basel III: Issues and implication. KPMG. URL: <http://www.kpmg.com/Global/en/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Documents/baselIII-issues-implications.pdf>.

300. Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems. Bank for International Settlements. December 2010. URL: [http://www.bis.org/publ/bcbs189\\_dec2010.htm](http://www.bis.org/publ/bcbs189_dec2010.htm).

301. Basel III: The Liquidity Coverage Ratio and liquidity risk monitoring tools. Bank for International Settlements. URL: <http://www.bis.org/publ/bcbs238.htm>.

302. Довгань Ж. М. «Базель III» у забезпеченні фінансової стійкості банківської системи. *Вісник Університету банківської справи Національного банку України*. 2011. № 1 (10). С. 224–229.

303. Информация о регулятивных режимах в сфере банковского регулирования и надзора в государствах – участниках СНГ. ДЕКАБРЬ 2012 года. URL: <http://www.e-cis.info/page.php?id=23338>.

304. Регулирование деятельности ключевых финансовых институтов государств – участников СНГ с учетом международной практики. Москва: Исполнительный комитет СНГ, 2015. 20 с.

305. Развитие фондового рынка СНГ в 2013–2014 годах и перспективы обращения в его рамках ценных бумаг организаций – эмитентов из государств Содружества. *Развитие и деятельность Содружества независимых государств в 2014 году*. Сборник информационно-аналитических материалов, выпуск № 3. – Исполнительный комитет Содружества независимых государств. Информационно-аналитический департамент. Минск, 2015. С. 70–84.

306. Фондовый рынок стран СНГ. URL: <http://www.webeconomy.ru/-index.php?page=cat&newsid=1192&type=news>.

307. Информационный обзор бирж – членов МАБ СНГ. Справочник. 2015. 66 с.



308. Гриняев С. Основные характеристики и особенности развития фондовых рынков стран СНГ. URL: <http://csef.ru/ru/ekonomika-i-finansy/431/osnovnyye-harakteristiki-i-osobennosti-razvitiya-fondovyh-rynkov-stran-sng-731>.

309. Искренко Э. В., Слипченко М. Н. Трансформация валютно-финансовых отношений в СНГ: на пути к валютному союзу. *Финансы и бизнес*. 2006. № 3. С. 18–22.

310. Кондратов Д. И. Финансовая интеграция: мировой опыт и перспективы развития СНГ. *Экономический журнал ВШЭ*. 2012. № 1. С. 105–142.

311. Долганова Я. А. Пути становления и развития национальной платежной системы России. *Проблемы развития финансово-банковской системы России и стран СНГ*: материалы Международной студенческой научно-практической конференции (г. Саратов, 26 ноября 2014 г.). Саратов: Саратовский социально-экономический институт (филиал) ФГБОУ ВПО «РЭУ им. Г. В. Плеханова», 2014. 480 с.

312. Сулян Р. Ю. Национальная платежная система. *Основные проблемы становления и развития финансово-банковской системы России и стран СНГ*: материалы Международной студенческой научно-практической конференции (г. Саратов, 26 ноября 2014 г.). Саратов: Саратовский социально-экономический институт (филиал) ФГБОУ ВПО «РЭУ им. Г. В. Плеханова», 2014. 480 с.

313. Андрушин С., Кузнецова В. Курсовая политика центральных банков стран с формирующимся рынком. URL: <http://institutions.com/general/2044-kurovaya-politika-centralnyx-bankov-strans-formiruyuschimsya-rynkom.html>.

314. Habermeier K., Kokenyne A. et al. Revised System for the Classification of Exchange Rate Arrangements. IMF Working Paper. 2009. No 211.

315. Кондратов Д. И. Проблемы создания оптимальной валютной зоны в СНГ. *Проблемы прогнозирования*. 2011. Выпуск № 4. С. 137–157.

316. Рубцова М. Ю., Сльозко О. О. Макроекономічна політика у відкритій економіці. Київ: Освіта України, 2010. 568 с.

317. Schmuckler S., Zoido-Lobaton P. Financial globalization: opportunities and challenges for developing countries. Washington: World Bank, 2001. 45 p.

318. Розанова Н. Развивающиеся рынки капитала: чему учит мировой опыт. *Мировая экономика и международные отношения*. 2007. № 2. С. 24–31.

319. Вірван Л. Фінансова інтеграція сучасного ринку капіталів. *Фінанси України*. 2003. № 12. С. 121.

320. Головинин М. Ю., Абалкина А. А. Финансовая интеграция в Европе и Азии. *Центр проблем интеграции Института международных экономических и политических исследований Российской академии наук*.

Аналитический бюллетень. 2005. № 2. С. 41–65. URL: <http://www.imepi-eurasia.ru/baner/blt2.pdf>.

321. Рябышева Ю. Ю. Европейская валютно-финансовая интеграция и перспективы использования ее опыта в евразийском регионе / автореф. дисс. на соискание ученой степени канд. экон. наук. Москва, 2007. 28 с. С. 11. URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/.../06/index.htm>.

322. Финансовая интеграция. *Большой бизнес*. 2006. Март №3 (29). URL: <http://www.bolshoybusiness.ru/archive/11/216/>.

323. Доклад о переходном процессе за 2011 год. Кризис и переходный процесс глазами людей. Лондон: Европейский банк реконструкции и развития. 2011. URL: <http://www.ebrd.com/russian/downloads/research/transition/tr11r.pdf>.

324. Место государств – участников СНГ в глобальной экономике. Проблемы и перспективы (аналитическая записка). Москва, 2014 год. 20 с.

325. Доклад о мировых инвестициях 2015. Обзор.

326. Сльозко О. О., Левківський І. І. Перспективи подальшої інтеграції банківського сектора України у глобальну банківську систему. *Актуальні проблеми міжнародних відносин*: Збірник наукових праць. Випуск 72. Частина II (у двох частинах). К.: Київський національний університет імені Тараса Шевченка. Інститут міжнародних відносин, 2008. С. 47–51.

327. Сльозко О. О. Ризикові економіки: адаптація чи розвиток? *Світова фінансова криза та її вплив на країни з ризиковими економіками*: матер. міжвід. наук.-теорет. конф. (Київ, 25 лист. 2008 р.). Київ: Інститут світової економіки і міжнародних відносин НАН України, 2009. С. 35–48.

328. Сльозко О. О. Грамотна глобальна макроекономічна політика України на фінансовому ринку – стратегія конкурентоспроможності. *Конкурентоспособность и инновационное развитие Украины: проблемы науки и практики*. Научный информационный журнал. Харьков: Бизнес Информ, 2009. № 12 (375). С. 122–125.

329. Слезко Е. А. Зависимость создания сильных институтов рыночной экономики от скорости реформ. *Україна в системі світових економічних процесів*: матеріали міжнародної науково-практичної конференції (Харків, 17–18 груд. 2009 р). МСУ, 2009. С. 103–110.

330. Slozko Olena. Current state and future development in Ukrainian corporate finance (818). *Culture, cohesion and competitiveness: regional perspectives*. ERSA 2008 – LIVERPOOL, UK. P.5.J-6.J.

331. Slozko Olena, Kalugin Andrey, Komatsu Satoru, Kaneko Shinji. Citizens' perception of past environment and liability in countries with transition: evidence from Kemerovo, Russia. *Transition Studies Review*. № 172. Environment, climate and global warming. Vienna, 2010. P. 28 – Q56 – Q58.

332. Сльозко О. О. Ринкова капіталізація – характеристика успішності акціонерної компанії. *Світові процеси капіталізації: економічний,*

політичний, соціальний аспект: матер. міжвід. наук. конф. (Київ, 15 квітня 2008 р.). Київ: Інститут світової економіки і міжнародних відносин НАН України, 2008. С. 165–171.

333. Сльозко О. О. Шляхи реформування фінансової політики держави на сучасному етапі розвитку. Донецьк, 2010. С. 47–48.

334. Slozko Olena. Future of financial market. *Culture, cohesion and competitiveness: regional perspectives*. ERSA 2009. – Lodz., Poland. P.7.J–8.J.

335. Сльозко О., Матвійчук С. Рецесійні процеси у Євросоюзі: сценарії майбутнього. *Дослідження міжнародної економіки: збірник наукових праць*. Вип. 4 (69). Київ: ІСЕМВ НАНУ, 2011. С. 29–36.

336. Сльозко О. О. Посткризові ризики сучасної світової фінансової системи. *Стратегії і механізми регулювання промислового розвитку концепції соціально-економічного розвитку регіонів і умовах викликів глобалізації: збірник наукових праць*, Том 2, Донецьк, 2011. С. 398–401.

337. Слезко Е. А. Управляемость финансового рынка и денежно-кредитная политика в периоды кризиса. *Вестник Казахского университета экономики, финансов и международной торговли*. 2011. № 3–4. Астана: Казахский университет экономики, финансов и международной торговли. С. 114–119.

338. Slozko Olena Impact of global integration process on the economic situation in Ukraine. *The financial Markets in the Context of the New Economy Paradigm*. Bucharest. Journal of Economics, CNCSIS, 2011.

339. Slozko Olena Transformation of modern economies. *ERSA. New Challenges for European Regions and Urban Areas in Globalised World*. Barcelona, 2011.

340. Slozko Olena, Tereshchenko Svitlana. Development of ukrainian labour market. *Restructuring and Ecology: Current Situation. Country Report. E-book*. Vilnius – Szczecin – Kyiv: Vilnius University, University of Szczecin, National University of Food Technologies, Institute of World Economy and International Relations. Published by Kaunas Faculty of Humanities of Vilnius University, 2013. P. 229–251.

341. Сльозко О. О. Порівняльний аналіз практик фінансових систем європейського та українського Причорномор'я. *Украинское причерноморье в национальных и международных координатах развития: материалы 7 международной научно-практической конференции* (г. Феодосия, 20–23 сентября 2011 г.). С. 25–37.

342. Slozko O., Panfilova T., Tereshchenko S. Problems of global financial market management in the period of “Great recession” (2008–2012). *Financial assets restructuring of multinational companies in global economy: Round table materials*. Kyiv: LAT&K, 2012. P. 55–66.

343. Сльозко О. О. Економічні цикли в країнах з перехідною економікою. *Економіка і держава*. 2009. № 4.

344. Сльозко О., Осецький В. Теорії економічних циклів у перехідних економіках. *Економіка та держава*. Міжнародний науково-практичний журнал. 2009. №4 (76). С. 4–7.

345. Сльозко О. О. Вирівнювання проблем фондового ринку України: Стан, проблеми та перспективи вдосконалення економіки України: Матеріали науково-практичної конференції (м. Ужгород, 2–3 жовтня, 2015). С. 20–24.

346. Сльозко О. О. Особливості реалізації ідей постпромислового світу у державах пострадянського простору. *Государства постсоветского пространства в условиях формирования многополюсного мира: исторические уроки и перспективы*: матеріали міжнародної наукової конференції (Київ, 19 листопада 2015 г.).

347. Сльозко О. О. Аналіз проблем регулювання валютних курсів і створення глобальної валюти міжнародним валютним фондом. *Науковий вісник Херсонського державного університету*. Випуск 13, частина 4, 2015. С. 12–16

348. Сльозко О. О. Переваги та недоліки України на ринку фінансових послуг ЄС LBR. Лабораторія правди. URL: <http://lbr.com.ua/publikacii/-ekonomika/perevagi-ta-nedoliki-ukraini-na-rinku-finansovix-poslug-yes.html>.

349. Olena Slozko (co-author Anna Glazova) Geo-financial instability on Ukrainian stock market. *Підвищення стійкості економіки в умовах гео економічної нестабільності: національний та глобальний виміри*: Матеріали II міжнародної науково-практичної конференції (5 листопада 2015 року, м. Київ). С. 8–10.

350. Olena Slozko (co-author Anna Glazova) Geo-Financial Association of Ukrainian Stock Market with European Stock Exchanges: Modern Trends. *International Economics Letters*. Vol. 4, No 1 (2015). URL: <http://www.tplondon.com/journal/index.php/iel/article/viewFile/588/428>.

351. Slozko O. Formation conditions and criteria of regional innovation system in Ukraine World Renaissance: Changing roles for people and places, PP/42-45- Portugal, Lissboa, 2015.

352. Slozko O., (co-author Pelo A.) Idiosyncrasy of global financial virtualization. *Віртуалізація світової економіки: нові підходи до конкурентної боротьби*: Матеріали науково-практичної конференції. 9 квітня 2015 р. ІМВ КНУ ім. Т. Шевченка. С. 26–27.

353. Слезко Е. А. Проблема легитимности института собственности постплановых экономик. *Добробут нації в умовах глобальної нестабільності*: збірник статей наукової конференції в Одеському університеті кафедра міжнародної економіки (Одеса, 24 квітня 2015). Одеса, 2015. С. 34–37.

354. Сльозко О. О., Кузнецова Н. В. Світова торгівля на ринку деривативів: фьючерси. *Науковий вісник Херсонського державного університету*. Випуск 8, 2014, часть 5. (Серія: Економічні науки)
355. Slozko O., Pelo A. The phenomenon of digital technologies implementation in international financial sector. *Перспективи нової глобальної рецесії: механізми протидії*. Матеріали міжнародної науково-практичної конференції. ІМВ Київського Університету ім. Т. Шевченка. 2015. С. 26–28.
356. Сльозко О. О., Міщенко А. Г., Вакуленко Є. В. Глобальні інноваційні стратегії ТНК – локомотив сучасної світової економіки: монографія. Київ: LAT&K, 2014. 180 с.
357. Transition Report 2013. Stuck in Transition? EBRD/[www.tr.ebrd.com](http://www.tr.ebrd.com))
358. Доклад о переходном процессе за 2012 год. Трансграничная интеграция / Лондон: Европейский банк реконструкции и развития. 2012. С. 12. URL: <http://www.ebrd.com/russian/downloads/research/transition/tr12ru.pdf>.
359. Transition Report 2015-16. Rebalancing Finance. EBRD. URL: [www.tr.ebrd.com](http://www.tr.ebrd.com).
360. Аналитическая записка о социально-экономическом развитии и торгово-экономических отношениях государств – участников Содружества Независимых Государств в 2008 году
361. Петров М. В., Плисецкий Д. Е. Возможности и перспективы интеграции стран СНГ в финансовой сфере. *Финансы и кредит*. 2011. № 8 (440). С. 38–48.
362. Трохименко В. Сучасний стан та проблеми розвитку банківських систем країн Співдружності незалежних держав. *Схід*. 2011. С. 67–72.
363. Степаненко-Липовик Б. Банківські системи країн СНД: сучасний стан та наслідки фінансової кризи 2008 року. *Економіст*. 2012. № 7. С. 40–42.

### Список використаних джерел до розділу 3

364. Абалкина А. Развитие банковских систем стран СНГ: особенности финансового посредничества и открытость. *Казахский экономический вестник*. 2013. № 2–3. С. 70–78.
365. Информационно-аналитический доклад / Тематическая группа по взаимодействию в банковской сфере. 2011. 65 с. URL: <http://docplayer.ru/39144080-Информационно-аналитический-доклад.html>.
366. Абалкина А. А. Экспансия иностранных банков в страны СНГ в условиях глобализации и регионализации. *Конфликты экономических и политических интересов на постсоветском пространстве (Мировое развитие. Вып. 4)*. Москва: ИМЭМО РАН, 2008. С. 15–28.
367. Абалкина А. А. Взаимное участие банков в регионе СНГ: масштабы и тенденции. *Банковское дело*. 2010. № 2. С. 29.

368. Некоторые тенденции экономического развития государств – участников Содружества Независимых Государств в 2004–2014 годах (аналитическая записка). Москва, 2014. 22 с.

369. Доля иностранного капитала в общем капитале банковской системе Грузии составляет 77,1%. На долю пяти крупнейших банков приходится 78,8% от общего объёма активов банковской системы. Sputnik Грузия. URL: <http://sputnik-georgia.ru/economy/20151001/228657383.html#ixzz4462e7QkG>.

370. Российские банки составили основу рейтинга банков СНГ – 2015. URL: [http://www.riarating.ru/banks\\_study/20150930/610675030.html](http://www.riarating.ru/banks_study/20150930/610675030.html).

371. Fitch: давление на банковский сектор СНГ сохранится URL: [https://www.fitchratings.ru/ru/rws/press-release.html?report\\_id=996430](https://www.fitchratings.ru/ru/rws/press-release.html?report_id=996430).

372. Мишина В. Ю. Приоритеты развития финансовых рынков и взаимодействия бирж стран СНГ. Москва. С. 92–106.

373. Головнин М. Ю. Фондовые рынки стран СНГ как поле глобальной и региональной конкуренции и сотрудничества. *Конфликты экономических и политических интересов на постсоветском пространстве (Мировое развитие. Выпуск 4)*. Москва: ИМЭМО РАН, 2008.

374. О состоянии и тенденциях развития рынка ценных бумаг в государствах – учасниках СНГ (информационно-аналитический обзор) Исполнительный комитет СНГ Москва, 2009 год. 24 с. URL: <http://www.e-cis.info/page.php?id=14916>.

375. Бюллетень биржевой статистики за 2010 г. URL: <http://mab.micex.ru/papers>.

376. Бюллетень биржевой статистики за 2011 г. 45 с. URL: <http://mab.micex.ru/papers>.

377. Бюллетень биржевой статистики за 2012 г. 45 с. URL: <http://mab.micex.ru/papers>.

378. Бюллетень биржевой статистики за 2012 г. 46 с. URL: <http://mab.micex.ru/papers>.

379. Бюллетень биржевой статистики за 2013 г. 46 с. URL: <http://mab.micex.ru/papers>.

380. Бюллетень биржевой статистики за 2014 г. 46 с. URL: <http://mab.micex.ru/papers>.

381. Шагалов Г. Л. Вопросы валютной политики Российской Федерации в годы рыночных реформ. Депонент Соционет. 2010.

382. Плачинда В. Класифікація режимів валютного курсу. *Вісник НБУ*. 2013, серпень. С. 31–35.

383. Аналитическое резюме к докладу «Риски для государственных финансов государств-участников СНГ в свете текущей мировой

нестабильности» Евразийский банк развития. Центр интеграционных исследований Санкт-Петербург. 2012.

384. Кононов И. Интеграция России с СНГ сократилась. *Экономика и жизнь*. 2014. № 14 (9530).

385. Кокушкина И. В., Мисакян М. Н. Прямые иностранные инвестиции в странах СНГ: современные проблемы. *Вестник СПбГУ*. Сер. 5. 2006. Вып. 4. С. 102–107.

386. Мониторинг взаимных инвестиций в странах СНГ. 2015. Санкт-Петербург: ЦИИ ЕАБР, 2015. 54 с.

387. Титов Д. Взаимные инвестиции в странах СНГ «просели» на 10 %. *Экономика и жизнь*. 2014. № 39 (9555).

388. Шагалов Г. Вызовы в области валютно-финансовой интеграции государств СНГ (выступление на международной конференции «Социально-экономическая трансформация в странах СНГ: достижения и проблемы», организованной ИЭПП).

389. О взаимодействии государств – участников СНГ в валютно-финансовой сфере (информационно-аналитический материал) / Департамент экономического сотрудничества Исполкома СНГ. URL: <http://www.e-cis.info/page.php?id=24606>.

390. Интеграция финансовых рынков стран СНГ. URL: <http://www.rcb.ru/bo/2008-10/18007/>.

391. Сльозко О. О. Трансформація глобальної фінансової системи після кризи 2008–2009 рр. *Теоретические и практические аспекты экономики и интеллектуальной собственности*. 2011. С. 22–34.

392. Сльозко О. О. Фінансування бюджетного дефіциту у перехідних економіках. *Механізми антикризового регулювання соціально-економічного розвитку України з урахуванням світової практики подолання кризових явищ в економіці та соціальній сфері*: матер. наук.-теорет. конф. Київ: ІСЕМВ НАН України. 2011. С. 59–64.

393. Сльозко О. О. Суперечності процесів валютно-фінансової інтеграції. *Интеграционные приоритеты Украины в современном геоэкономическом пространстве*: материалы научно-практической конференции. (Симферополь, 28–29 сентября 2012). Симферополь: Таврический национальный университет имени В. И. Вернадского. 2012. С. 101–103.

394. Богдан Т. П. Фискальные правила как важная составляющая прогрессивных фискальных институтов. *Финансы Украины*. № 4. 2016. С. 7–28.

395. Моисеев А. А. Международные кредитно-финансовые организации. Москва: МНИМП, 1999. С. 97.

396. МВФ и проблема бедности: управление по бюджетным вопросам. *Серия брошюр*. № 52. Вашингтон, МВФ, 1998. С. 1–29.

397. Егоров А. В. Международная финансовая инфраструктура. Москва: Линор, 2009.
398. Табб У. К. Восточно-азиатский финансовый кризис. *Проблемы теории и практики управления*. № 6.
399. Карлос А. Л. Международный валютный фонд нуждается в реформировании. Москва: ИЭПП, 2003.
400. Леонов К. Кредиты МВФ: берем чужие, а отдаем-то свои. *Журнал нового тысячелетия 2000*. 29 марта 2000. С. 5.
401. МВФ оказывает содействие в решении проблемы 2000 года. LENTA.RU: В МИРЕ. URL: <http://lenta.ni/world/1999/09/24/>.
402. Нухович Э. С., Смитиенко Б. М., Эскиндаров М. А. Мировая экономика на рубеже XX–XXI веков. Москва: Финансовая академия при Правительстве РФ. 1995.
403. Евстигнеев В. Р. Страны с переходной экономикой и Бреттон-Вудские кредиторы. *Общественные науки и современность*. 1997. № 4.
404. Звонова Е. А. Международный валютный фонд в мировых финансово-экономических отношениях. Москва: Изд-во рос. эконом, акад., 2000.
405. Зевин Л. З. Проблемы регулирования глобальных экономических процессов. *Мировая экономика и международные отношения*. 2002. № 7. С. 38–45.
406. Красавина Л. Н. Международные валютно-кредитные и финансовые отношения. Москва: Финансы и статистика, 2001.
407. Нерадивым правительствам кредиты просто так не достанутся. Национальная электронная библиотека (НЭБ) по материалам: Сегодня, Москва, 12.01.99.
408. Смыслов Д. В. Международный валютный фонд: современные тенденции и наши интересы. Москва: Финансы и статистика. 1993. С. 170.
409. Основные итоги деятельности МВФ. *БИКИ*. 19 марта 2002. № 29.
410. Сердинов Э. М. Архитектура международной финансовой системы. *Банковское дело*. 1999. № 12. С. 24.
411. IBRD Annual Report. 1994. Washington, 1994. P. 104–106.
412. ЮНКТАД. Доклад о торговле и развитии, 2013 год. Обзор / Организация Объединенных Наций, ЮНКТАД. Доклад о торговле и развитии, 2013 год. Обзор / Организация Объединенных Наций, 2013.
413. Обзор МВФ. Издание Международного валютного фонда. Сентябрь 1996. С. 17.
414. Alesina, Alberto, and Silvia Ardagna, 2010, “Large Changes in Fiscal Policy: Taxes Versus Spending,” in *Tax Policy and the Economy*, ed. by Jeffrey R. Brown, Vol. 24, pp. 35–68.



415. Звонова Е. А. Международное внешнее финансирование и мировой долг. ОБОЗРЕВАТЕЛЬ OBSERVER, N 10–11, 2000, с. 56
416. IMF Working Paper, Fiscal Affairs Department. The Challenge of Debt Reduction during Fiscal Consolidation / Prepared by Luc Eyraud and Anke Weber. - March 2013.
417. European Commission MEMO. European Commission to press for adequate funding for jobs at Milan employment summit. Brussels, 7 October 2014. URL: [http://europa.eu/rapid/press-release\\_MEMO-14-565\\_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-565_en.htm).
418. International Monetary Fund. Fiscal Monitor, October 2014. Back to Work, How Fiscal Policy Can Help. URL: <http://www.imf.org>.
419. Baungsaard T., A. Mineshima, M. Poplawski-Ribeiro, and A. Weber, 2012, “Fiscal Multipliers”, in Post-crisis Fiscal Policy, ed. by C. Cottarelli, P. Gerson, and A. Senhadji. Washington: International Monetary Fund.
420. IMF Working Paper. Fiscal Multipliers and the State of the Economy / Prepared by Anja Baum, Marcos Poplawski-Ribeiro, and Anke Weber. December 2012.
421. IMF Working Paper. The Economic Effects of Fiscal Consolidation with Debt Feedback / Prepared by Marcello Estevão and Issouf Samake. May 2013.
422. IMF Working Paper, Fiscal Affairs Department. The Challenge of Debt Reduction during Fiscal Consolidation / Prepared by Luc Eyraud and Anke Weber. March 2013.
423. OECD. Choosing fiscal consolidation instruments compatible with growth and equity. July 2013.
424. IMF Working Paper. The Composition of Fiscal Consolidation Matters: Policy Simulations for Hungary / Prepared by Alejandro Guerson Authorized for distribution by Abdelhak Senhadji October 2013.
425. Преодоление глобального кризиса. Годовой отчет 2009. Вашингтон, МВФ. 84 с. URL: <http://www.imf.org>.
426. IMF Supported Macroeconomic Policies and the World Recession: A Look at Forty One Borrowing Countries. Washington, Center for Economic and Policy Research. October 2009. 97 p. URL: <http://www.cepr.net>.
427. МВФ о последствиях кризиса для стран с низким уровнем дохода. URL: <http://ictsd.net/i/news/bridgesrussian/43918/>.
428. Пересмотр основы кредитования МВФ. Пресс-релиз № 09/85. 24 марта 2009 года.
429. Панфілова Т. О., Саакадзе Л. В. Кредити МФО та їх роль у період розгортання кризових явищ. *Глобальна роль міжнародних фінансових організацій у періоди економічних криз*: матеріали засідання круглого столу, 21 жовт. 2009 р. Київ: КУТЕП, 2010. С. 120–134.
430. Матеріали науково-аналітичного журналу «Євразійська економічна інтеграція». 2011. № 1(10).

431. Матеріали науково-аналітичного журналу «Свразійська економічна інтеграція». 2013. № 1 (18).

432. Сльозко О. О. Проблеми і перспективи співробітництва України з групою Світового банку. Дострокове погашення кредитів – обґрунтування економічної небезпеки для країни-реципієнта. *Актуальні проблеми міжнародних відносин*. Київ: КНУ ім. Т. Шевченка, Інститут міжнародних відносин, 2005. Вип. 51, ч. 2. С. 10–15.

433. Сльозко О. О. Напрями та пропозиції щодо вдосконалення управління міжнародними кредитами. *Актуальні проблеми міжнародних відносин*. Київ: ІМВ Київського національного університету ім. Т. Шевченка, 2005. Вип. 52 (ч. 2). С. 17–19.

434. Сльозко О. О. Сравнительный анализ политик денежного, страхового и фондового рынков на примере развитых стран и переходных экономик на современном этапе развития. *Антологія творчих досягнень*. ІСЕМВ НАН України. Київ: Інститут світової економіки та міжнародних відносин НАН України, 2005. Вип. 2. С. 221–238.

435. Olena Slozko, Roman Kopych The Impact of Fiscal Policy on Macroeconomic Indicators in Ukraine. *Local Governance and Sustainable Development*. 44th Congress of the European Regional Science Association, Book of Abstracts, Special Sessions, ERSAs-ASRDLF2007, Cergy/Paris, France, 2007.

436. Сльозко О. О. МВФ: минуле, сьогодні, майбутнє. *Стратегії партнерства у контексті актуальних проблем всесвітньої історії та міжнародних відносин*: матер. міжнар. наук. конференції ДУ ІВІ НАН України. 31 березня 2015 р. С. 56–70.

437. Сльозко О. О. Оцінка ефективності інвестиційних проектів МБРР та ЄБРР в Україні. *Глобальні та національні проблеми економіки*. Випуск 7. 2015. С. 66–71.

438. Бурлачков В. К., Гусаков А. В. Экономико-математическое моделирование финансового рынка. *Финансовый менеджмент*. 2008. № 5. С. 135–143.

439. Матвійчук А. В. Обґрунтування вибору наукової спрямованості журналу (вступне слово головного редактора). *Нейро-нечіткі технології моделювання в економіці*. 2012. № 1. С. 7–36. URL: [http://nbuv.gov.ua/UJRN/Nntm\\_2012\\_1\\_4](http://nbuv.gov.ua/UJRN/Nntm_2012_1_4).

440. Бурлачков В. К. Экономическая наука и экономическая физика. *Вопросы экономики*. 2007. № 12.

441. Lux T., Marchesi M. Scaling and criticality in a stochastic multi-agent model of a financial market. *Nature*. 1999. № 397.

442. Mantegna R., Stanley H. An Introduction to Econophysics: Correlations and Complexity in Finance. Cambridge University, 2000.

443. Samanidou E., Zschischang E., Stauffer D., Lux T. Microscopic Model of Financial Markets. URL: <http://www2.warwick.ac.uk/fac/soc/wbs/research>.
444. Жданов В. Нелинейные концепции функционирования финансовых рынков. URL : <http://finapex.ru/beginner/market/435-no-linear-concept-of-financial-markets>.
445. Mandelbrot B. The fractal geometry of nature, New York, W. H. Freeman, 1982.
446. Петерс Э. Фрактальный анализ финансовых рынков. Москва: Интернет-трейдинг, 2004.
447. Soros G. The Alchemy of Finance, Simon & Scuster, 1988.
448. Запков О. О., Толстопятенко А. В., Черемных Ю. Н. Математические методы в экономике: учеб. Москва: МГУ им. М. В. Ломоносова, Изд-во «Дело и Сервис», 1997. 248 с.
449. Камінський А. Б. Економіко-математичне моделювання фінансових ризиків: автореф. дис. докт. екон. наук: 08.00.11 / КНУ ім. Т. Шевченка. Київ, 2007. 34 с.
450. Недосекин А. О. Методологические основы моделирования финансовой деятельности с использованием нечетко-множественных описаний: дис. докт. экон. наук: 08.00.13 «Математические и инструментальные методы экономики» / СПбГУЭФ. СПб., 2003. 280 с.
451. Галіцин В. К., Лазарева С. Ф. Інформаційний менеджмент: наука про інформаційні процеси та управління ними, перспективи його розвитку. *Моделювання та інформаційні системи в економіці*. Київ: КНЕУ, 2006. Вип. 74. С. 5–29.
452. Вітлінський В. В. Актуальні питання розвитку теорії ризику. *Моделювання та інформаційні системи в економіці*. Київ: КНЕУ, 2006. Вип. 74. С. 30–38.
453. Edgar E. Peters. Chaos and Order in the Capital Markets: A New View of Cycles, Prices, and Market Volatility. New York: John Wiley & Sons Inc., 1996. 239 p.
454. Вітлінський В. В., Матвійчук А. В. Зміна парадигми в сучасній теорії економіко-математичного моделювання. *Економіка України*. 2007. № 11. С. 35–43.

#### **Список використаних джерел до розділу 4**

455. Maria Vassalou, Yuhang Xing. Default Risk I Equity Returns. *The Journal of Finance*. 2004. Vol. LIX. No. 2. P. 831–868.
456. Wiener N. Differential-space. *J. Math. Phys. Math. Inst. Technol.* No. 2. 1923. P. 131–174.
457. Osborne M. F. M. Periodic Structure in the Brownian Motion of Stock Prices. *Journal of Operations Research*. 1960. No. 10. P. 345–379.

458. Case J. The Modeling and Analysis of Financial Time Series. *The American Mathematical Monthly*. 1998. Vol. 105. No. 5. P. 401–411.
459. Friedman B. M., Laibson D. I. Economic Implications of Extraordinary Movements in Stock Prices. *Brookings Papers on Economic Activity*. 1989. No. 2. P. 137–189.
460. Lo A., Mackinlay A. C. Stock Market Prices Do Not Follow Random Walks: Evidence from a Simple Specification Test. *Review of Financial Studies*. 1988. Vol. I. No. 1. P. 41–66.
461. Turner A. L., Weigel E. J. Daily stock market volatility. *Management Science*. 1992. No. 38. P. 1586–1609.
462. Sharpe W. F. A Simplified Model of Portfolio Analysis. *Management Science*. 1963. January. P. 277–293.
463. Lintner J. The Valuation of Risk Assets and The Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets. *Review of Economics and Statistics*. 1965. February. P. 13–37.
464. Engle R. F. Autoregressive Conditional Heteroskedasticity with Estimates of the Variance of United Kingdom Inflation. *Econometrica*. 1982. Vol. 50. P. 987–1007.
465. Bollerslev T. Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity. *Journal of Econometrics*. 1986. Vol. 31. P. 307–327.
466. McCulloch W. S., Pitts W. A logical calculus of the ideas immanent in nervous activity. *Bulletin of Mathematical Biophysics*. 1943. Vol. 5. P. 115–133.
467. Mandelbrot B. B. The Fractal Geometry of Nature. New York: W. H. Freeman and Company, 1977. 468 p.
468. Edgar E. Peters. Fractal Market Analysis: Applying Chaos Theory to Investment and Economics. New York: John Wiley & Sons Inc., 1994. 315 p.
469. Mandelbrot B. B. The variation of certain speculative prices. *Journal of Business*. 1963. No. 36. P. 394–419.
470. Матвійчук А. В. Штучний інтелект в економіці: нейронні мережі, нечітка логіка : Монографія. Київ: КНЕУ, 2011. 439 с.
471. Zadeh L. Fuzzy Sets. *Information and Control*. 1965. Vol. 8. № 3. P. 338–353.
472. Mandelbrot B. B. A Multifractal Walk Down Wall Street. *Scientific American*. 1999. No. 2. P. 70–73.
473. Матвійчук А. В. Прогнозування розвитку фінансових показників із використанням апарату нечіткої логіки. *Фінанси України*. 2006. № 1. С. 107–115.
474. Матвійчук А. В. Нечеткая идентификация и прогнозирование финансовых временных рядов. *Экономическая наука современной России*. 2006. № 3 (34). С. 29–44.

475. Matviychuk Andriy. Fuzzy logic approach to identification and forecasting of financial time series using Elliott wave theory. *Fuzzy Economic Review*. 2006. November. Vol. XI. No. 2. P. 51–68.
476. Гунин Г.А. Нечёткая логика как альтернативный подход к формированию инвестиционного портфеля. *Экономическая кибернетика: системный анализ в экономике и управлении: сборник научных трудов*. 2002. Вып. 4. С. 72–76.
477. Дилигенский Н. В., Дымова Л. Г. и др. Нечеткое моделирование и многокритериальная оптимизация производственных систем в условиях неопределенности: технология, экономика, экология. Москва: Машиностроение-1, 2004. 401 с.
478. Долятовский В. А., Касаков А. И., Коханенко И. К. Методы эволюционной и синергетической экономики в управлении. Ростов-на-Дону: РГЭУ, 2001. 578 с.
479. Шарапов О. Д., Дербенцев В. Д., Соловйов В. М. Сучасні методи дослідження складних фінансово-економічних систем. *Вісник Української академії банківської справи*. 2006. Вип. 20. С. 100–110.
480. Сергеева Л. Н. Нелинейная экономика: модели и методы / научн. ред. д-р экон. наук, проф. Ю. Г. Лысенко. Запорожье: Полиграф, 2003. 218 с.
481. Занг В. Б. Синергетическая экономика. Время и переменны в нелинейной экономической теории. Москва: Мир, 1999. 336 с.
482. Gilmore C. G. An examination of nonlinear dependence in exchange rates, using recent methods from chaos theory. *Global Finance Journal*. 2001. No. 12. P. 139–151.
483. Black F., Scholes M. The Pricing of Options and Corporate Liabilities. *The Journal of Political Economy*. 1973. No. 3. Vol. 81. P. 637–659.
484. Merton R. Theory of Rational Option Pricing. *Bell Journal of Economics and Management Science*. 1973. No. 4. P. 141–183.
485. Altman E. I. Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy. *The Journal of Finance*. 1968. No. 4. P. 589–609.
486. Недосекин А. О. Нечетко-множественный анализ рисков фондовых инвестиций. Санкт-Петербург: Сезам, 2002. 181 с.
487. Lopez J., Spiegel M. Financial Structure and Macroeconomic Performance over the Short and Long Run. *Pacific Basin Working Paper Series*. 2002. No PB02-05.
488. Loayza N., Ranciere R. Financial Development, Financial Fragility, and Growth. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2005/wp05170.pdf>.
489. Дилигенский Н. В., Дымова Л. Г., Севастьянов П. В. Нечеткое моделирование и многокритериальная оптимизация производственных систем в условиях неопределенности: технология, экономика, экология. Москва: Машиностроение-1, 2004. 401 с.

490. Долятовский В. А., Касаков А. И., Коханенко И. К. Методы эволюционной и синергетической экономики в управлении. Ростов-на-Дону: Рост. гос. экон. ун-т, 2001. 578 с.
491. Шарапов О. Д., Дербенцев В. Д., Соловйов В. М. Сучасні методи дослідження складних фінансово-економічних систем. *Вісник Української академії банківської справи*. 2006. Вип. 20. С. 100–110.
492. Brigo D., Mercurio F. *Interest Rate Models-Theory and Practice: With Smile, Inflation and Credit*. 2nd Ed. Ber-lin: Springer. 2006.
493. Brooks P. K. The Bank Lending Channel of Monetary Transmission: Does It Work in Turkey? *IMF Working Paper*. 2007. № 272. P. 1–11.
494. Campbell J. Y. Asset Pricing at the Millennium. *The Journal of Finance*. 2000. Vol. 55. № 4. P. 1515–1567.
495. Catão L., Laxton D., Pagan A. Monetary Transmission in an Emerging Targeter: The Case of Brazil. *IMF Working Paper*. 2008. № 191. P. 1–42.
496. Fama E., French K. The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence. *Journal of Economic Perspectives*. 2004. Vol. 18. № 3. P. 25–46.
497. Hull J. *Options, Futures and Other Derivatives*. 6th Ed. New Jersey: Prentice Hall. 2005.
498. Morsink J., Bayoumi T. A Peek Inside the Black Box: The Monetary Transmission Mechanism in Japan. *IMF Staff Papers*. 2001. Vol. 48. P. 22–57.
499. Poddar T., Sab R. The Monetary Transmission Mechanism in Jordan. *IMF Working Paper*. 2006. № 48. P. 1 – 26.
500. Roldos J. Disintermediation and Monetary Transmission in Canada. *IMF Working Paper*. 2006. № 84. P. 1–33.
501. Егоров А. В., Меркурьев И. Л. Реакция российского финансового рынка на дестабилизацию мировой экономики. *Банковские услуги*. 2008. № 12. С. 2–10.
502. Иванченко И. С., Наливайский Ю. В., Рыбчинская И. В. Особенности функционирования процентного канала денежно-кредитной трансмиссии в России. *Финансы и кредит*. 2007. № 9. С. 12–20.
503. Коваленко О.В. Переломный год для российского рынка МБК. *Банковское дело*. 2009. № 5. С. 61–65.
504. Мойсейчик Г. Инфляционное таргетирование и возможности его применения в Беларуси. *Банковский вестник (Национальный банк Республики Беларусь)*. 2007. № 4. С. 20–25.
505. Луцишин З. О. Трансформація світової фінансової системи в умовах глобалізації. Київ: ДруКована Україна, 2002. С. 234–235.
506. Рязанова Н. С. Суторміна В. М. та інші. *Фінанси зарубіжних корпорацій: навч. посібник; за ред. В. М. Федосова*. Київ: Либідь, 1993. С. 71–75.
507. Financial flows linked to the production and trafficking of Afghan opiates. FATF Report (June, 2014) URL: <http://www.fatf->

gafi.org/media/fatf/documents/reports/Financial-flows-linked-to-production-and-trafficking-of-afghan-opiates.pdf.

508. Особливості функціонування офшорних зон. URL: <http://www.offshorecompany.com/ru/banking/>.

509. Virtual Currencies Key Definitions and Potential AML/CFT Risks. FATF Report (June, 2014). URL: <http://www.fatf-gafi.org/media/fatf/documents/reports/Virtual-currencies-key-definitions-and-potential-AML/CFT-risks.Pdf>.

510. Как работает биткоин – виртуальная валюта, которая набирает все большую популярность в мире. URL: <http://altapress.ru/story/127419>.

511. Регулятори США почали перевірки фактів шахрайства з цифровою валютою. URL: <http://ua.korrespondent.net/business/financial/1591645-regulyatori-ssha-pochali-perevirki-faktiv-shahrajstva-z-cifrovoyu-valyutoyu>.

512. Варієність віртуальної валюти Bitcoin. URL: <http://news.bigmir.net/business/777877-Kyrs-virtyalnoi-valuti-Bitcoin-vpershe-v-istorii-zris-vishe-1000>.

513. Сучасні тенденції трансформації світової фінансової системи. Сльозко О. О., Плотніков О. В., Пафілова Т. О. та ін. Київ: ICEMB НАН України 2014. 564 с.

514. Швайка М. А., Пельо А. Б. Світова фінансова криза та шляхи її подолання. *Віче*: журнал Верховної Ради України. березень 2011. С. 15–20.

515. Рогач О. І. Міжнародні фінанси: підручник. Київ: Либідь, 2003. 784 с.

516. Рыночная цена Bitcoin. URL: [http://blockchain.info/ru/charts/market-price?timespan=1year&showDataPoints=false&daysAverageString=1&show\\_header=true&scale=0&address=](http://blockchain.info/ru/charts/market-price?timespan=1year&showDataPoints=false&daysAverageString=1&show_header=true&scale=0&address=).

517. Regulation (Eu) No 1092/2010 Of The European Parliament And Of The Council of 24 November 2010 on European Union macro-prudential oversight of the financial system and establishing a European Systemic Risk Board. *Official Journal of the European Union Law*. 331/1, 15.12.2010.

518. Regulation (eu) no 1093/2010 of the european parliament and of the council of 24 November 2010 establishing a European Supervisory Authority (European Banking Authority), amending Decision No 716/2009/EC and repealing Commission Decision 2009/78/EC. *Official Journal of the European Union Law*. 331/12, 15.12.2010.

519. Regulation (Eu) No 1094/2010 Of The European Parliament And Of The Council of 24 November 2010 establishing a European Supervisory Authority (European Insurance and Occupational Pensions Authority), amending Decision No 716/2009/EC and repealing Commission Decision 2009/79/EC. *Official Journal of the European Union Law*. 331/48, 15.12.2010.

520. Regulation (eu) no 1095/2010 of the European Parliament and of the council of 24 November 2010 establishing a European Supervisory Authority

(European Securities and Markets Authority), amending Decision No 716/2009/EC and repealing Commission Decision 2009/77/EC. *Official Journal of the European Union Law*. 331/84, 15.12.2010.

521. Directive 2010/78/Eu Of The European Parliament And Of The Council of 24 November 2010 amending Directives 98/26/EC, 2002/87/EC, 2003/6/EC, 2003/41/EC, 2003/71/EC, 2004/39/EC, 2004/109/EC, 2005/60/EC, 2006/48/EC, 2006/49/EC and 2009/65/EC in respect of the powers of the European Supervisory Authority (European Banking Authority), the European Supervisory Authority (European Insurance and Occupational Pensions Authority) and the European Supervisory Authority (European Securities and Markets Authority). *Official Journal of the European Union Law*. 331/120, 15.12.2010.

522. Council Regulation (EU) No 1096/2010 of 17 November 2010 conferring specific tasks upon the European Central Bank concerning the functioning of the European Systemic Risk Board. *Official Journal of the European Union Law*. 331/162 15.12.2010.

523. Sadakova Y. Debate on transaction tax heats up in Europe. Marketwatch, March 12, 2012. URL: <http://www.marketwatch.com/story/debate-on-transaction-tax-heats-up-in-europe-2012-03-12>.

524. BaFin-Exekutivdirektor Raimund Röseler: Künftige Krisen verhindern. URL: [http://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2013/fa\\_bj\\_2013\\_05\\_crd\\_iv.html](http://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2013/fa_bj_2013_05_crd_iv.html).

525. Treanor J. Bankers' Bonuses: European watchdog says many more staff will face curbs. *The Guardian*, May 21, 2013.

526. Capital Requirements Directive IV (CRD IV) A Cicero Consulting Special Report, London, Brussels. P. 3.

527. Якубовський С. О., Хаддад К. Б., Ломачинська І. А. Розвиток банківської системи Австрії в умовах глобалізації. *Науковий вісник Ужгородського університету. Серія «Економіка»*. Тематичний розділ: Світове господарство і міжнародні економічні відносини. Випуск 17, частина 2, 2018. С. 148–152.

528. Якубовський С. О. Диверсифікація ринку природного газу ЄС та України в умовах транснаціоналізації міжнародного бізнесу. *Вісник Одеського національного університету*. Серія : Економіка. 2017. Т. 22, Вип. 10. С. 18–21.

529. Якубовський С. О., Белякова В. В., Масленников С. І. Принципи державного регулювання національної економіки в умовах глобалізації. *Вісник Одеського національного університету. Серія : Економіка*. 2017. Т. 22, Вип. 2. С. 65-69.

530. Cutting Through the FinTech Noise: Markers of Success, Imperatives for Banks – McKinsey , December 2015, p. 2. 12 pp.



531. Weissman R. Reflections on Glass-Steagall and Maniacal Deregulation/Common Dreams, Nov. 12, 2009. URL: <http://www.commondreams.org/view/2009/11/12-8>.
532. Constâncio V. Challenges for the European banking industry.
533. Рачко А. (Нацбанк Польщі) Щорічна дослідницька конференція Національного банку України «Роль центрального банку в забезпеченні економічного розвитку» (18–19 травня 2017 р., Київ).
534. Rosenthal U., Charles M., t'Hart P., Coping with crises: the management of disasters, riots, and terrorism – С.С.Thomas, 1989, p. 10.
535. Телин К. О., Полосин А. В. Политический кризис в зарубежной мысли: концептуализация понятия. *Политическая наука*. 2016. № 4. С. 98.
536. Compartamos: From Nonprofit to Profit. Behind its gentle image is a tough, highly lucrative bank. *BloombergBusinessWeek*. Dec.13, 2007. URL: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2007-12-12/compartamos-from-nonprofit-to-profit>.
537. Bateman M. The Rise And Fall Of Muhammad Yunus And The Microcredit Model. Saint Mary's University (Halifax, Canada): International Development Studies, No.1, Jan., 2014, pp.5–7. 36 pp. URL: <https://www.microfinancegateway.org/sites/default/files/mfg-en-paper-the-rise-and-fall-of-muhammad-yunus-and-the-microcredit-model-jan-2014.pdf>.
538. Ambrose E.-P. China facing full-blown banking crisis, world's top financial watchdog warns. *The Telegraph*. Sept.19, 2016. URL: <http://www.telegraph.co.uk/business/2016/09/18/bis-flashes-red-alert-for-a-banking-crisis-in-china/>.
539. Das S. Can the World Deal With a New Bank Crisis? *Bloomberg*. July 27, 2016. URL: <https://www.bloomberg.com/view/articles/2016-07-28/the-world-isn-t-ready-for-another-banking-crisis>.
540. Protocol (no 4) on the statute of the European System of Central Banks and of the European Central Bank. URL: [http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/en\\_statute\\_-from\\_c\\_11520080509en02010328.pdf](http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/en_statute_-from_c_11520080509en02010328.pdf).
541. Иноземцев В. Л. Европа: думать о себе. Другая дорога из долгового кризиса. *Россия в глобальной политике*. т. 12. № 1. 2014. С. 144.
542. Stiglitz J.A split euro is the solution for Europe's single currency. *Financial Times*. Aug.17, 2016.
543. Ніколайчук С., Хом'як В. Криза в єврозоні: результат відсутності фіскальної дисципліни чи накопичення зовнішніх дисбалансів? *Вісник Національного банку України*. 2013. № 2. С. 28.
544. Communication From The Commission To The European Parliament And The Council. A Roadmap towards a Banking Union. European Commission - Brussels, 12.9.2012, 10 pp.

545. The Five President's Report: Completing Europe's Economic and Monetary Union. European Commission, June 22, 2015, p.11. URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/5presidentsreport.en.pdf>.

546. Weissman R. Reflections on Glass-Steagall and Maniacal Deregulation. Common Dreams, Nov. 12, 2009. URL: <http://www.commondreams.org/view/2009/11/12-8>.

547. Джагитян Э.П., Сильвестров С.Н. Смена парадигмы банковского регулирования в США: от краткосрочных выгод к долгосрочному управлению рисками. *Деньги и кредит*. 2013. №8. С. 57, 60.

548. The Democrats' Latest Job Killing Proposal–The Volcker Rule. GOP.gov, Jan. 27, 2010. URL: <http://www.gop.gov/policy-news/10/01/27/the-democrats-latest-job>.

549. EBIC's Views on the Liikanen Report's Recommendations, pp. 2–3. URL: [http://www.eubic.org/Position%20papers/EBIC%20contribution%20to%20the%20Liikanen%20Report%20\(8.1.2013\).pdf](http://www.eubic.org/Position%20papers/EBIC%20contribution%20to%20the%20Liikanen%20Report%20(8.1.2013).pdf).

550. Possible reform of the structure of the EU Banking sector. EBF Liikanen Task Force Report EBF, June, 2012, p. 3.

551. High-level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector (Chaired by Erkki Liikanen). Final Report. Brussels, 2 October 2012, p.iii. URL: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/bank/docs/high-level\\_expert\\_group/report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/bank/docs/high-level_expert_group/report_en.pdf).

552. Vickers J. The Great Bank Debate / Project Syndicate, 27.12.2012. URL: <http://www.project-syndicate.org/commentary/the-european-union-s-coming-structural-banking-reforms-by-john-vickers>.

553. Young P. EU bank reforms reveal hypocrisy, even from left-wing European govts/RT.Question More, 31.01.14. URL: <http://rt.com/op-edge/eu-bank-reforms-hypocrisy-464/>.

### **Список використаних джерел до розділу 5**

554. Banking structural reform (follow-up to the Liikanen report)//The European Commission. URL: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/bank/structuralreform/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/bank/structuralreform/index_en.htm).

555. Governor Erkki Liikanen: Too-big-to-fail and a reform of banking structures. Rome, 27 June 2014. Suomen Pankki. URL: [http://www.suomenpankki.fi/fi/suomen\\_pankki/ajankohtaista/puheet/Pages/300614\\_EL\\_puhe.aspx](http://www.suomenpankki.fi/fi/suomen_pankki/ajankohtaista/puheet/Pages/300614_EL_puhe.aspx).

556. Economic Snapshot for the Euro Area. FocusEconomics, July 26, 2017. URL: <http://www.focus-economics.com/regions/euro-area>.

557. Consolidated Version of the Treaty on the Functioning of the European Union/Official Journal of the European Union, 09.05.2008 p. C115/99. URL: <http://eurlex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2008:115:0047:0199>.

558. Becker B., Ivashina V. Financial Repression in the European Sovereign Debt Crisis. Swedish House of Finance Research Paper No 14–13. URL: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2429767](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2429767).

559. Purju A. Euro Crisis, Old and New Trilemmas and Estonia's Position. *Baltic Journal of European Studies* Tallinn University of Technology (ISSN 2228-0588), Vol. 2, No. 1 (11), p. 16–17. URL: [http://www.ies.ee/iesp/No11/articles/01\\_Alari\\_Purju.pdf](http://www.ies.ee/iesp/No11/articles/01_Alari_Purju.pdf).

560. Beddoes Z.M. Credibility on the line. *The Economist*. The World in 2014, p. 26.

561. Barker A. Banking union: the limits of the backstops deal. Brussel Blog, Dec.18, 2013. URL: <http://blogs.ft.com/brusselsblog/2013/12/banking-union-the-limits-of-the-backstops-deal/>.

562. EBA publishes 2016 EU-wide stress test results. EBA, July 29, 2016. URL: <https://www.eba.europa.eu/-/eba-publishes-2016-eu-wide-stress-test-results>.

563. Tighter EU curbs urged on winding down banks. *Financial Times*, Aug.8, 2017. URL: <https://www.ft.com/content/545c1790-7b7f-11e7-ab01-a13271d1ee9c>.

564. ESRB Annual Report 2016, p. 15.

565. Cohn C. Insurers see more demand from banks for cover against cyber attacks, rogue staff. *Reuters*, Business News, Aug. 30, 2017. URL: <https://www.reuters.com/article/us-banks-insurance-operational-risk/insurers-see-more-demand-from-banks-for-cover-against-cyber-attacks-rogue-staff-idUSKCN1BA1AR>.

566. Sandhu M. Banking union will transform Europe's politics. *Financial Times*. July 25, 2017.

567. The Five President's Report: Completing Europe's Economic and Monetary Union. *European Commission*. June 22, 2015, p. 20. URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/5presidentsreport.en.pdf>.

568. Гилман М. Зеркало перемен. МВФЖ есть ли еще время на реформы? *Россия в глобальной политике*. 2016. № 3. С. 207.

569. Bemstein E.M. Reflections on Bretton Woods. In: *The International Monetary System: Forty Years After Bretton Woods*. Proceedings of a Conference Held at Bretton Woods, New Hampshire. May. 1984. P. 17.

570. The international role of the euro. June 2016. European Central Bank. URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/euro-international-role-201606.en.pdf?9dda6b4ee322455185065027edc249e1>.

571. Wan Seok-Dong. Regional Financial Cooperation in East Asia: the Chiang and Beyond. *Bulletin on Asia-Pacific Perspectives*. 2002/2003. P. 96–99. URL: <http://www.unescap.org/sites/default/files/Bulletin02-full.pdf>.

572. Triffin R. The European Monetary System: Tombstone or Cornerstone? In: *The International Monetary System: Forty Years After Bretton Woods*. Proceedings of a Conference Held at Bretton Woods. New Hampshire. May. 1984. P. 164.

573. Evans-Pritchard A. Euro 'house of cards' to collapse, warns ECB prophet. *The Daily Telegraph*. October 16, 2016.

574. Historic Quota and Governance Reforms Become Effective: press release №16 / 25. International Monetary Fund: website. 2016. January 27. URL: <https://www.imf.org/external/np/sec/pr/2016/pr1625a.htm>.

575. Документи Сеульського саміту «Групи двадцяти» (Сеул, Республіка Корея). Офіційний сайт головування Російської Федерації в «Групі двадцяти»: Інтернет-сайт. 2010. 12 листопада. URL: <http://ru.g20russia.ru/documents/#p5>.

576. Комюніке тридцять третій наради Міжнародного валютно-фінансового комітету. International Monetary Fund: website. 2016. April 16. URL: <https://www.imf.org/external/russian/NP/SEC/pr/2016/pr16169r.pdf>.

577. Лондонський саміт лідерів. Офіційний сайт головування Російської Федерації в «Групі двадцяти»: інтернет сайт. 2009. 2 апреля. URL: <http://ru.g20russia.ru/documents/#p5>.

578. Про погляди експертів БРІКС на реформування Міжнародного валютного фонду / І.В. Прокоф'єв, С.В. Каратаєв та інші. Российский институт стратегічних досліджень: Інтернет сайт. 2016. URL: <http://riss.ru/bookstore/monographs/report-2/>.

579. Країни БРІКС домовились разом просувати заборгованості реформи МВФ. Міністерство фінансів Російської Федерації: інтернет-сайт. 2016. 15 квітня. URL: [http://minfin.ru/ru/infomat/press-center/?id\\_4=34434](http://minfin.ru/ru/infomat/press-center/?id_4=34434).

580. 2010 Reforms and Fifteenth General Review of Quotas // IMF Report of the Executive Board to the Board of Governors. International Monetary Fund: website. 2015. January 27. P. 2. URL: <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2015/012815.pdf>.

581. Bradlow, Daniel D. The of the IMF: The Need for Comprehensive Reform. The Intergovernmental Group of Twenty-Four on International Monetary Affairs and Development: website. 2006. URL: <http://173.254.12.6.101/gtwofou/wp-content/uploads/2014/03/Bradlow-1.pdf>.

582. Buiria, Ariel. The Governance of the IMF in a Global Economy. The Intergovernmental Group of Twenty-Four on International Monetary Affairs and Development: website. 2003. P. 7. URL: [http://g24.org/wp-content/uploads/2014/03/Session-1\\_310.pdf](http://g24.org/wp-content/uploads/2014/03/Session-1_310.pdf).

583. Christine Lagarde for breathing space before next round of IMF reforms. The Economic Times: website. 2016. March 13. URL: [http://articles.economictimes.indiatimes.com/2016-03-13/news/71475294\\_1\\_quota-reformsquota-review-imf-reforms](http://articles.economictimes.indiatimes.com/2016-03-13/news/71475294_1_quota-reformsquota-review-imf-reforms).

584. Cooper, Richard N.; Truman, Edwin M. The IMF Quota Formula: Linchpin of Fund Reform / Peterson Institute. Policy Briefs. № B 07-1. The Peterson

Institute for International Economics: website. 2007. February. URL: <https://piie.com/publications/pb/pb07-1.pdf>.

585. Report to the IMF Executive Board of the Quota Formula Review Group. 2000. April 28.

586. Enevoldsen, Thomas. IMF quotas. Danmarks Nationalbank. Monetary Review. Danmarks Nationalbank: website. 2000. Quarter 4. URL: [https://www.nationalbanken.dk/en/publications/Documents/2000/12/kvo4\\_00uk.pdf](https://www.nationalbanken.dk/en/publications/Documents/2000/12/kvo4_00uk.pdf).

587. Fiscal Monitor. International Monetary Fund: website. 2016. April. P.9. URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fm/2016/01/fmindex>.

588. Gade, Thomas Phil; Malthe- Thagaard, Sune; Thomsen, Casper Ristorp. Voice and representation in the IMF / Danmarks Nationalbank. Economics. Monetary review 2nd Quarter 2015. Danmarks Nationalbank: website. 2015. 2nd Quarter. P. 84. URL: <https://www.nationalbanken.dk/en/publications/Documents/2015/06/Voice%20and%20Representation%20in%20the%20IMF.pdf>.

589. Historic Quota Governance Reforms Become Effective: press release №16/25. International Monetary Fund: website. 2016. January 27. URL: <https://www.imf.org/external/np/sec/pr/2016/pr1625a.htm>.

590. How much Greece owes to international creditors. Reuters News Agency: website. 2015. June 28. URL: <http://www.reuters.com/article/us-eurozone-greece-debt-factbox-idUSKCN0P80XW20150628>.

591. Quota Formula Review – Initial Considerations. 2012. February 10. P. 6.

592. IMF Executive Board Reports to the Board of Governors on the 2010 Reforms and the Fifteenth General Review of Quotas: press release №15 / 20). International Monetary Fund: website. 2016. January 28. URL: <http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2016/pr1636.htm>.

593. IMF Quotas. International Monetary Fund: website. 2016. July 13. URL: <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/rus/quotasr.pdf>.

594. IMFC Statement by Jā nis Reirs Chairman EU Council of Economic and Finance Ministers. International Monetary Fund: website. 2015. April 18. URL: <http://www.imf.org/external/spring/2015/imfc/statement/eng/ecofin.pdf>.

595. International financial statistics die do: 2015 Yearbook. International Monetary Fund: website. 2015. P. 424. URL: <http://data.imf.org/?sk=388DFA60-1D26-4ADE-B505-A05A558D9A42&sid=1459341874898&ss=1469128361826>.

596. Kruger, Mark; Lavigne, Robert; McKay, Julie. The Role of the International Monetary Fund in the Post-Crisis World. Bank of Canada. Staff Discussion Paper. Bank of Canada: website. 2016. February. URL: <http://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2016/02/sdp2016-6.pdf>.

597. Quota Formula – Data Update. The Staff Report. International Monetary Fund: website. 2015. July. P.34. URL: <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2015/061915.pdf>.

598. Report to the IMF Executive Board of the Quota Formula. International Monetary Fund: website. 2000. April 28. URL: [https://www.imf.org/external/ np / tre / quota / 2000 / eng / qfrg / report / dload / EBAP52.pdf](https://www.imf.org/external/np/tre/quota/2000/eng/qfrg/report/dload/EBAP52.pdf).

599. Skala, Martin; Thimann, Christian; Wölfinger, Regine. The search for Columbus 'egg: finding a new formula to determine quotas at the IMF / ECB Occasional paper series. No 70. European Central Bank: website. 2007. August. URL: [https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp70.pdf? d894b1e7e8982295381a1a64cdd 5f270](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp70.pdf?d894b1e7e8982295381a1a64cdd5f270).

600. Quota Formula Review Data Update and Issues. International Monetary Fund: website. 2011. August 17. URL: [https://www.imf.org/external/np/pp/eng/ 2011/081711.pdf](https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/081711.pdf).

601. Vestergaard, Jakob; Wade, Robert H. Establishing a New Global Economic Council: Governance Reform at the G20, the IMF and the World Bank / Global Policy Volume 3. Issue 3. 2012. September. URL: [http://media.library.ku.edu. tr / reserve / resspring16 / Intl313\\_ CBakir / 6.Developing.pdf](http://media.library.ku.edu.tr/reserve/resspring16/Intl313_CBakir/6.Developing.pdf).

602. Report to the IMF Executive Board of the Quota Formula. International Monetary Fund: website. 2000. April 28. URL: [https://www.imf.org/external/ np / tre / quota / 2000 / eng / qfrg / report / dload / EBAP52.pdf](https://www.imf.org/external/np/tre/quota/2000/eng/qfrg/report/dload/EBAP52.pdf).

603. Skala, Martin; Thimann, Christian; Wölfinger, Regine. The search for Columbus 'egg: finding a new formula to determine quotas at the IMF / ECB Occasional paper series. No 70. European Central Bank: website. 2007. August. URL: [https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp70.pdf? d894b1e7e8982- 295381a1a64cdd 5f270](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp70.pdf?d894b1e7e8982-295381a1a64cdd5f270).

604. International Monetary Fund. Fiscal Monitor, April 2013. URL: <http://www.imf.org>.

605. International Monetary Fund. Fiscal Monitor, October 2013. URL: <http://www.imf.org>

606. Claessens S., Detragiache E. at al. Analytical aspects of the debt problems of heavily indebted poor countries / The World Bank, Policy Research Working Paper Series 1618. 1996.

607. Reinhart C., Reinhart V., Rogoff K. Public Debt Overhangs: Advanced-Economy Episodes since 1800. *Journal of Economic Perspectives*. 2012. Vol. 26, No. 3. Pp. 69–86.

608. Herndon T., Ash M., Pollin R. Does High Public Debt Consistently Stifle Economic Growth? A Critique of Reinhart and Rogoff. Political Economy Research Institute. 2013. Working Paper No. 322.

609. Cecchetti S., Mohanty M., Zampolli F. The Real Effects of Debt. Federal Reserve Bank of Kansas City, Economic Symposium 2011: Achieving Maximum Long-Run Growth. 2011. Pp. 145–96.

610. Baum A., Checherita C., Rother P. Debt and Growth: New Evidence from the Euro Area. *Journal of International Money and Finance*. 2013. Vol. 32. Pp. 809–21.
611. Sovereign Debt Markets in Turbulent Times: Creditor Discrimination and Crowding-Out / IMF Working Paper. Prepared by Fernando Broner, Aitor Erce, Alberto Martin and Jaume Ventura. December 2013.
612. Sovereign Risk, Fiscal Policy, and Macroeconomic Stability / IMF Working Paper. Prepared by Giancarlo Corsetti, Keith Kuester, Andre Meier, and Gernot J. Mueller. January 2012.
613. Neri S. The Impact of the Sovereign Debt Crisis on Bank Lending Rates in the Euro Area, mimeo, Banca d'Italia. 2013.
614. Євростат. URL: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tec00097 & plugin=1>.
615. Douglas E. and Mankiw G. Government Debt. *NBER Working Paper*. 1998. No. 6470 (Cambridge, Massachusetts).
616. Engen E., Hubbard, G. Federal Government Debt and Interest Rates. *NBER Working Paper*. 2004. No. 1068 (Cambridge, Massachusetts).
617. Middle East and Central Asia Department. Interest Rate Determination in Lebanon / IMF Working Paper. Prepared by Tushar Poddar, Mangal Goswami, Juan Solé, and Victor Echévarria Icaza. April 2006.
618. Government Debt and Long-Term Interest Rates / IMF Working Paper. Prepared by Noriaki Kinoshita. March 2006.
619. Canzoneri M., R. Cumby, and B. Diba. Should the European Central Bank and the Federal Reserve Be Concerned about Fiscal Policy? / Rethinking Stabilization Policy. Kansas City: Federal Reserve Bank of Kansas City. 2002.
620. Laubach T. The Effects of Budget Deficits on Interest Rates: A Review of Empirical Results / Public Debt (Rome: Bank of Italy). 2004. Pp. 427–45.
621. IMF Working Paper. Fiscal Deficits, Public Debt, and Sovereign Bond Yields/ Prepared by Emanuele Baldacci and Manmohan S. Kumar. August 2010.
622. Директива 2004/39/ЄС Європейського Парламенту та Ради “Про ринки фінансових інструментів, що вносить зміни в Директиви Ради 85/611/ЄС і 93/6/ЄС та Директиву 2000/12/ЄС Європейського Парламенту та Ради і припиняє дію Директиви Ради 93/22/ЄС” від 21 квітня 2004 р. URL: [http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/994\\_586](http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/994_586).
623. Жук Є. Зарубіжна практика регулювання фінансових ринків. Інформаційно-аналітичний портал українського агентства фінансового розвитку «Україна фінансова». URL: [http://www.ufin.com.ua/-analit\\_mat/drn/020.htm](http://www.ufin.com.ua/-analit_mat/drn/020.htm)
624. World federation of exchanges. URL: <http://www.world-exchanges.org/statistics>; Українська біржа – регулярно організований ринок цінних паперів і похідних фінансових інструментів // URL: <http://www.ux.ua>

625. Федоренко А. В. Шляхи інтеграції національного фондового ринку України в світові ринки капіталу. *Вісник Тернопільського національного економічного університету*. 2009. № 3. С. 7–19.
626. Статистика [станом на 01.07.2014] / Фонд гарантування вкладів фізичних осіб. URL: <http://www.fg.gov.ua/statistics>.
627. Ломакин В. К. *Мировая экономика*. 3-е изд., стереотип. Москва: ЮНИТИ-ДАНА, 2007. 672 с.
628. Миклашевская Н. А. *Международная экономика*. Москва: Дело и Сервис, 2004. 191 с.
629. Овчинников Г. П. *Международная экономика*. Санкт-Петербург, 1998. 416 с.
630. Ростов Є. Ф. *Економіка країн світу: довідн.* Київ: Картографія, 2009. 242 с.
631. *Економіка зарубіжних країн: підручник* / А. С. Філіпенко, К. Л. Вергун, І. В. Бураковський та ін. Київ: Либідь, 2006. 256 с.
632. *Международная экономика: Краткий конспект лекций* / А. П. Румянцев, Н. С. Румянцева. Київ: МАУП, 1999. 101 с.
633. Лебедева С. Л., Шлихтер С. Б. *Мировая экономика: учебное пособие*. Москва: Изд-во МГТУ им. Н.Э. Баумана, 1994. 148 с.
634. Меньшиков З. Взгляд на реформы и регулирование экономики. *Вопросы экономики*. 1997. № 6. С. 14–20.
635. Зарубіжний досвід макроекономічної стабілізації (на прикладі країн СНД, Центральної і Східної Європи і Латинської Америки). *Інформаційно-аналітичні матеріали НДІ ЦБР*. 1997. Вип. 2. С. 57–86.
636. *Основы экономической теории: вводный курс*. Москва: Прогрес, 1964. 843 с.
637. Нестеренко А. Экономический рост на основе институциональных изменений. *Вопросы экономики*. 1997. № 5. С. 19–29.
638. Илларионов А. Бремя государства. *Вопросы экономики*. 1996. № 9. С. 4–27.
639. Колодко Г. От шока к терапии. Политическая экономия постсоциалистических преобразований. Москва: Эксперт, 2000. 380 с.
640. The World Bank. *Transition: the First Ten Years. Analysis and Lessons for Eastern Europe and the Former Soviet Union*. Washington, 2002.
641. *Экономика России и других постсоветских стран: уч. пособ.* / под ред. доктора экон. наук, проф. А. С. Булатова. *Экономист*. Москва, 2005. 256 с.
642. Селіщев А. С. *Макроекономіка*. 3-е видання. Відкрита економіка. Причини економічного зростання. Динаміка ринків: підручник для вузів. Видавничий будинок «Пітер». 2005. 326 с.
643. Козирев В. М. *Основы современной экономики: підручник*. Москва: Фінанси і статистика, 2000. 368 с.



644. Мазаракі А. А. та ін. Світовий ринок товарів та послуг: регіональна структура : навч. посібник. Київ: Відavn. центр КДТЕУ, 1998.
645. Замков О. О., Толстопятенко А. В., Черемных Ю. Н. Математические методы в экономике. Москва: Дело и сервис, 2001. 368 с.
646. Мэнкью Н. Г. Принципы экономики. Санкт-Петербург: Питер, 2004.
647. Селіщев А. С. Макроэкономика. Санкт-Петербург: Питер, 2000. 235 с.
648. Малиш Н. А. Макроэкономика: навч. посіб. Київ: МАУП, 2003.
649. Вестник РЭО. № 166 від 20.05.05. URL: <http://www.finansy.ru/publ/bp/009.htm>.
650. Российская Бизнес-газета. № 507 от 17 мая 2005 г. <https://rg.ru/gazeta/rg/2005/05/17.html>.
651. Российская Бизнес-газета. № 567 от 15 августа 2006 г. URL: <https://rg.ru/gazeta/biznes/svezh.html>.
652. Жуков Е. Ф. Ценные бумаги и фондовые рынки. Москва: Издательское объединение «Юнити», 1995. 448 с.
653. Закон РФ «О рынке ценных бумаг». Ст. 2.
654. Миркин Я. М. Ценные бумаги и фондовый рынок. Москва: Перспектива, 1995. 323 с.
655. Российская банковская энциклопедия / под ред. Лаврушина О. И. Москва: Энциклопедическая творческая ассоциация, 1995. 300 с.
656. Рынок ценных бумаг: учебник / под ред. В. А. Галанова, А. И. Басова. Москва: Финансы и статистика, 1996. 432 с.
657. Серебрякова Л. А. Мировой опыт регулирования рынка ценных бумаг. *Финансы*. 1996. № 1. С. 14–21.
658. Экономика : учебник / под ред. Булатова А. С. Москва: БЕК, 1996.
659. Эксперты австрийского банка о фондовом рынке России. *Бики*. 1996. № 112.
660. Экономика Грузии. URL: [http://ru.wikipedia.org/wiki/Экономика\\_Грузии](http://ru.wikipedia.org/wiki/Экономика_Грузии).
661. Макроекономічні показники Грузії. URL: <http://www.stat.gr/-Pages/default.aspx>.
662. A. Ang, M. Piazzesi. A No-Arbitrage Vector Autoregression of Term Structure Dynamics with Macroeconomic and Latent Variables. Working Paper. Columbia University. Forthcoming, Journal of Monetary Economics. URL: <http://www.l.gsb.columbia.edu/faculty/aang/papers/bond.pdf>. 2001.
663. Mody, A., and M. P. Taylor. The High Yield Spread as a Predictor of Real Economic Activity: Evidence of a Financial Accelerator for the United States, International Monetary Fund. Working paper No. 02/43 Washington DC. 2003.
664. A. Estrella, F.S. Mishkin. The Yield as a Predictor of U.S. Recessions. Federal Reserve of New York. Current Issues In Economics and Finance. Volume 2 Number 7. June 1996.

665. Robert Hall, Martin Feldstain. The NBER's Recession Dating Procedure. Business Cycle Dating Committee. October 21, 2003. URL: <http://www.nber.org/cycles/recessions.html>.
666. A. Ang, M. Piazzesi, M. Wei. What Does the Yield Curve Tell Us About GDP Growth? Working Paper 10672. URL: <http://www.nber.org/papers/w10672>. August 2004.
667. Джуймасетова А. К. Региональное сотрудничество Республики Казахстан в контексте глобального конкурентного пространства. *Евразийская экономическая интеграция*. 2009. № 4 (5). С. 85–90.
668. Инвестиционная деятельность в Республике Казахстан. *Международный деловой журнал. KAZAKHSTAN*. 2003. № 4.
669. Сльозко О. О. Геоекономічні регресійні моделі для пострадянських країн. *Причорноморські економічні студії*. 2016. №6. С. 26–29.
670. Borzenko O., Reznikova N., Rubzova M., Panchenko V. Estimates of Trade Dependence of Ukraine: An Indicator of Effectiveness of its Economic Structure and Foreign Economic Activities. *Journal Global Policy and Governance*. 2017. Vol. 6, No 1. URL: <http://transitionacademiapress.org/jgpgp/article/view/186>.
671. *Социально-экономическое развитие республики Казахстан*. Ежемесячный информационно-аналитический журнал. Том 1, 3, январь-апрель 2011. Астана. 432 с.
672. Предварительные данные за 2010 год. Статистический сборник / под ред. Смаилова А. А. 2011. 252 с.
673. Буренин А. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов. Москва, 2011. 394 с.
674. Есипов В. Е., Терехова В. и др. Экономическая оценка инвестиций. Санкт-Петербург, 2006. 288 с.
675. Экономика Казахстана. URL: [http://ru.wikipedia.org/wiki/Экономика\\_Казахстана/](http://ru.wikipedia.org/wiki/Экономика_Казахстана/).
676. Сльозко О. О. Роль соціального маркетингу у системі страхування. *Проблеми та перспективи розвитку маркетингу, зв'язків з громадськістю та дизайну в умовах глобалізації та розбудови української держави*: матеріали V Всеукраїнської наук.-практ. конференції (м. Київ, 24 березня 2016 р.). – Київ: МАУП, 2016. С. 18–25.
677. Довідка про стан розвитку економіки Республіки Казахстан (січень-листопад 2010 р.) URL: [http://www.ukrexport.gov.ua/ukr/oglad\\_-economykaz/4745.html](http://www.ukrexport.gov.ua/ukr/oglad_-economykaz/4745.html).
678. В рейтинге Всемирного экономического форума Казахстан занял 72-е место. URL: [http://rus.azattyq.org/content/Global\\_Competitiveness\\_-\\_Kazakhstan/2153143.html/](http://rus.azattyq.org/content/Global_Competitiveness_-_Kazakhstan/2153143.html/) Сайт Агенства РК по статистике; URL: <http://www.stat.kz/Pages/default.aspx>.

679. Индекс человеческого развития. URL: <http://hdrstats.undp.org/en/countries/profiles/KAZ.html>.
680. Сльозко О. О. Інтеграція з Європейським Союзом: вплив на форму фінансового ринку і подальші можливості розвитку. *Проблеми розвитку прикордонних територій та їх участі в інтеграційних процесах: матеріали V Міжнар. наук.-практ. конф. (м. Луцьк, 16–17 жовтня 2008 р.)*. Луцьк: РВВ «Вежа» Волин. нац. ун-ту ім. Лесі Українки, 2008. С. 75–85.
681. Арефьев Н. В., Никитчук І. І. Білорусія йде вперед. Нам є чому вчитися у братів. Радянська Росія. 2005. URL: [http://www.sovross.ru/2005/40/40\\_7\\_1.htm](http://www.sovross.ru/2005/40/40_7_1.htm).
682. Безуглій В. В. Економічна і соціальна географія зарубіжних країн. Київ: «Академія», 2005. 233 с.
683. Економіка Білорусі. Тенденції, оцінки, прогнози. Щомісячний огляд економіки Білорусі, 2 кв. 2004 р. Center for social and economic research URL: <http://research.by>.
684. Основні положення Програми соціально-економічного розвитку Республіки Білорусь на 2001–2005 роки, стор. 2–3. *Радянська Білорусія*. № 130. 2001.
685. Чужіков В. І. Економіка зарубіжних країн. Київ: КНЕУ, 2005. 183 с.
686. Демоскоп URL: <http://www.demoscope.ru/weekly/2005/0203/pano01.php>.
687. Баронський А. Ринок цінних паперів в Україні. *Фінансова Україна*. 1998. № 47. С. 12–18.
688. Маслова С. О., Опалов О. А. Фінансовий ринок. Київ, 2003. 417 с.
689. Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні». № 448/96-ВР від 30.10.96 р.
690. Закон України «Про цінні папери і фондову біржу». № 1201-ХІІ від 18.06.91 р.
691. Закон України «Про підприємства в Україні». № 887-ХІІ від 27.03.91 р.
692. Закон України «Про цінні папери та фондову біржу» № 13- 477 від 11.09.1999 р..
693. Закон України «Про банки та банківську діяльність» № 4551 від 13.09.2000 р.
694. Постанова ВР України «Про концепцію функціонування та розвитку фондового ринку України» 342/95 ВР від 22.09.1995 р.
695. Баланс затверджений наказом МФУ від 31.03.1999 р. за № 87.

696. Фінансові інвестиції затверджені наказом МФУ від 26.04.2000 р. за № 91.
697. Мозговий О. М., Бурмака М. О. Державне регулювання ринку цінних паперів в Україні. *Ринок цінних паперів України*. № 1. 1997. С. 34–40.
698. Вісник Національного банку України. №8/2000. 124 с.
699. Гольцберг М. А. Акционерные товариства. Фондовая биржа. Операции с ценными паперами. Київ: Текст, 1992. 95 с.
700. Енджел Л., Брендан Бойд. Як купувати цінні папери. Самара: Самар. будинок друку, 1993. 304 с.
701. Макконел К. Р., Брю С. Л. Економікс: принципи, проблеми, політика / пер. з англ. 11-е вид. Київ: Хагар-Демос, 1993. 785 с.
702. Угода про створення Співдружності Незалежних Держав України. URL: [http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/997\\_077](http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/997_077).
703. Постанова Верховної Ради України «Про ратифікацію Угоди про створення Співдружності Незалежних Держав» України. URL: [http://search.ligazakon.ua/l\\_doc2.nsf/link1/T195800.html](http://search.ligazakon.ua/l_doc2.nsf/link1/T195800.html).
704. Заява глав держав Республіки Білорусь, РРФСР, України. URL: [http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/998\\_087](http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/998_087).
705. Угода про створення Співдружності Незалежних Держав. Із змінами та доповненнями Верховної Ради України України. URL: [zakon.rada.gov.ua/laws/show/997\\_149](http://zakon.rada.gov.ua/laws/show/997_149).
706. Бестужев-Лада І. В. Теорія соціального прогнозування і сценарії соціального розвитку Росії і країн СНД на перспективу. Москва, 1998. 234 с.
707. Борісик З. Міжнародна конкурентна політика в умовах глобалізації світової економіки. *Економіка України*. 2005. № 1. С. 86–92.
708. Дюрозель, Ж.-Батіст. Історія дипломатії від 1919 року до наших днів / пер. з фр. Є. Марічева та ін. Київ: Основи, 1999. 903 с.
709. Економіка зарубіжних країн: підручник / А. С. Філіпенко, В. А. Вергун, І. В. Бураківський та ін. Київ: Либідь, 1996. 416 с.
710. Інформація щодо діяльності Міждержавної ради по туризму країн СНД. Кульчинський З., Настюк М., Тищик Б. Історія держави і права України. Львів, 1996. 255 с.
711. Макагон Ю., Майорова І., Медведкін Т. Україна на зовнішній арені: стан та перспективи. *Економіка України*. 2005. № 4. С. 72–81.
712. Малик Я. Історія української державності. Львів, 2001. 320 с.
713. Міжнародні відносини та зовнішня політика (1980–2000 рр.): підручник / Л. Ф. Гайдукив, В. Г. Кремінь та ін. Київ: Либідь, 2001. 624 с.
714. Україна та світове господарство: взаємодія на межі тисячоліть / А.С. Філіпенко, В.С. Будкін та ін. К.: Либідь, 2002. 470 с.

715. Шевченко О. Історія держави і права України. Київ, 1996. 315 с.
716. Панюк І., Рожик М. Історія становлення української державності. Львів, 1995. 270 с.
717. Щербина О. В. Проблеми глобалізації світової економіки. *Формування ринкових відносин в Україні*: збірник наукових праць / наук. ред. І. К. Бондар. Київ: НДЕІ. Випуск 12. 2001. С. 14–17.
718. Кейданський К. Г., Щербина О. В. Державна політика по адаптації економіки України до вимог сучасного світового господарства. *Формування ринкових відносин в Україні*: зб. наук. праць / наук. ред. І. К. Бондар. Київ: НДЕІ. Випуск 1(20). 2003. С. 3–7. (Автору належить розробка стратегії економічної інтеграції України з країнами СНД).
719. Щербина О. В., Богомазова В. М. Структурні зрушення в зовнішній торгівлі товарами України з країнами СНД. *Формування ринкових відносин в Україні*: збірник наукових праць. Київ: НДЕІ. Випуск 2(21). 2003. С. 38–45.
720. Барковский А. Экономические стратегии стран СНГ: поляризация интересов. *Проблемы прогнозирования*. 2003. № 3.
721. Экономическая интеграция в рамках СНГ: Доклад рабочей группы Национального экономического совета. *Российский экономический журнал*. 2002. № 5 / 6.
722. Світова економіка: підручник / А. С. Філіпенко, О. І. Рогач, О. І. Шнирков та ін. Київ: Либідь, 2000. 582 с., с. 421.
723. Бредова В. Экономика стран Восточной Европы в 1994–1995 гг. *Мировая экономика и международные отношения*. 1996. №3.
724. Евстигнеев Р. Н. Десять лет экономических реформ в странах Центральной и Восточной Европы. *Россия и современный мир*. 2003. № 2.
725. Філіпенко А. С., Рогач О. І., Шнирков О. І. та ін. Світова економіка. Київ: Либідь, 2001. 582с.
726. Сардачук П. Д., Сагайдак О. П. Україна в двосторонніх міжнародних відносинах (кінець ХХ – початок ХХІ століть). Київ, 2005. 328 с.
727. Україна у світовому співтоваристві / МЗС. Київ, 1996.
728. Вплив глобальних фінансів на валютно-фінансову систему України: Монографія / [Богдан Т. П., Шаров О. М., Сльозко О. О., Редзюк Є. В. та ін.] / НАН України, ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України». Київ, 2017. 356 с.
729. Договір про зону вільної торгівлі від 18.10.2011. URL: [http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/997\\_n25](http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/997_n25).
730. Угода про асоціацію між Україною, з однієї сторони, та Європейським союзом і його державами-членами, з іншої сторони. URL: <http://comeuroint.rada.gov.ua/komevoint/doccatalog/document?id=56219>.

731. Більшість українців віддають перевагу ЄС, а не вступу в Митний союз – опитування. URL: <http://tsn.ua/politika/bilshist-ukrayinciv-viddayut-perevagu-yes-a-ne-vstupu-v-mitniy-soyuz-opituvannya-294920.html>.

732. Богдан Данилишин Євроінтеграція: економічна доцільність та історичний вибір. URL: <http://www.epravda.com.ua/publications/2013/08/8/388884/>.

733. Комплексная оценка макроэкономического эффекта различных форм глубокого экономического сотрудничества Украины со странами Таможенного союза и Единого экономического пространства в рамках ЕврАзЭС (аналитическое резюме). Санкт-Петербург, 2012. URL: [www.eabr.org/general/upload/reports/Ukraina\\_doklad\\_rus.pdf](http://www.eabr.org/general/upload/reports/Ukraina_doklad_rus.pdf).

734. Україна і Митний союз: проблеми інтеграції. URL: [http://gazeta.dt.ua/internal/ukrayina-i-mitniy-soyuz-problemi-integraciyi-\\_htmlv](http://gazeta.dt.ua/internal/ukrayina-i-mitniy-soyuz-problemi-integraciyi-_htmlv).

735. Vasily Astrov, Peter Havlik and Olga Pindyuk. Trade integration in the CIS: Alternate options, economic effects and policy implications for Belarus, Kazakhstan, Russia and Ukraine The Vienna Institute for International Economic Studies, July 2012.

736. Оразалиев А. А., Хрипкова Л. Н. Таможенный союз ЕврАзЭС как основной реинтеграционный проект на постсоветском пространстве и перспективы его расширения. URL: <http://uecs.ru/uecs-52-522013/item/2115-2013-04-29-08-33-33>.

737. Ермолаев А. В., Клименко И. В. и другие. Перспективы взаимоотношений Украины и Таможенного союза Республики Беларусь, Республики Казахстан и Российской Федерации / под ред. Я. А. Жалило. Киев: НИСИ, 2011. 80 с.

738. Обзор экономического положения Европы 2000. № 2, 3. URL : <http://context.reverso.net>.

739. Обзор экономического положения Европы 2001. № 2. URL : <http://context.reverso.net>.

740. Обзор экономического положения Европы 2002. № 1. URL : <http://context.reverso.net>.

741. Обзор экономического положения Европы 2003. URL : <http://context.reverso.net>.

742. Бестужев-Лада И. В. Теория социального прогнозирования и сценарии социального развития России и стран СНГ на перспективу. Москва, 1998 р.

743. Закон України Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг (ст. 29) м. Київ, 12 липня 2001 року N 2664-III. URL : <http://zakon.nau.ua/doc/?uid=1078.10419.0>.

744. Азаренкова Г. М. Фінансові ресурси та фінансові потоки (теоретичний аналіз). Харків, 2003.
745. Балюк Т. В. Внутрішньофірмовий рух фінансових ресурсів у транснаціональних компаніях. Київ, 2011.
746. Хорн Дж. ван. Основы управления финансами. Москва, 1999.
747. Дзюба П. В. Трансфертне ціноутворення: економічний зміст і специфіка. *Економіка України*. 2006. № 1.
748. Клочко В. П. Діяльність держави в умовах фінансової глобалізації. *Вісник Київ. нац. ун-ту ім. Тараса Шевченка. Серія «Міжнар. відносини»*. Київ, 2002. Вип. 21–24.
749. Корченков О. О. Організація фінансового менеджменту нефінансових ТНК. *Зовнішня торгівля: право та економіка*. 2006. № 1 (24).
750. Луцишин З. Сучасна світова фінансова архітектоніка : тенденції та суперечності розвитку в умовах глобалізації. *Економічний часопис – XXI*. 2005. № 5–6.
751. Луцишин З. О. Інтернаціоналізація потоків капіталу – основа фінансової глобалізації. *Актуальні проблеми міжнародних відносин*: зб. наук, праць: у 2 ч. Київ, 2001. Вип. 30, ч. 1.
752. Луцишин З. О. Трансформація світової фінансової системи в умовах глобалізації. Київ, 2002.
753. Нейкова Л.І. Проблеми прихованої міграції доходів спільних підприємств. *Економіка ринкових відносин*. 2008. № 1 (1).
754. Орехова Т. В. Транснаціоналізація економічних систем в умовах глобалізації. Донецьк, 2007.
755. Рогач О. І. Сучасна світова фінансова криза: причини та шляхи подолання. *Актуальні проблеми міжнародних відносин*: зб. наук, праць: у 2 ч. Київ, 2009. Вип. 86, ч. 1.
756. Рогач О. І. Міжнародне короткострокове фінансування транснаціональної фірми. *Вісник Київ. нац. ун-ту ім. Тараса Шевченка. Серія «Міжнар. відносини»*. Київ, 2002. Вип. 21–4.
757. Рогач О. І. Світова фінансова криза 2008 року як прояв суперечностей сучасної глобалізації. *Актуальні проблеми міжнародних відносин*: зб. наук, праць: у 2 ч. Київ, 2009. Вип. 82, ч. 2.
758. Рогач О. І. Транснаціональні корпорації і економічне зростання країн, що розвиваються. Київ, 1995.
759. Рокоча В. В., Плотніков О. В., Новицький В. С. та ін. Транснаціональні корпорації. Київ, 2001.

760. Руденко Л. В. Управління потоками капіталів у сучасній бізнес-моделі функціонування транснаціональних корпорацій: моногр. Київ: Кондор, 2004. 480 с.
761. Суторміна В. М. Фінанси зарубіжних корпорацій. Київ, 2004.
762. Філіпенко А. С. Динаміка і структура міжнародного поділу праці. *Актуальні проблеми міжнародних відносин*: зб. наук, праць: у 2 ч. Київ, 2008. Вип. 72, ч. 1.
763. Офіційний сайт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку. URL: <http://www.nssmc.gov.ua/fund/info>.
764. Intercontinental Exchange. URL: <https://www.theice.com/index>.
765. Світова федерація бірж. URL: <http://www.world-exchanges.org/home>.
766. Капіталізація світового фондового ринку. URL: <http://www.world-exchanges.org/home>.
767. Динаміка лістингу. URL: <http://www.world-exchanges.org/home>.
768. Electronic Communication Networks (ECNs). URL: <http://www.sec.gov/answers/ecn.htm>.
769. Биржевое дело: учебник / под ред. В. А. Галанова, А. И. Басова. Москва: Финансы и статистика, 1998. С.13.
770. Тофлер Е. Третя хвиля. URL: <http://lib.chdu.edu.ua/pdf/-posibnuku/307/33.pdf>.
771. MForum Analytics. URL: <http://www.mforum.ru>.
772. Сльозко О. О., Плотніков О. В., Пафілова Т. О. та ін. Сучасні тенденції трансформації світової фінансової системи. Київ: ІСЕМВ НАН України 2014. 564 с.
773. Virtual Currencies Key Definitions and Potential AML/CFT Risks. FATF Report (June, 2014). URL: <http://www.fatf-gafi.org/media/fatf/documents/reports/Virtual-currencies-key-definitions-and-potential-AML/CFT-risks>. Pdf.
774. Virtual Currencies Key Definitions and Potential AML/CFT Risks. FATF Report (June, 2014). URL: <http://www.fatf-gafi.org/media/fatf/documents/reports/Virtual-currencies-key-definitions-and-potential-AML/CFT-risks>. Pdf.
775. Financial flows linked to the production and trafficking of Afghan opiates. FATF Report (June, 2014). URL: <http://www.fatf-gafi.org/media/fatf/documents/reports/Financial-flows-linked-to-production-and-trafficking-of-afghan-opiates.pdf>.



776. Регулятори США почали перевірки фактів шахрайства з цифровою валютою. URL: <http://ua.korrespondent.net/business/financial/1591645-regulyatori-ssha-pochali-perevirki-faktiv-shahrajstva-z-cifrovoyu-valyutoyu>.

777. Virtual currency schemes. European Central Bank, October 2012. URL: <http://www.ecb.europa.eu>.

778. Закон України Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг (ст. 29) м. Київ, 12 липня 2001 року N 2664-III. URL: <http://zakon.nau.ua/doc/?uid=1078.10419.0>.

779. Виртуальная экономика и финансовый мир. Часть I. Ольга Павук, доктор економіки, головний редактор Baltic-Course.com, Рига, 24.03.2011. URL: <http://www.baltic-course.com/rus/opinion/?doc=38919>.

780. Котькалова-Литвин І.В. Фінансовий інжиніринг як драйвер світової валютно-фінансової системи. URL: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=3057>.

781. LaRouche: 'It's Wall Street or Mankind, Your Choice': Global Speculative Bubble About to Break the \$2 Quadrillion Barrier. URL: <http://archive.larouchepac.com/node/31160>; Барановський О.І. Економіка «мільних бульбашок». URL: [http://eip.org.ua/docs/EP\\_08\\_4\\_45\\_uk.pdf](http://eip.org.ua/docs/EP_08_4_45_uk.pdf).

## **ДОДАТКИ**

Динаміка ВВП пострадянських країн у 1993-2020 рр.,  
у постійних цінах, %

Країна	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Вірменія	-14,1	5,4	8,0	5,2	3,4	6,3	3,2
Азербайджан	-23,1	-19,7	-13,0	2,5	8,9	6,0	11,4
Білорусь	-7,6	-11,7	-11,1	2,7	11,4	8,5	3,3
Грузія	н/д	н/д	2,6	10,5	10,6	2,9	2,9
Казахстан	-9,2	-12,6	-8,2	0,5	1,7	-1,9	2,7
Киргизька Республіка	-13,0	-19,8	-5,8	7,1	9,9	2,1	3,7
Молдова	-1,2	-30,9	-1,4	-5,9	1,6	-6,5	-3,4
Росія	-8,7	-12,7	-4,1	-3,6	1,4	-5,3	6,4
Таджикистан	-11,1	-21,4	-12,5	-4,4	1,7	5,3	3,7
Туркменістан	-10,0	-17,3	-7,2	-6,7	-11,3	6,7	16,5
Україна	-14,8	-22,8	-12,1	-9,91	-3,2	-1,8	-0,2
Узбекистан	-2,3	-5,2	-0,9	1,7	5,2	4,3	4,3

Продовження таблиці Б.1

Країна	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Вірменія	5,9	9,5	14,8	14,1	10,5	14,1	13,2	13,7	6,9
Азербайджан	6,2	6,5	8,1	10,5	10,2	26,4	34,5	25,0	10,8
Білорусь	5,7	4,7	5,0	6,97	11,4	9,4	9,98	8,7	10,3
Грузія	1,9	4,8	5,5	11,1	5,9	9,6	9,4	12,6	2,6
Казахстан	9,8	13,5	9,8	9,3	9,6	9,7	10,7	8,9	3,3
Киргизька Республіка	5,4	5,3	-0,02	7,0	7,0	-0,2	3,1	8,5	7,6
Молдова	2,1	6,1	7,8	6,6	7,4	7,5	4,8	3,0	7,8
Росія	10,0	5,1	4,7	7,3	7,2	6,4	8,2	8,5	5,2
Таджикистан	8,3	10,2	9,1	10,2	10,6	6,7	7,0	7,8	7,9
Туркменістан	18,6	20,4	15,8	17,1	14,7	13,0	10,97	11,1	14,7
Україна	5,9	9,2	5,30	9,5	11,8	3,1	7,6	8,2	2,2
Узбекистан	3,8	4,2	4,0	4,2	7,4	7,0	7,5	9,5	9,0

Продовження таблиці Б.1

Країна	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Вірменія	-14,2	2,2	4,7	7,1	3,5	3,4	2,5	2,2	2,7	3,0	3,5	3,5
Азербайджан	9,3	4,9	0,1	2,2	5,8	2,8	4,0	2,5	2,9	4,2	4,2	3,4
Білорусь	0,1	7,7	5,5	1,7	1,0	1,6	-3,6	-2,2	0,6	1,0	1,5	1,6
Грузія	-3,7	6,2	7,2	6,4	3,3	4,8	1,9	2,96	4,9	4,99	4,97	4,97
Казахстан	1,2	7,3	7,5	5,0	6,0	4,3	1,5	2,4	3,8	4,0	4,2	4,5
Киргизька республіка	2,9	-0,5	5,9	-0,9	10,5	3,6	1,99	3,6	4,6	4,9	5,2	5,3
Молдова	-5,99	7,1	6,8	-0,7	9,4	4,6	-1,0	1,5	3,0	3,5	4,0	4,0
Росія	-7,8	4,5	4,3	3,4	1,3	0,6	-3,8	-0,6	1,0	1,5	1,5	1,5
Таджикистан	3,9	6,5	7,4	7,5	7,4	6,7	3,0	3,4	4,1	5,0	5,0	5,0
Туркменістан	6,1	9,2	14,7	11,1	10,2	10,3	8,5	8,9	9,2	8,6	8,4	8,2
Україна	-15,1	0,3	5,5	0,2	-0,03	-6,8	-9,0	1,96	3,5	3,96	3,99	4,0
Узбекистан	8,1	8,5	8,3	8,2	8,0	8,1	6,8	7,0	6,7	6,5	6,5	6,5

Джерело: база даних МВФ

Таблиця Б.2

## Інфляція, середні споживчі ціни, процентні зміни у 1993–2020 рр.

Країна	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Вірменія	3 731,8	5 273,4	176,7	18,7	14,0	8,7	0,6	-0,8
Азербайджан	1 129,7	1 664,0	411,8	19,8	3,7	-0,773	-8,525	1,8
Білорусь	1 190,3	2 220,9	709,3	52,7	63,8	73,0	293,7	168,6
Грузія	н/д	н/д	162,7	39,3	6,99	3,6	19,1	4,0
Казахстан	1 662,3	1 401,99	176,3	39,1	17,4	7,3	8,4	13,3
Киргизька Республіка	1 086,2	180,7	43,5	31,96	23,4	10,4	35,9	18,7
Молдова	788,5	329,6	30,2	23,5	11,8	7,7	39,3	31,2
Росія	874,6	307,6	197,5	47,7	14,8	27,7	85,7	20,8
Таджикистан	2 600,7	350,4	612,5	418,5	87,96	43,2	27,5	32,9
Туркменістан	3 102,4	1 748,3	1 005,3	992,4	83,7	16,8	23,5	8,0
Україна	4 734,9	891,2	376,7	80,2	15,9	10,6	22,7	28,2
Узбекистан	534,2	1 568,3	304,6	53,96	70,9	28,98	29,1	25,0

Продовження таблиці Б.2

Країна	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Вірменія	3,1	1,8	4,5	5,9	0,7	3,4	4,553	9,018	3,544	7,274
Азербайджан	1,5	2,8	2,2	6,7	9,7	8,4	16,595	20,820	1,560	5,666
Білорусь	61,1	42,6	28,4	18,1	10,3	6,99	8,429	14,828	12,950	7,743
Грузія	4,7	5,6	4,8	5,7	8,2	9,2	9,245	9,999	1,728	7,111
Казахстан	8,4	5,9	6,5	6,9	7,5	8,6	10,783	17,149	7,296	7,126
Киргизька Республіка	6,9	2,1	3,1	4,1	4,3	5,6	10,204	24,530	6,849	7,759
Молдова	9,6	5,2	11,7	12,4	11,9	12,7	12,382	12,704	0,006	7,358
Росія	21,5	15,8	13,7	10,9	12,7	9,7	9,007	14,108	11,654	6,854
Таджикистан	38,6	12,3	16,4	7,2	7,3	9,97	13,168	20,429	6,419	6,463
Туркменістан	11,6	8,8	5,6	5,9	10,7	8,2	6,259	14,539	-2,672	4,450
Україна	11,96	0,8	5,2	9,0	13,5	9,1	12,843	25,201	15,900	9,365
Узбекистан	27,3	27,3	11,6	6,6	10,0	14,2	12,284	12,747	14,080	9,380

Продовження таблиці Б.2

Країна	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Вірменія	7,653	2,540	5,788	2,981	4,270	3,448	4,000	4,000	4,000	4,000
Азербайджан	7,869	1,023	2,431	1,351	5,035	4,210	4,500	4,500	4,500	4,500
Білорусь	53,228	59,218	18,303	18,107	15,149	14,242	11,699	11,476	11,401	11,401
Грузія	8,543	-0,944	-0,512	3,069	3,712	5,023	4,500	4,000	4,000	4,000
Казахстан	8,329	5,119	5,830	6,719	6,291	8,570	7,490	7,000	6,410	6,000
Киргизька Республіка	16,587	2,768	6,614	7,534	8,294	8,958	6,724	5,870	5,472	5,472
Молдова	7,650	4,558	4,569	5,058	8,444	7,354	6,816	6,509	6,503	6,503
Росія	8,443	5,068	6,763	7,824	15,789	8,634	7,250	5,000	4,000	4,000
Таджикистан	12,422	5,796	5,035	6,061	10,828	8,229	6,473	6,000	6,000	6,000
Туркменістан	5,277	5,314	6,814	5,951	7,026	5,991	5,450	5,100	5,000	4,700
Україна	7,958	0,565	-0,261	12,100	49,979	14,180	9,862	6,981	5,005	5,016
Узбекистан	12,809	12,071	11,190	8,420	9,750	9,216	10,468	10,000	10,000	10,000

Джерело: База даних МВФ

Продовження додатку Б

Таблиця Б.3

**Динаміка ВВП на душу населення пострадянських країн у 2001–2020 рр.,  
у поточних цінах, доларів США**

Країна	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Вірменія	692	779	923	1180	1628	2128	3079	3913	2912	3128
Азербайджан	693	748	864	1019	1538	2415	3759	5213	4933	5847
Білорусь	1241	1474	1813	2370	3115	3838	4727	6367	5172	5813
Грузія	728	777	924	1202	1522	1863	2479	3159	2694	2951
Казахстан	1492	1657	2062	2863	3753	5262	6736	8457	7119	9009
Киргизька Республіка	307	327	378	431	474	541	720	960	864	877
Молдова	407	458	547	720	830	949	1229	1695	1524	1631
Росія	2111	2380	2982	4111	5333	6932	9102	11639	8562	10671
Таджикистан	166	186	234	306	334	398	514	696	661	741
Туркменістан	1469	1815	2347	2871	3418	4191	5006	4084	3776	4072
Україна	815	919	1096	1427	1910	2408	3220	4095	2655	2983
Узбекистан	461	378	393	461	544	639	824	1039	1195	1367

Продовження таблиці Б.3

Країна	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Вірменія	3426	3576	3732	3901	3547	3569	3703	3888	4103	4325
Азербайджан	7106	7472	7934	7937	6794	6700	7413	7700	8640	8905
Білорусь	6301	6721	7724	8042	6583	7081	7612	8192	8928	9721
Грузія	3711	4131	4267	4434	3720	3880	4271	4652	5074	5539
Казахстан	11278	12034	13509	12400	11028	9650	10720	11839	12953	14106
Киргизька Республіка	1116	1166	1269	1256	1198	1264	1351	1444	1538	1629
Молдова	1971	2046	2243	2238	1740	1829	1973	2131	2321	2537
Росія	13320	14069	14468	12718	8447	8058	8949	9892	11031	12247
Таджикистан	836	953	1046	1113	949	921	972	1034	1105	1181
Туркменістан	5290	6263	7190	8271	7534	8570	9574	10600	11790	13176
Україна	3590	3883	4435	3051	2109	2199	2451	2718	2973	32593
Узбекистан	1561	1721	1890	2046	2130	2192	2316	2440	2570	2707

Примітка: блакитним кольором позначено прогнольні дані  
Джерело: складено автором за даними МВФ

### Основні функції фінансового ринку

Автори	Функції фінансового ринку
1	2
<p>М.М.Буднік, Л.С.Мартюшева, Н.В.Сабліна [186, с. 13,14]</p>	<p>Мотивована мобілізація заощаджень суб'єктів господарювання і трансформація акумульованих коштів у позичковий та інвестиційний капітал; Реалізація вартості фінансових активів і організація процесу доведення фінансових активів до споживачів; Перерозподіл на взаємовигідних умовах коштів з метою їх ефективного використання; Фінансове обслуговування учасників економічного кругообігу і забезпечення процесів інвестування у виробництво; Прискорення обороту капіталу та вплив на грошовий обіг; формування ринкових цін на окремі види фінансових активів; Страхова діяльність і формування умов для мінімізації ризиків; Здійснення фінансових операцій, пов'язаних з експортом-імпортом фінансових активів; Розміщення урядових і муніципальних цінних паперів для кредитування органів влади; Розміщення державних кредитних ресурсів серед суб'єктів господарювання.</p>
<p>С. М. Еш [188, с.19]</p>	<p>Загальні Забезпечення взаємодії покупців і продавців фінансових активів, у результаті якої встановлюються ціни на фінансові активи, що зрівноважують попит і пропозицію на них. Запровадження фінансовим ринком механізму викупу в інвесторів належних їм фінансових активів і тим самим підвищення ліквідності цих активів. Фінансові ринки сприяють знаходженню для кожного з кредиторів (позичальників) контрагента угоди, а також суттєво зменшують витрати на проведення операцій та інформаційні витрати. Специфічні функції діють у конкретних сферах. Так у політичній сфері функціями фінансового ринку є: прискорення інтеграційних процесів входження України до світового співтовариства; сприяння становленню економічної самостійності, яка є головною опорою незалежності держави; сприяння створенню справжньої ринкової економічної системи, що є необхідною передумовою розбудови демократичного суспільства; вихід через фондову біржу національного капіталу на світовий ринок з допомогою розповсюдження серед іноземних інвесторів акцій та інших цінних паперів українських підприємств. В економічній сфері: формування ринкових цін на окремі види фінансових активів; організація процесу доведення фінансових активів до споживача через створення мережі різноманітних інститутів з реалізації фінансових активів (банків, бірж, брокерських контор, інвестиційних фондів, страхових компаній, кредитних спілок тощо); фінансове забезпечення процесів інвестування, яке полягає у створенні фінансовим ринком умов для залучення (концентрації) підприємцем фінансових ресурсів, необхідних для розвитку виробничо-торгового процесу; перерозподіл на взаємовигідних умовах грошових коштів підприємств з метою їх ефективного використання; вплив на грошовий обіг, прискорення обороту капіталу, що сприяє активізації економічних процесів; страхова діяльність та формування умов для мінімізації фінансових і комерційних ризиків; операцій, пов'язаних з експортом-імпортом фінансових активів та інші операції, пов'язані із зовнішньоекономічною діяльністю; кредитування уряду, місцевих органів самоврядування шляхом розміщення урядових та муніципальних цінних паперів; розподіл державних кредитних ресурсів і розміщення їх серед учасників економічного кругообігу, між галузями і сферами ринкової діяльності тощо. У соціальній сфері: мотивована мобілізація заощаджень приватних осіб, приватного бізнесу, державних органів, зарубіжних інвесторів, у тому числі й вільних коштів населення для інвестування їх як у виробничу, так і в соціальну сферу; створення нових робочих місць завдяки переміщенню капіталу та інвестуванню тощо. У морально-психологічній сфері: формування у населення ринкової психології, нового економічного мислення та поведінки; створення у суспільстві відповідної морально-психологічної атмосфери, формування довіри до фінансових послуг, до фінансових посередників, до цінних паперів та до операцій з ними; запобігання виникненню на фінансовому ринку зловживань, шахрайства, кримінального середовища тощо.</p>

Продовження додатку В

Продовження таблиці В.1

1	2
В. Н. Князєв, В. А. Слепов [202]	перерозподільна, забезпечення ліквідності, ринкового ціноутворення, формування доходу для учасників ринку, перерозподілу ризиків.
О. В. Ломтагідзе, М. А. Котлярєв, О. А. Школик [203]	Загальноринкові: ціноутворення, ринкове посередництво, оптимізації транзакційних витрат, забезпечення ліквідності активів. Специфічні: переведення заощаджень економічних агентів з непродуктивної форми в продуктивну, перерозподіл акумульованого зведеного капіталу між його кінцевими споживачами, забезпечення ефективного використання капіталу, страхування ризиків учасників, фінансування бюджетного дефіциту; зміна і перерозподіл прав власності на окремі активи, оптимізація обороту капіталу
О. В. Саввіна [204]	Загальноринкові: цінова (формування ціни), інформаційна, розподільна або алокаційна Фінансові: акумулююча (акумулювання грошових ресурсів); інвестиційна; накопичувальна (забезпечує накопичення коштів); ощадна (забезпечує збереження коштів).

Джерело: складено автором

**Частки держав у світовому експорті товарів  
(% до загального підсумку)**

Держави	2002	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
СНД	2,4	3,3	3,6	3,7	4,3	3,6	3,9	4,3	4,4
Азербайджан	0,03	0,07	0,11	0,15	0,19	0,17	0,17	0,19	0,18
Вірменія	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Білорусь	0,12	0,15	0,16	0,17	0,20	0,17	0,17	0,23	0,25
Казахстан	0,15	0,27	0,32	0,34	0,44	0,34	0,39	0,48	0,50
Киргизстан	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Молдова	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Росія	1,65	2,32	2,50	2,53	2,92	2,42	2,62	2,85	2,88
Таджикистан	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Туркменістан	0,04	0,05	0,06	0,06	0,07	0,04	0,04	0,07	0,09
Узбекистан	0,04	0,05	0,05	0,06	0,06	0,09	0,08	0,07	0,06
Україна	0,28	0,33	0,32	0,35	0,41	0,32	0,34	0,37	0,37

Джерело: [323]

Таблиця Г.2

**Частки держав у світовому імпорті товарів  
(% до загального підсумку)**

Держави	2002	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
СНД	1,5	2	2,2	2,6	3	2,6	2,7	2,9	3,1
Азербайджан	0,02	0,04	0,04	0,04	0,05	0,05	0,04	0,05	0,06
Вірменія	0,01	0,02	0,02	0,02	0,03	0,03	0,02	0,02	0,02
Білорусь	0,13	0,15	0,18	0,20	0,24	0,22	0,23	0,25	0,25
Казахстан	0,10	0,16	0,19	0,23	0,23	0,22	0,20	0,20	0,24
Киргизстан	0,01	0,01	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,03
Молдова	0,02	0,02	0,02	0,03	0,03	0,03	0,02	0,03	0,03
Росія	0,90	1,15	1,32	1,56	1,76	1,50	1,60	1,75	1,80
Таджикистан	0,01	0,01	0,01	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Туркменістан	0,03	0,03	0,02	0,03	0,03	0,05	0,04	0,04	0,05
Узбекистан	0,04	0,03	0,04	0,04	0,06	0,07	0,06	0,06	0,06
Україна	0,25	0,33	0,36	0,42	0,52	0,36	0,39	0,45	0,46

Джерело: [323]

Таблиця Г.3

**Питома вага взаємної торгівлі в загальному обсязі зовнішньої торгівлі  
(% до загального підсумку)**

Держави СНД	2008	2009	2010	2011	2012
Азербайджан	7	14	14	15	11
Вірменія	30	29	28	27	30
Білорусь	56	55	57	56	58
Казахстан	26	26	26	25	25
Киргизстан	54	52	50	49	54
Молдова	36	36	35	36	35
Росія	14	15	15	15	14
Таджикистан	44	47	45	45	45
Україна	38	39	41	42	39

Джерело: [323]

Таблиця Г.4

**Питома вага взаємної торгівлі СНД у загальному обсязі зовнішньоторговельного обігу,  
%**

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
СНД	28	27	25	26	27	23	22	23	22	22	22	23	22

Джерело: [323]



**Додаток Д**  
**Таблиця Д.1**

**Динаміка ставки рефінансування пострадянських країн у 1992–1999 рр.**

Країна	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Вірменія	30,0	210,0	210,0	52,0	60,0	54,0	39,0	45,0
Азербайджан	н/д	н/д	н/д	80,0	20,0	12,0	14,0	10,0
Білорусь	30,0	210,0	300,0	66,0	35,0	40,0	48,0	120,0
Грузія	н/д	н/д	н/д	н/д	27,0	31,0	40,0	н/д
Казахстан	н/д	240,0	230,0	52,5	35,0	18,5	25,0	18,0
Киргизстан	н/д	276,8	89,5	45,8	45,9	23,5	32,9	49,0
Молдова	н/д	н/д	н/д	21,0	19,5	16,0	28,4	31,0
Росія	н/д	210,0	180,0	160,0	48,0	28,0	60,0	55,0
Таджикистан	н/д	н/д	н/д	152,5	72,0	81,0	36,4	20,1
Туркменістан	н/д	н/д	50,0	15,0	105,0	35,0	30,0	27,0
Україна	80	240	252	110	40	35	60	45,0
Узбекистан	н/д	н/д	н/д	84,0	60,0	48,0	48,0	42,0

*Джерело:* складено автором за даними ЄБРР

**Таблиця Д.2**

**Динаміка ставки за депозитами пострадянських країн у 1996–2014 рр., %**

Країна	1996	1997	1998	1999	2000
Вірменія	32,2	26,1	24,9	27,3	18,1
Азербайджан	н/д	н/д	н/д	12,1	12,9
Білорусь	32,4	15,6	14,3	23,8	37,6
Грузія	14,7	16,3	9,1	5,3	4,0
Киргизька Республіка	24,8	32,0	62,1	23,0	10,6
Молдова	25,4	23,5	21,7	27,5	24,9
Росія	55,1	16,8	17,1	13,7	6,5
Таджикистан	н/д	23,9	9,8	5,2	1,3
Україна	33,6	18,2	22,3	20,7	13,7
Азербайджан	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д
Узбекистан	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д

*Продовження таблиці Д.2*

Країна	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Вірменія	14,9	9,6	6,9	4,9	5,8	5,8	6,3	6,6	8,7	9,0
Азербайджан	8,5	8,7	9,5	9,2	8,5	10,6	11,6	12,2	12,2	11,6
Білорусь	34,2	26,9	17,4	12,7	9,2	7,7	8,3	8,5	10,7	9,1
Грузія	4,8	5,9	8,8	7,1	7,5	10,1	10,2	11,2	10,8	10,1
Киргизька Республіка	7,7	2,8	2,1	1,5	1,7	1,6	3,0	2,6	3,2	2,0
Молдова	20,9	14,2	12,6	15,1	13,2	11,9	15,0	17,9	14,9	7,7
Росія	4,9	5,0	4,5	3,8	4,0	4,1	5,1	5,8	8,6	6,0
Таджикистан	5,2	9,5	9,8	10,2	10,2	9,5	11,0	9,4	7,6	8,6
Україна	11,0	7,9	7,0	7,8	8,6	7,6	8,1	9,9	13,8	10,6

*Продовження таблиці Д.2*

Країна	2010	2011	2012	2013	2014
Вірменія	9,0	9,2	9,6	10,2	10,4
Азербайджан	11,6	10,9	10,2	9,9	9,2
Білорусь	9,1	13,3	22,3	20,3	18,6
Грузія	10,1	11,5	10,7	9,7	8,4
Киргизька Республіка	2,0	2,3	2,6	2,2	2,7
Молдова	7,7	7,6	7,6	7,2	5,7
Росія	6,0	4,4	5,5	5,6	6,0
Таджикистан	8,6	8,2	7,7	6,6	5,5
Україна	10,6	7,9	13,0	10,8	12,1

*Джерело:* складено автором за даними Світового банку

## Продовження додатку Д

Таблиця Д.3

## Динаміка ставки кредитування пострадянських країн у 1992–2000 рр., %

Країна	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Україна	77	184	250	123	61	43	54	55,0
Вірменія	н/д	н/д	н/д	77,3	59,1	35,6	44,4	36,2
Азербайджан	60,0	257,0	406,0	107,0	33,0	21,5	27,7	27,5
Білорусь	н/д	71,6	148,5	175,0	62,3	31,8	27,0	51,0
Грузія	н/д	н/д	н/д	69,8	53,2	45,0	38,0	35,0
Казахстан	н/д	н/д	на	58,3	45,0	22,8	18,4	21,4
Киргизстан	н/д	н/д	н/д	н/д	58,3	50,1	42,5	н/д
Молдова	н/д	н/д	н/д	41,9	36,7	33,3	30,8	35,5
Росія	н/д	н/д	н/д	320,0	146,8	32,0	41,7	38,3
Таджикистан	30,0	30,0	30,0	500,0	124,0	74,0	49,7	37,6
Туркменістан	на	108,0	300,0	70,0	200,0	52,6	58,6	41,8
Узбекистан	на	на	100,0	105,0	50,0	28,0	33,0	30,0

## Продовження таблиці Д.3

Країна	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Вірменія	31,6	26,7	21,1	20,8	18,6	18,0	16,5	17,5	17,0	18,8	19,2
Азербайджан	19,7	19,7	17,4	15,5	15,7	17,0	17,9	19,1	19,8	20,0	20,7
Білорусь	67,7	47,0	36,9	24,0	16,9	11,4	8,8	8,6	8,6	11,7	9,2
Грузія	24,7	22,3	23,6	23,8	22,1	17,6	17,1	17,1	18,0	17,9	15,8
Киргизька Республіка		37,3	24,8	19,1	29,3	26,6	23,2	25,8	25,7	26,4	23,1
Молдова	33,8	28,7	23,5	19,3	20,9	19,3	18,1	18,8	21,1	20,5	16,4
Росія	24,4	17,9	15,7	13,0	11,4	10,7	10,4	10,0	12,2	15,3	10,8
Таджикистан	25,6	21,1	14,2	16,7	20,3	23,3	24,2	23,0	23,6	22,6	23,4
Україна	41,5	32,3	25,3	17,9	17,4	16,2	15,2	13,9	17,5	20,9	15,9

## Продовження таблиці Д.3

Країна	2011	2012	2013	2014
Вірменія	17,8	17,2	16,0	16,4
Азербайджан	19,0	18,3	18,2	17,9
Білорусь	13,6	19,5	19,1	18,7
Грузія	15,0	14,8	13,6	11,9
Киргизька Республіка	25,3	23,9	21,7	22,4
Молдова	14,4	13,4	12,3	11,0
Росія	8,5	9,1	9,5	11,1
Таджикистан	22,5	21,1	24,3	24,5
Україна	15,9	18,4	16,6	17,7

Джерело: складено автором за даними Світового банку

Таблиця Д.4

Динаміка курсів валют пострадянських країн у 1992–2015 рр.  
(на кінець року)

Країна	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Україна	0,01	0,13	1,04	1,79	1,89	1,90	3,43	5,22
Казахстан	0,8	6,3	54,3	64,0	73,8	75,9	84,0	138,0
Молдова	0,4	3,6	4,3	4,5	4,7	4,7	8,3	11,6
Росія	0,5	1,2	3,6	4,6	5,6	6,0	20,7	26,8
Грузія	на	0,10	1,28	1,23	1,28	1,32	1,71	1,94
Киргизстан	511,0	8,0	10,7	11,2	16,7	17,4	29,4	45,5
Таджикистан	5,1	12	36	285	328	748	977	1,436
Туркменістан	на	30	75	2,442	5,126	5,222	8,148	9,200
Узбекистан	415,0	1	28,0	39,3	67,2	108,5	176,8	347,0
Вірменія	2,1	75,0	405,5	402,0	435,1	495,0	522,0	523,8
Азербайджан	45,0	256	4,330	4,440	4,098	3,888	3,890	4,378
Білорусь	0,02	0,7	10,6	11,5	15,5	30,7	107,0	838,6

Джерело: складено автором за даними ЄБРР

**Початкові дані для регресійної моделі зростання агрегату М2 в Україні**

Рік	Зростання М2 (ЗМ2)	Зростання валютних резервів (ЗВР)	Зростання ВВП (ЗВВП)
1996	31.8142	86.28072018	-9.851
1997	37.94326	19.49644955	-3.175
1998	23.97172	-67.29040864	-1.815
1999	40.70762	37.49412584	-0.203
2000	45.27033	30.27955395	5.932
2001	43.24753	116.7321988	9.227
2002	42.34719	42.47756573	5.34
2003	47.47128	58.35908678	9.517
2004	32.28928	41.73579706	11.795
2005	53.92146	99.88627942	3.071
2006	34.30992	15.03248938	7.571
2007	50.82994	45.43726626	8.216
2008	30.98965	-3.096450771	2.243
2009	-5.41533	-16.99392817	-15.136
2010	23.11786	30.34837917	0.261
2011	14.23497	-8.741235773	5.466
2012	13.10139	-25.41415232	0.239
2013	17.52115	-17.02833305	-0.027
2014	5.419355	-64.66204348	-6.83
2015	4.026062	86.32586417	-9.048

Таблиця Ж.2

**Кореляційна матриця для змінних в регресійній моделі по Україні**

Показник	ЗМ2	ЗВР	ЗВВП
ЗМ2	1		
ЗВР	0.55771	1	
ЗВВП	0.684473	0.261907	1

Таблиця Ж.3

**Результати розрахунку лінійної регресійної моделі зростання агрегату М2 в Україні в Microsoft Excel**

**Вивід підсумків**

Регресійна статистика	
Множинний R	0.788839922
R-квадрат	0.622268422
Нормований R-квадрат	0.577829413
Стандартна похибка	10.93008807
Спостереження	20

**Дисперсійний аналіз**

	df	SS	MS	F	Значущість F
Регресія	2	3345.728641	1672.864	14.00275	0.000255
Залишок	17	2030.936029	119.4668		
Разом	19	5376.66467			

	Коефіцієнти	Стандартна похибка	t-статистика	P-значення	Нижні 95%	Верхні 95%
Y-перетин	24.39528834	2.749048385	8.874085	8.65E-08	18.5953	30.19527
ЗВР	0.13521262	0.051398996	2.630647	0.017531	0.02677	0.243655
ЗВВП	1.347182989	0.359959912	3.742592	0.001621	0.587734	2.106632

Продовження додатку Ж

Продовження таблиці Ж.3

Спостереження	Вивід залишку			Вивід ймовірності	
	Передбачене ЗМ2	Залишки	Стандартні залишки	Персентиль	ЗМ2
1	22.79043091	9.023767162	0.872804	2.5	-5.41533
2	22.75414837	15.18911404	1.469133	7.5	4.026062
3	12.85163879	11.12008357	1.075565	12.5	5.419355
4	29.19148917	11.51613136	1.113872	17.5	13.10139
5	36.48095564	8.789376861	0.850133	22.5	14.23497
6	52.60941217	-9.361884908	-0.90551	27.5	17.52115
7	37.33274844	5.014438742	0.48501	32.5	23.11786
8	45.10731385	2.363963027	0.228649	37.5	23.97172
9	45.92851815	-13.63923451	-1.31922	42.5	30.98965
10	42.0383728	11.88308539	1.149365	47.5	31.8142
11	36.62739302	-2.317474501	-0.22415	52.5	32.28928
12	41.60743558	9.222507626	0.892026	57.5	34.30992
13	26.99834057	3.991306118	0.38605	62.5	37.94326
14	1.706533072	-7.121861328	-0.68885	67.5	40.70762
15	28.85038695	-5.732526069	-0.55447	72.5	42.34719
16	30.57706517	-16.34209814	-1.58065	77.5	43.24753
17	21.28095097	-8.179562634	-0.79115	82.5	45.27033
18	22.05646888	-4.535321037	-0.43867	87.5	47.47128
19	6.450904239	-1.031549702	-0.09977	92.5	50.82994
20	23.87832289	-19.85226108	-1.92017	97.5	53.92146



Рис. Ж.1. Графік залишків – ЗВР



Рис. Ж.2. Графік залишків – ЗВВП

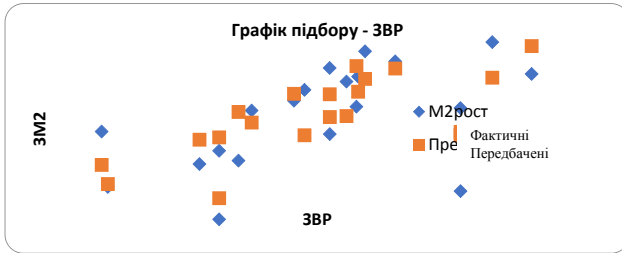


Рис. Ж.3. Графік підбору – ЗВР

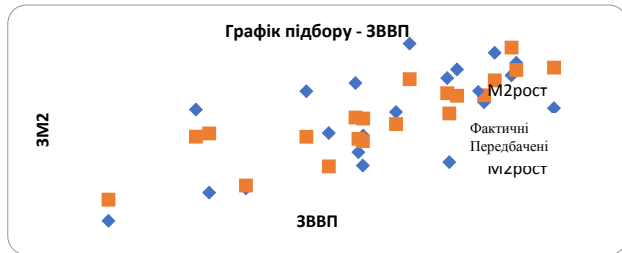


Рис. Ж.4. Графік підбору – ЗВВП

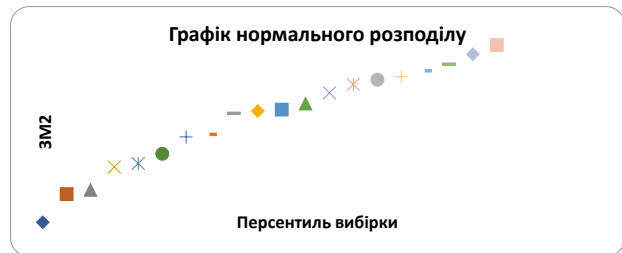


Рис. Ж.5. Графік нормального розподілу

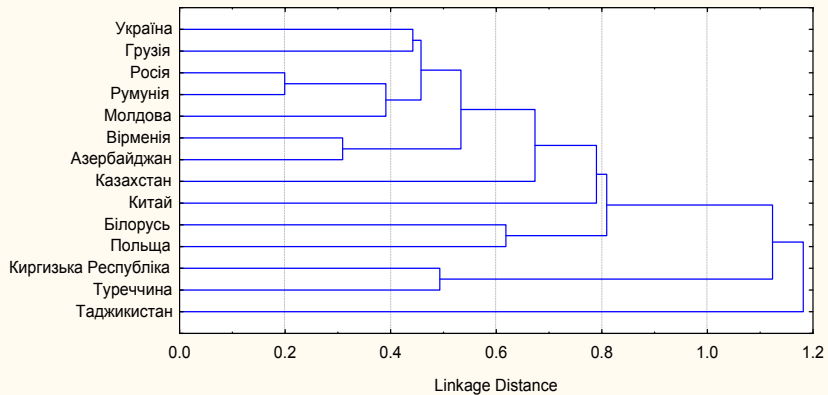
Результати кластеризації між країнами

Case No.	Euclidean distances (Spreadsheet11 in ClusterM2CIS.stw)													
	Україні	Росії	Вірменії	Азербайджану	Грузії	Білорусь	Молдова	Казахстан	Киргизька Республіка	Таджикистан	Польща	Румунія	Туреччина	Китай
Україна	0.0	0.4	0.7	1.0	0.4	1.5	0.8	1.6	2.1	2.9	1.7	0.5	2.1	1.2
Росія	0.4	0.0	1.1	1.3	0.7	2.0	0.4	2.0	1.7	3.3	2.2	0.2	1.8	0.9
Вірменія	0.7	1.1	0.0	0.3	0.5	1.1	1.4	0.9	2.7	2.2	1.2	1.1	2.7	2.0
Азербайджан	1.0	1.3	0.3	0.0	0.7	1.1	1.7	0.6	2.9	2.0	1.0	1.4	3.0	2.2
Грузія	0.4	0.7	0.5	0.7	0.0	1.4	1.0	1.3	2.2	2.7	1.6	0.7	2.3	1.5
Білорусь	1.5	2.0	1.1	1.1	1.4	0.0	2.3	1.0	3.4	1.5	0.6	2.1	3.4	2.6
Молдова	0.8	0.4	1.4	1.7	1.0	2.3	0.0	2.3	1.2	3.7	2.6	0.3	1.4	0.7
Казахстан	1.6	2.0	0.9	0.6	1.3	1.0	2.3	0.0	3.5	1.5	0.8	2.0	3.6	2.8
Киргизька Республіка	2.1	1.7	2.7	2.9	2.2	3.4	1.2	3.5	0.0	4.9	3.8	1.6	0.4	1.1
Таджикистан	2.9	3.3	2.2	2.0	2.7	1.5	3.7	1.5	4.9	0.0	1.1	3.4	4.9	4.1
Польща	1.7	2.2	1.2	1.0	1.6	0.6	2.6	0.8	3.8	1.1	0.0	2.3	3.8	2.9
Румунія	0.5	0.2	1.1	1.4	0.7	2.1	0.3	2.0	1.6	3.4	2.3	0.0	1.7	1.0
Туреччина	2.1	1.8	2.7	3.0	2.3	3.4	1.4	3.6	0.4	4.9	3.8	1.7	0.0	1.1
Китай	1.2	0.9	2.0	2.2	1.5	2.6	0.7	2.8	1.1	4.1	2.9	1.0	1.1	0.0

Tree Diagram for 14 Cases

Single Linkage

Euclidean distances



Case No.	Euclidean distances (Spreadsheet11 in ClusterM2CIS.stw)													
	Україні	Росії	Вірменії	Азербайджану	Грузії	Білорусь	Молдова	Казахстан	Киргизька Республіка	Таджикистан	Польща	Румунія	Туреччина	Китай
Україна	0.0	0.4	0.7	1.0	0.4	1.5	0.8	1.6	2.1	2.9	1.7	0.5	2.1	1.2
Росія	0.4	0.0	1.1	1.3	0.7	2.0	0.4	2.0	1.7	3.3	2.2	0.2	1.8	0.9
Вірменія	0.7	1.1	0.0	0.3	0.5	1.1	1.4	0.9	2.7	2.2	1.2	1.1	2.7	2.0
Азербайджан	1.0	1.3	0.3	0.0	0.7	1.1	1.7	0.6	2.9	2.0	1.0	1.4	3.0	2.2
Грузія	0.4	0.7	0.5	0.7	0.0	1.4	1.0	1.3	2.2	2.7	1.6	0.7	2.3	1.5
Білорусь	1.5	2.0	1.1	1.1	1.4	0.0	2.3	1.0	3.4	1.5	0.6	2.1	3.4	2.6
Молдова	0.8	0.4	1.4	1.7	1.0	2.3	0.0	2.3	1.2	3.7	2.6	0.3	1.4	0.7
Казахстан	1.6	2.0	0.9	0.6	1.3	1.0	2.3	0.0	3.5	1.5	0.8	2.0	3.6	2.8
Киргизька Республіка	2.1	1.7	2.7	2.9	2.2	3.4	1.2	3.5	0.0	4.9	3.8	1.6	0.4	1.1
Таджикистан	2.9	3.3	2.2	2.0	2.7	1.5	3.7	1.5	4.9	0.0	1.1	3.4	4.9	4.1
Польща	1.7	2.2	1.2	1.0	1.6	0.6	2.6	0.8	3.8	1.1	0.0	2.3	3.8	2.9
Румунія	0.5	0.2	1.1	1.4	0.7	2.1	0.3	2.0	1.6	3.4	2.3	0.0	1.7	1.0
Туреччина	2.1	1.8	2.7	3.0	2.3	3.4	1.4	3.6	0.4	4.9	3.8	1.7	0.0	1.1
Китай	1.2	0.9	2.0	2.2	1.5	2.6	0.7	2.8	1.1	4.1	2.9	1.0	1.1	0.0

## ВВП пострадянських країн у постійних цінах, млрд дол

№	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Вірменія	1.912	2.118	2.376	2.807	3.577	4.900	6.384	9.206	11.662	8.648	9.260
Азербайджан	5.273	5.710	6.232	7.276	8.682	13.245	21.027	33.090	46.378	44.289	52.913
Білорусь	10.418	12.355	14.595	17.825	23.142	30.210	36.962	45.276	60.752	49.209	55.221
Грузія	3.057	3.218	3.396	3.991	5.126	6.411	7.745	10.173	12.795	10.767	11.638
Казахстан	18.292	22.153	24.637	30.834	43.152	57.125	81.003	104.850	133.442	115.309	148.047
Киргизька Республіка	1.368	1.526	1.638	1.919	2.215	2.460	2.837	3.807	5.133	4.683	4.806
Молдова	1.315	1.481	1.662	1.981	2.598	2.988	3.408	4.401	6.055	5.438	5.813
Росія	277.014	327.021	368.133	458.973	630.585	814.613	1.055.923	1.386.344	1.771.561	1.304.149	1.626.570
Таджикистан	0.991	1.057	1.212	1.555	2.073	2.311	2.811	3.712	5.135	4.977	5.642
Туркменістан	5.022	6.933	8.700	11.424	14.196	17.174	21.393	25.962	21.516	20.214	22.148
Україна	32.331	39.309	43.956	52.010	67.226	89.282	111.885	148.734	188.240	121.552	136.011
Узбекистан	13.717	11.632	9.657	10.129	12.001	14.310	17.027	22.307	28.605	33.461	38.963
<b>Країна</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
Вірменія	10.142	10.619	11.121	11.644	10.571	10.774	11.152	11.712	12.360	13.030	13.819
Азербайджан	64.819	68.700	73.537	75.254	54.048	35.141	36.195	37.281	38.399	39.935	41.532
Білорусь	59.735	63.615	73.098	76.139	54.609	45.887	49.252	52.494	55.792	58.859	61.068
Грузія	14.435	15.847	16.141	16.515	14.007	13.942	15.388	16.815	18.472	20.309	22.330
Казахстан	188.049	203.517	231.876	217.872	173.212	116.151	135.133	149.976	165.374	183.639	196.847
Киргизька Республіка	6.198	6.605	7.333	7.465	6.650	6.030	6.403	7.023	7.581	8.171	8.708
Молдова	7.018	7.283	7.985	7.983	6.414	6.084	6.408	6.700	7.089	7.523	7.912
Росія	2.031.768	2.171.740	2.231.840	2.029.618	1.324.734	1.132.739	1.267.551	1.355.362	1.447.131	1.530.611	1.607.953
Таджикистан	6.523	7.592	8.506	9.242	7.816	6.245	5.683	5.723	5.915	6.240	6.688
Туркменістан	29.233	35.164	41.572	46.223	35.680	35.398	37.770	39.814	42.126	44.708	47.556
Україна	163.161	175.707	179.572	132.343	90.524	83.550	93.547	102.961	112.375	122.875	134.345
Узбекистан	45.421	51.185	57.170	63.101	65.683	61.649	61.530	64.818	68.475	72.399	76.276

**Наукове видання**

*Борзенко Олена Олександрівна*

**СТРУКТУРНІ ДЕФОРМАЦІЇ НА СВІТОВИХ  
ФІНАНСОВИХ РИНКАХ  
ПІСЛЯ 90-х РОКІВ ХХ СТОЛІТТЯ**

**МОНОГРАФІЯ**

*Технічний редактор Т. О. Алимova*

Підписано до друку 16.09.2019 р.  
Формат 60х84/16. Папір офсетний.  
Друк – цифровий. Умовн. друк. арк. 22,1  
Тираж 300 прим. Зам. № 7852/1

Донецький національний університет імені Василя Стуса,  
21021, м. Вінниця, вул. 600-річчя, 21  
Свідоцтво про внесення суб'єкта видавничої справи  
до Державного реєстру  
серія ДК № 5945 від 15.01.2018 р.

Віддруковано з оригіналів замовника.

Видавець та виготовлювач ТОВ «ТВОРИ».  
Свідоцтво про внесення суб'єкта видавничої справи до  
Державного реєстру видавців, виготовлювачів і розповсюджувачів  
видавничої продукції серія ДК № 6188 від 18.05.2018 р.  
21027, а/с 8825, м. Вінниця, вул. Келецька, 51а.  
Тел.: (0432) 603-000, (096) 97-30-934, (093) 89-13-852.  
e-mail: info@tvoru.com.ua  
<http://www.tvoru.com.ua>