

НАЦІОНАЛЬНИЙ ІНСТИТУТ СТРАТЕГІЧНИХ ДОСЛІДЖЕНЬ

**ТЕНДЕНЦІЇ ФОРМУВАННЯ
ЗОВНІШНІХ ПЛАТІЖНИХ
ДИСБАЛАНСІВ: ГЛОБАЛЬНІ ЧИННИКИ
ТА РИЗИКИ ДЛЯ УКРАЇНИ**

Аналітична доповідь

КИЇВ - 2013



Тенденції формування зовнішніх платіжних дисбалансів: глобальні чинники та ризики для України - К.: НІСД, 2013. – 62 с.

В доповіді розглянуто різні аспекти виникнення глобальних дисбалансів у міжнародних розрахунках та методи регулювання сальдо платіжних балансів. Виходячи з загальносвітових тенденцій та місця України в системі глобальної економіки, окремо розглянуті ризики виникнення дисбалансу в поточних розрахунках та за операціями, які пов'язані з рухом капіталу, а також підготовлені конкретні пропозиції щодо заходів, спрямованих на уникнення зазначених ризиків або пом'якшення негативних наслідків, які вони можуть викликати.

*Автори: Шаров О.М., д.е.н., проф.
Соболев Б.В., к.е.н
Ус І.В.*

За редакцією к.е.н., с.н.с., засл. економіста України Я.А.Жаліла

При повному або частковому відтворенні матеріалів даної публікації посилання на видання обов'язкове.

© Національний інститут стратегічних досліджень, 2013.

ЗМІСТ

ВСТУП	4
1. ПРОЦЕС ФІНАНСОВОЇ ГЛОБАЛІЗАЦІЇ ТА ЙОГО ВПЛИВ НА ПЛАТІЖНІ БАЛАНСИ... 6	
1.1 Основні характеристики процесу глобалізації сучасної економіки	6
1.2 Лібералізація світової торгівлі та міжнародний поділ праці.....	10
1.3 Лібералізація міжнародного руху капіталу та його вплив на стан світової валютної системи	12
2. СУЧАСНІ ІНСТРУМЕНТИ ТА МЕТОДИ РЕГУЛЮВАННЯ ПЛАТІЖНИХ БАЛАНСІВ ..	15
2.1 Традиційні підходи щодо регулювання платіжних балансів та роль держави в цьому процесі в сучасних умовах	16
2.2 Сучасна торговельна політика та її методи впливу на регулювання поточних балансів	21
2.3 Сучасні методи та інструменти впливу на рух міжнародних капітальних потоків	23
3. РИЗИКИ ПЛАТІЖНИХ ДИСБАЛАНСІВ ДЛЯ УКРАЇНИ.....	36
3.1 Основні тенденції динаміки стану платіжного балансу України	36
3.2 Ризики дестабілізації торговельного балансу України	40
3.3 Ризики дестабілізації платіжного балансу України за рахунком операцій з капіталом та фінансових операцій	46
4. ВИСНОВКИ ТА РЕКОМЕНДАЦІЇ	58
4.1 Глобалізаційні ризики.....	58
4.2 Торговельні ризики.....	59
4.3 Інвестиційні ризики.....	60
4.4 Валютні ризики.....	60
4.5 Боргові ризики.....	62

Вступ

В економічній теорії поняття «платіжний баланс» вперше почало вживатися у середині XVII століття, коли в 1767 р. Дж. Стюарт опублікував роботу «Дослідження про принципи політичної економії». При цьому поняття платіжного балансу спочатку включало лише описання операцій, пов'язаних із обрахуванням сальдо зовнішньої торгівлі та відповідного руху золота.

Перша офіційна публікація платіжного балансу була підготовлена у США у 1923 р. Міністерством торгівлі. У цьому балансі всі операції були розподілені на три групи: поточні, капітальні та операції із золотом та сріблом. Великий внесок у розвиток методології складання платіжного балансу внесла Ліга Націй, під егідою якої у 1924 р. було опубліковано платіжні баланси низки країн, що поклато початок міжнародному порівнянню цих показників. Крім того, Ліга Націй започаткувала стандартизацію методології складання платіжного балансу, розробивши його схему та рекомендації щодо написання.

У 1943 р. американський економіст Д. Лері склав платіжний баланс США за 1919 - 1939 роки, і ця робота стала основою для складання платіжного балансу США після другої світової війни. У 1947 р. ООН була опублікована схема платіжного балансу, розроблена Лігою Націй. Надалі розробку методології складання платіжного балансу продовжив Міжнародний валютний фонд.

Проблеми платіжного балансу ретельно вивчали такі відомі іноземні вчені як Абалкін Л., Борисов С., Бруно М. (Bruno M.), Вільямсон Дж. (Williamson J.), Дорнбуш Р. (Dornbush R.), Ейхенгрін Б. (Eichengreen B.), Кларіда Р. (Clarida R.), Красавіна Л., Кругман П. (Krugman P.), Макін А. (Makin A.), Мандел Р. (Mundell R.), Сакс Дж. (Sachs J.), Шенаєв В., Усоскін М. та інші. «В останні роки тематиці зовнішніх дисбалансів приділяють велику увагу і в економічних дослідженнях, і в економічній політиці. Глобальні дисбаланси були однією з основних причин кризи 2008-2009 рр. і надалі залишаються у переліку основних факторів ризику для світової економіки»¹.

Втім, вітчизняні фахівці (Гальчинська Т.А., Гальчинський А.С., Геєць В.М., Луцишин З.О., Литвицький В.О. тощо) здебільше розглядають окремі аспекти, пов'язані з регулюванням платіжного балансу (перш за все, платіжного балансу України), а комплексному аналізу проблем регулювання платіжних балансів присвячено увагу небагатьма вітчизняними фахівцями, зокрема, Ставицьким А.В., Хом'яком В.Р., Черняком О.І., Шевчуком В.О..

Між тим, **платіжний баланс є ключовим поняттям і інструментом міжнародної економіки, який систематизує та дозволяє аналізувати взаємовідносини країни з зовнішнім світом.** Практично на основі вивчення платіжного балансу можна зрозуміти актуальні макроекономічні проблеми з точки зору не лише внутрішнього стану країни, але і численних зв'язків країни з міжнародною економікою в цілому, що надає можливість комплексного аналізу з урахуванням усіх аспектів національної економічної безпеки. Дані платіжного балансу не тільки відображають розвиток зовнішньої торгівлі та її вплив на рівень виробництва, зайнятості та споживання, але дозволяють також відстежити процеси залучення іноземних інвестицій та здійснення інвестицій за кордон, виникнення та обслуговування зовнішнього боргу тощо. Таким чином, в платіжному балансі знаходиться відображення уся сукупність міжнародних економічних відносин будь-якої країни зі світовою спільнотою.

¹ Гурвич Е.Т., Прилепский И.В. Как обеспечить внешнюю устойчивость российской экономики//Вопросы экономики, №9, 2013, с. 4.

Як зазначають фахівці італійського центрального банку², з кінця дев'яностих років минулого сторіччя внаслідок активізації процесу глобалізації у світі помітно поглибився взаємозв'язок між окремими економіками, що знайшло відображення у збільшенні питомої ваги статистики міжнародного сектору у складі макроекономічних агрегатів. Зокрема, спостерігається значне зростання дисбалансу поточних рахунків платіжного балансу: в країнах, що розвиваються, поступово збільшується розмір надлишків і, симетрично, у США збільшується дефіцит. У зв'язку з цим підвищуються когнітивні вимоги до інформації стосовно стану міжнародної економіки, що, у свою чергу, підвищує розуміння аналітиками важливої ролі, яку відіграють глобальні дисбаланси у розвитку кризових явищ в останні роки.

Необхідність покращення інформаційного забезпечення обумовлена також ускладненням економічних та фінансових транскордонних операцій, яке відбулося в результаті дерегулювання, здійсненого наприкінці вісімдесятих років.

В даний час більшість країн світу складають свої платіжні баланси у відповідності з методологією та принципами, розробленими Міжнародним валютним фондом. Нове 6-те видання «Керівництва з платіжного балансу та міжнародної інвестиційної позиції» (далі – КПБ6) було опубліковано МВФ на початку 2009 року. Зміни в методології пов'язані з необхідністю врахування впливу глобалізаційних процесів, фінансових і технологічних інновацій, а також з усе більшою увагою до використання балансових даних в аналізі зовнішньої вразливості.

В Україні підготовка до переходу на нову методологію розпочалась у 2009 році. Були внесені необхідні зміни до форм звітності, вдосконалені чинні та впроваджено низку нових методик обрахунків, проведено перекласифікацію даних за окремими статтями. Досвід складання платіжних балансів у двох форматах засвідчує, що **відмінності, обумовлені змінами методології складання платіжного балансу, можуть бути як незначними, так і досить суттєвими в залежності від структури економіки та зовнішньоекономічних зв'язків різних країн.** Концептуальна основа методології КПБ6 залишилася незмінною порівняно з КПБ5, водночас відбулися зміни в назвах, представленні та підходах до формування окремих статей.

² Див.: Cappariello R., Giovanni Giuseppe Ortolani G.G., Pellegrini V. «Le nuove statistiche di bilancia dei pagamenti e posizione verso l'estero dell'Italia: metodologie e risultati»// «Questioni di Economia e Finanza» , Banca D'Italia No.138 , Ottobre 2012.

1. Процес фінансової глобалізації та його вплив на платіжні баланси

1.1 Основні характеристики процесу глобалізації сучасної економіки

Останніми роками глобалізація набула таких розмірів, що, здається, немає вже жодної сфери суспільних відносин, яка б не була охоплена цим процесом. Але одним з найбільш уражених або охоплених (в залежності від відношення до цього явища) глобалізацією галузей суспільно-економічного життя є фінансова система. При цьому під впливом глобалізаційних процесів постійним явищем стають фінансові дисбаланси, формами прояву яких є:

- валютно-цінові диспаритети і платіжні дисбаланси;
- зовнішня заборгованість і незбалансована міжнародна ліквідність;
- дисбаланси у світових заощадженнях та інвестиціях;
- глобальні фіскальні розриви тощо³.

Однією з характерних рис сучасного етапу глобалізації є те, що «розширення горизонтів», послаблення кордонів та обмежень, всеосяжне об'єднання та універсалізація відбуваються на тлі регіональної фрагментації та інтеграції.

Сучасний етап глобалізації характеризується виникненням багатополярного фінансового світу: з фінансовими центрами, розташованими в усіх важливих регіонах світу, активною діяльністю транснаціональних корпорацій і банків і фінансовими потоками, які не знають обмежень ні в часі, ні в просторі. Аналіз цих фінансових потоків свідчить, що *величезний дефіцит платіжного балансу Сполучених Штатів, фінансується рештою світу* (країни ЄС тримають в цьому процесі приблизно «нульовий баланс»), значною мірою за рахунок країн, що розвиваються: і тих, що експортують нафту, і тих, що, дійсно, мають швидко зростаючу ринкову економіку (emerging markets). Але при цьому, зростають і прямі іноземні інвестиції в економіки цих країн: у 2011 році обсяг прямих іноземних інвестицій, отриманих країнами, що розвиваються, сягнув нової рекордної позначки у 684 млрд дол.⁴; а у 2012 році, хоча і дещо зменшився в абсолютному вимірі, але вперше склав 52 % світового обсягу і, таким чином, перевищив інвестиційні надходження до розвинутих країн світу⁵. Тобто рух капіталу став теж багатополярним (багатовекторним). Те ж саме можемо бачити і щодо руху товарів та послуг. Поки що лише рух робочої сили спрямовано, головним чином, в напрямку більш розвинутих країн (США та ЄС).

Взагалі, *потоки капіталу в сучасних умовах мають структурний характер, тобто для країн-активних учасниць ринку характерні як експорт, так і імпорт капіталу* в залежності від потреб та можливостей окремих галузей, різних періодів та геополітичних напрямків.

Посилилась і тенденція до зростання обсягів руху капіталів в межах самої групи країн, що розвиваються («Південь-Південь»): якщо у 1995 році він складав 15 млрд дол., то у 2005 р. – вже 50 млрд дол., а у 2011 році взагалі сягнув майже 120 млрд дол. За експертними оцінками, приблизно 60 % усіх інвестицій, які походять з країн з новоствореними ринками, спрямовуються на ринки інших країн, що розвиваються. Причому, у своїй більшості це т.зв. «greenfields investment», тобто інвестиції, які використовуються для створення нових компаній та виробництв, на відміну від

³ Кравчук Н. Дивергенція глобального розвитку. Сучасна парадигма формування геофінансового простору. - Київ: Знання, 2012, с. 302

⁴ World Investment Report 2012. Towards a New Generation of Investment Policies. N.Y. and Geneva 2012.,p.3//URL: http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2012_embargoed_en.pdf

⁵ World Investment Report 2013. Global value chains: Investment and Trade for Development. N.Y. and Geneva 2013.,p.ix //URL: http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2013_en.pdf

інвестиційних операцій з придбання та поглинання вже існуючих компаній (M&A), більш притаманних інвестиціям з розвинутих країн⁶. Великими інвесторами серед таких країн стали Російська Федерація та Угорщина (інвестиції, головним чином, в країни Східної Європи та Середньої Азії), Китай (в Латинську Америку) та Південно-Африканська республіка (в Африку). Звертає на себе увагу і те, що ці країни-інвестори знаходяться одночасно і в переліку 10 країн, на які припадає майже 70 % надходжень з ринку міжнародних облігацій.

Таким чином, вони створюють певну транзитну або «буферну зону», приймаючи на себе ризики найменш розвинутих (в ринковому сенсі) країн, продовжуючи традицію розвитку *субімперіалізму* і позиціонуючи себе у якості «першої хвилі» претендентів на приєднання до т.зв. «золотого мільярду». Проте, оскільки в процесі свого розвитку глобалізація на певному етапі неминує досягає стану Парето-ефективності, то не можна стверджувати, що зміни не погіршують економічну ситуацію окремих країн («*ізгойв глобалізації*»), які намагаються протистояти об'єктивним процесам замість того, щоб скористатися глобальними тенденціями для реструктуризації та підвищення ефективності власної економіки.

Стимульовані глобалізацією глибинні зміни в функціях грошей поступово призвели до демонетизації золота як в економіці окремих країн, так і в міжнародній валютній системі в цілому. Що мало неабияке значення для забезпечення реальних можливостей подальшої інтернаціоналізації світової економіки. Демонетизація золота – тобто *повна втрата цим металом позицій монопольного товару-еквіваленту, припинення виконання ним усіх грошових функцій, заперечення повновартісних (таких, що мають власну вартість) грошей* – суттєво змінила порядок діяльності центральних банків в монетарній сфері: тепер емісійні банки створюють національні гроші на базі доларів, які надходять до них в порядку сплати дефіциту платіжного балансу США і спрямовують ці гроші утримувачам зобов'язань з боку американських контрагентів, одночасно реінвестуючи більшість отриманих доларів на американському фінансовому ринку.

Вже перехід від золотого до золотовалютного стандарту призвів до трьох принципових наслідків:

- по-перше, дефіцит платіжного балансу припинив впливати на сукупну купівельну спроможність (що автоматично відбувалося в умовах золотого стандарту внаслідок фізичного переведення за кордон грошового товару – золота);
- по-друге, в рамках такої системи кожний платіжний дефіцит країни, яка емітує «розрахункову валюту» призводить до подвоєння світової бази кредитування; а таким чином, коли капітал повертається до країн, з яких надійшов (у порядку розрахунків по сальдо платіжного балансу), існує ймовірність виникнення кредитного буму в «дефіцитних» країнах без виникнення рецесії в «профіцитних» країнах;
- по-третє, нова система призводить до помилкової природи кредитної структури, що відбувається внаслідок «подвоєння заставних вимог» (double mortgage) на більшість золотих запасів країни-емітенту резервної валюти.⁷

Зазначені зміни механізму ринкового регулювання платіжних балансів ще більш поглибилися в процесі подальшої еволюції світової валютної системи в рамках золотодоларового, а потім – і просто доларового стандарту.

Звісно, що згадані зміни не могли і не пройшли непоміченими ні монетарними владами окремих країн, ні центром світової валютної системи – Міжнародним валютним фондом, який на сьогодні є однією з найбільших (188 країни-члени) та найвідоміших міжнародних організацій. Створений для управління системою фіксованих валютних курсів, у якій усі валюти були фактично прив'язані до американського долара, Фонд був примушений у нових умовах шукати *raison d'etre* свого подальшого існування. І такий сенс

⁶ Lall. R. World Bank: South-South investment boom// Financial Times, Jan 13, 2011 – URL: <http://blogs.ft.com/beyond-brics/2011/01/13/world-bank-south-south-investment-boom/?# axzz2gB53hIX9>

⁷ Rueff J. The Monetary Sin of the West- N.Y., N.Y: Macmillan Company, 1972, pp.24-28

було знайдено у необхідності координації дій щодо забезпечення фінансової стабільності світу. Прибравши перешкоди для вільного руху капіталу, фінансовий світ породив найбільшу загрозу своїй стабільності. Макроекономічні показники вже не можуть виконувати функції попереджувальних знаків наближення криз: останні виникають як цунамі і так само несподівано (з точки зору старих економічних поглядів) переносяться у віддалені частини світу. Таким чином, об'єктивно виникла потреба у створенні «станцій постійного нагляду» та «центрів оперативного реагування».

До секторальних, функціональних та інституціональних додалися ще і **технологічні зміни** у світовій валютній системі. Взаємозалежність валютних ринків значно підвищилася з розвитком засобів комунікації та обробки інформації. Виникнення загальнонаціональних платіжних систем, які функціонують в режимі реального часу (*Real Time Gross Settlement – RTGS*), а пізніше – їх об'єднання, по суті, у міжнародні фінансові мережі (такі, як система TARGET, що діє в ЄС) – також серйозно відобразилося на функціонуванні світової валютної системи. Адже тепер правила валютного регулювання та контролю повинні враховувати можливий вплив операцій не лише на національну економіку. Відповідно слід враховувати і вплив операцій, які відбуваються на географічно віддалених ринках. Власне цю залежність і продемонструвала криза 1997-98 рр., яка стрімко поширилася з Південно-Східної Європи до Латинської Америки та Росії.

Нарешті, сучасна система існує в **принципово інших політичних умовах**, обумовлених крахом комуністичної системи, створенням та позиціонуванням нових держав, загостренням конкуренції США та Європи.

Загальну ситуацію обтяжує лібералізація контролю за рухом міжнародного капіталу, що ускладнює (або, навіть, унеможлиблює) відстеження та вплив на приватні трансфери капіталу, які суттєво впливають на валютні курси (в т.ч., спекулятивні атаки). Останнім часом, щоправда, центральні банки та інші органи фінансового контролю намагаються дещо виправити таку ситуацію (зокрема, шляхом налагодження контролю за сумнівними операціями або рухом капіталу через офшорні юрисдикції), проте це вимагає надзвичайних зусиль та коштів. З іншого боку, лібералізація внутрішнього руху капіталів також помітно змінила економічні умови: тепер утримання низького валютного курсу та високих процентних ставок ще не гарантує припливу інвестицій саме в сектор виробництва експортної продукції (*traded goods*). Реальною альтернативою стає приплив капіталу, скажімо, в сектор нерухомості, що може призвести до спекулятивного зростання цін та виникнення «фінансової бульбашки».

Як зазначають експерти, на тлі прискорення процесів глобалізації у передкризовий період відбулося різке зростання зовнішніх дисбалансів, але до 2012 року найбільш вагомі дисбаланси (зокрема, у США та Китаї) скоротилися⁸. Взагалі, звертає на себе увагу те, що протягом багатьох років (принаймні півсторіччя після виникнення «дилеми Трифіна») **реальна ситуація розвивається за сценарієм, який принципово відрізняється від того, який впливає з класичної теорії**. Намагання пояснити ці розходження призвели до появи трьох моделей, які отримали назву «нова економіка», «темна матерія» та «досвідчений інвестор»⁹.

Пояснення з точки зору **нової економіки** (*new economy view*) полягає в тому, що стандартний аналіз недооцінює реальні «апетити» іноземних інвесторів щодо акумуляції фінансових зобов'язань США. Швидке зростання продуктивності праці та висока корпоративна рентабельність в США роблять інвестиції в економіку цієї країни привабливими і надалі (що може зробити припустимим дефіцит поточного рахунку навіть в 7 відсотків ВВП). При цьому іноземні інвестори утримуватимуть помітну частку американських активів, що може створювати певний дискомфорт для уряду та підприємницьких кіл. Ще однією проблемою такого підходу є той факт, що

⁸ Гурвич Е.Т., Прилепский И.В. Цит.робота, сс.4-5

⁹ Див.: Eichengreen B. Global Imbalances: The New Economy, the Dark Matter, the Savvy Investor, and the Standard Analysis// University of California, Berkeley, March 2006, 15 pp.

продуктивність праці в Китаї (який є найбільшим поодиноким джерелом фінансування поточного дефіциту) зростає навіть швидше, отож за логікою такої точки зору, інвестиції можуть досить швидко припинитися та змінити своє спрямування. Крім того, насправді чисте (нетто) фінансування американського дефіциту забезпечуються реально не стільки приватними інвесторами, скільки центральними банками (що говорить більше про політичні, аніж економічні причини подібної поведінки. Нарешті, ця інтерпретація припускає, що норма прибутку на іноземні інвестиції в Сполучені Штати повинна бути вищою у порівнянні з американськими інвестиціями за кордоном (що не відповідає дійсності). В такому випадку логіку «новекономічної» теорії може врятувати тільки сподівання іноземних інвесторів на поступове подорожчання їхніх американських активів. Втім, така перспектива виглядає доволі сумнівною.

В той же час, деякі економісти¹⁰ піддають сумніву сам факт накопичення Сполученими Штатами значних боргів, оскільки чисте (нетто) надходження доходу від інвестицій залишається позитивним. Звертає на себе увагу, що американський експорт, принаймні за трьома позиціями, залишається недооціненим (або неоціненим взагалі). Це стосується послуг щодо надання міжнародної ліквідності (сеньйораж), неформалізованих страхових послуг (убезпечення капіталу) та послуг щодо розповсюдження знань (knowledge service), до яких відносяться, перш за все, організаційні знання та визнані бренди. Ці експортні позиції де-факто виникають в процесі використання нерезидентами трьох фінансових інструментів, відповідно: американської валюти, американських казначейських зобов'язань та прямих іноземних інвестицій американських корпорацій. Таким чином, «темна матерія» (*dark matter*), непомітна для статистики, урівноважує фінансові потоки. Тобто, умовно можна вважати, що нездійснені платежі нерезидентів за отримання вказаних послуг приблизно дорівнюють дефіциту поточного рахунку або, у всякому випадку, помітно зменшують цей дефіцит до розміру, наявність якого цілком узгоджується зі стандартним підходом до аналізу стану платіжного балансу.

Щоправда, деякі експерти¹¹ вважають, що саме наявність «темної матерії» примушує іноземних інвесторів вкладати капітали в американські активи, розраховуючи на зростання доходу від цих інвестицій в майбутньому (внаслідок наявності таких «прихованих» переваг), а отже ця обставина нібито підтверджує модель «нової економіки». Але це ж ставить під сумнів фундаментальність моделі «темної матерії», адже майбутнє (очікуване) зростання рівня доходів від американських активів, по суті, означатиме урівноваження фінансових потоків та «зникнення» «темної матерії»*.

Зняти цю суперечність намагається третя модель, яка пояснює, що США можуть обслуговувати великий зовнішній борг без серйозного дискомфорту, доти, доки зовнішні активи США забезпечують значно вищу прибутковість, ніж американські зовнішні зобов'язання, просто тому, що американські інвестори – більш кмітливі або **досвідчені інвестори** (*savvy investors*) у порівнянні з їхніми іноземними конкурентами. Зокрема, Дж. Кітчен (J. Kitchen) вказує на те, що (абстрагуючись від кризових та передкризових років) різниця у прибутковості вказаних видів інвестицій складає більш ніж 5 відсотків¹². На думку Б.Ейхенгріна ця модель входить в суперечність з «новекономічним» підходом, який базується на припущенні того, що інвестиції в американські боргові інструменти приносять іноземним інвесторам вищий дохід, у порівнянні з інвестиціями у власну економіку. Між тим, насправді, такої суперечності може і не існувати, оскільки вищий

¹⁰ Див.: Hausmann Ricardo, Sturzenegger F. «Dark Matter Makes the U.S. Deficit Disappear» // Financial Times, December 8, 2005, p. A15.

¹¹ Eichengreen B. Op.cit., p.6

* Слід зауважити, що деякі відомі економісти заперечують наявність «темної матерії» вже зараз. Зокрема, див.: Buiter W. Dark Matter or Cold Fusion? - Global Economics Paper no.136, London: Goldman Sachs (Jan. 16, 2006).

¹² Цит. за: Eichengreen B. Op.cit., p.11

дохід іноземних інвесторів від вкладень в США, ніяк не означає того, що дохід американських інвесторів не може бути ще вищим.

Причини двох останніх світових економічних криз та розвиток подій на світовому ринку свідчать про те, що в новій глобалізованій економічній системі головну роль відіграє вже не виробництво, а фінансовий сектор, а причинами криз стає перевиробництво не товарів, а грошей. «Сучасна економіка зробила величезний крок у бік того, що економісти в минулому називали «фіктивним капіталом», а тепер – «фінансовими бульбашками»¹³. (У зв'язку з чим досить поширеною стала думка щодо появи «глобального фінансизму»).

Розбалансування моделі глобальної економіки знайшло прояв у високодефіцитних зовнішньоторговельних балансах розвинутих країн та, відповідно, високому профіциті (суфіциті) поточного рахунку у країнах, що розвиваються. Економічна криза останніх років значною мірою викликана проблемами, що походять з фінансового сектору та укорінені у диспропорції, викликаній гіпертрофованою роллю цього сегменту економіки в розвинутих країнах. У зв'язку з цим на певному етапі розвитку технологічного укладу починає спостерігатися перенакопичення капіталу: накопичений грошовий капітал не може бути інвестований у розширення виробництва та торгівлі, не призводячи до наступного падіння норми прибутковості. Внаслідок цього відбувається значне розростання фондових ринків та обсягів операцій з похідними фінансовими інструментами спекулятивного характеру, які породжують швидке, хаотичне переміщення «гарячих грошей». Світовий надлишковий капітал з торговельно-виробничої сфери перетікає у фінансову і, відповідно, з країн, що розвиваються (і потребують додатковий капітал для розвитку реального сектору економіки) до країн промислово розвинутих. В новій глобалізованій економічній системі головну роль починає відігравати вже не виробництво, а фінансовий сектор. І, відповідно, «криза надфінансування» прийшла на місце «кризи надвиробництва».

Наведені вище факти дозволяють зробити висновок щодо суттєвої зміни взаємозалежностей тенденцій та факторів, які визначають саму логіку розвитку сучасної економічної системи. Така **зміна парадигми глобальної економіки** – яка ще тільки проявляється і вимагає глибокого вивчення, скоріш за все, є **багатофакторним процесом**, вплив на який здійснюють накладання коротко- та довгострокових циклів, поява та зростання значення нових, нематеріальних факторів виробництва (знань, соціального капіталу, кредитних відносин тощо), розвиток та економічна експансія «новостворених» ринків та ін.

1.2 Лібералізація світової торгівлі та міжнародний поділ праці

Процеси економічного розвитку країн призвели до безпрецедентного розширення міжнародного обміну товарами та послугами. **Колосальне зростання масштабів торговельних процесів**, їх структурне ускладнення та поява дедалі більшої кількості суб'єктів торговельних відносин зумовили **необхідність створення єдиних правил, які б спростили механізми регулювання торговельних відносин**, усунули перешкоди, що викривлюють торговельні потоки і тим самим створили передумови для безперешкодного здійснення торгівлі.

Теоретичні ідеї, спрямовані на лібералізацію світової торгівлі, вимагали створення інституційного механізму, за допомогою якого було б можливим втілити їх в життя. В період після закінчення Другої світової війни виникла необхідність максимально швидкого відновлення економік країн світу. І це не могло не зумовити істотного перегляду теоретичних підходів, насамперед кейнсіанського напрямку. Останній в своїй модифікованій формі (неокейнсіанство) став в значно більш виразній мірі враховувати

¹³ Кравчук Н. Цит. робота, с.423

постулати неокласичного напрямку, на основі чого була започаткована теорія, яка уособлювала в собі поєднання начал ринкової свободи, необхідної для мікроекономіки, з певним інструментарієм макроекономічного регулювання з боку держави.

Крім того, **розвиток міжнародної торгівлі, так само як і економічне зростання, що його мала підтримувати ця торгівля, стали розглядатися у якості протидії ескалації міжнародних суперечностей і навіть можливого виникненню військових конфліктів..** Досягнення цих цілей вимагало відкритості в економіках всіх країн світу, що сприяло суспільному визнанню необхідності повернення до ідей запровадження принципів вільної торгівлі*. Як стверджував лауреат Нобелівської премії миру (та колишній держсекретар США часів Президента Ф.Д.Рузвельта) К.Хал: «Я ніколи не відмовлявся і ніколи не відмовлюся від переконання, що забезпечення миру та добробуту держав нерозривно пов'язане з дружністю, справедливістю, рівністю та максимально можливим ступенем свободи у міжнародній торгівлі»¹⁴. Він зазначав, що суперники у світовій торгівлі перетворюються на суттєвий елемент забезпечення миру у всьому світі. «При цьому, - підкреслював К.Хал, - я не маю на увазі, що розквіт міжнародної торгівлі сам по собі є гарантією мирних міжнародних відносин. Але я маю на увазі, що без процвітаючої торгівлі між народами будь-яке забезпечення для тривалого миру стає нестійким і в кінцевому рахунку знищується»¹⁵.

Слід відзначити, що саме ці **модифіковані погляди і зумовили ту високу активність щодо заснування світових економічних організацій**, діяльність яких повинна була забезпечити втілення в життя ідей стабільного та збалансованого економічного розвитку на основі лібералізації економіки та сформульованих на багатосторонній основі механізмів макроекономічного регулювання. Важливою передумовою створення в післявоєнний період інституційного каркасу лібералізації світової торгівлі можна вважати визнання державами того факту, що **використання протекціоністських заходів, включаючи квоти і заборони, що перешкоджало розвитку світової торгівлі, призвело до складної ситуації у світовій економіці й торгівлі**¹⁶. Наприкінці 1940-х років міжнародне співтовариство держав усвідомило необхідність створення нової системи організації міжнародних торгових відносин. Ця система бачилася у формі єдності багатосторонніх прав і обов'язків держав, виражених у міжнародно-правових нормах.

Результатом узгодження протиріч та різних точок зору став текст Генеральної угоди з тарифів та торгівлі (ГАТТ), підписаний в листопаді 1947 року в Гавані (Куба). Ця Угода регулювала насамперед взаємне зниження імпорتنих тарифів на відносно обмежене коло товарів, переважно промислового виробництва. В 1950-60 роки ця система і методи працювали доволі ефективно, значною мірою через невелику кількість країн, які приєдналися до ГАТТ. Їхня увага була зосереджена на скороченні тарифів на товари та скасуванні низки кількісних обмежень, встановлених до, під час та після Другої світової війни. Усі спори вирішувались на неформальній основі. Проте в середині 1960-их років кількість країн-учасниць ГАТТ майже подвоїлась. Більшість нових країн-членів ГАТТ

* Ідея щодо наявності зв'язку між торгівлею та миром має давню історію. Можна згадати хоча б Дж.С. Міля, який у своїй роботі «Принципи політичної економії» писав: «Це власне торгівля швидко робить війну застарілим інструментом, шляхом зміцнення та множення особистих інтересів, які діють як природна опозиція їй. І можна без перебільшення сказати, що перетворення значних обсягів та швидкого зростання міжнародної торгівлі в основну гарантію миру у всьому світі є великою постійною запорукою безперервного прогресу ідей, інститутів та характеру людської раси» (J.S.Mill. Principles Of Political Economy – N.Y., 1885, p.453- URL: <http://www.gutenberg.org/files/30107/30107-pdf.pdf>)

¹⁴ Цит. за: Леманн Ж.-П. Спасе т ли Россия глобализацию?//Россия в глобальной политике, том 11, № 3, 2013, с. 84

¹⁵ Hull C. «Stable Peace and Economic Warfare Will Not Mix». Statement made to House Ways and Means Committee, Washington, D. C., April 12, 1943// Vital Speeches of the Day, Vol. IX, pp. 433-435.- URL: <http://www.ibiblio.org/pha/policy/1943/1943-04-12b.html>

¹⁶ Cooper R.N., Stern R.M. Trade Policy as Foreign Policy. – Cambridge: Cambridge University Press, 1987. – 312 p.

були країнами, що розвиваються. Вони приєдналися до ГАТТ зі своїми економічними проблемами та національними традиціями, які відрізнялися від традицій інших країн. Збільшення країн-членів призвело як до виникнення проблеми управління ГАТТ, так і до уповільнення процесу прийняття остаточних рішень його членами.

Політичні процеси, які відбувалися в світі в 1980-их та початку 1990-их років, крім іншого, стали новим поштовхом для активізації процесів лібералізації світової торгівлі. Якщо в 1947 році не вдалося створити Міжнародну організацію торгівлі через відмінність позицій США та провідних країн Європи, то по мірі подолання наслідків війни, країни Західної Європи все в більшій мірі були зацікавлені в лібералізації світової торгівлі.

Враховуючі все більшу кількість сфер, які повинна була охопити лібералізація торгівлі, просто угоди ГАТТ було явно не достатньо. Як наслідок, по завершенні Уругвайського раунду на інституційній основі ГАТТ була створена Світова організація торгівлі (СОТ). Саме в СОТ провідні світові економіки вбачали провідний інститут у сфері лібералізації торгівлі, адже торговельний підрозділ ООН був малоприсадаблений для позиції лідерства в процесі лібералізації торгівлі через свою певну організаційну громіздкість, відсутність належних механізмів виконання рішень. Крім того, промислово розвинуті країни не бажали делегувати ООН додаткові функції через домінування в її органах представників країн, що розвиваються¹⁷.

Загалом зазначимо, що **ідеологія лібералізації світової торгівлі залишається провідним шляхом розвитку світових торговельних відносин**. Спроби деяких країн застосовувати протекціоністські кроки в своїй політиці мають радше тимчасовий характер і не змінюють загальної тенденції. Світова фінансово-економічна криза хоч і спровокувала певне повернення до політики протекціонізму, проте не змінила загального вектору в напрямку лібералізованого світового торговельного режиму.

1.3 Лібералізація міжнародного руху капіталу та його вплив на стан світової валютної системи

Заходи національного контролю за рухом міжнародного капіталу є спробою захисту від ризиків, пов'язаних з коливаннями міжнародних потоків капіталу. Контроль над капіталом набуває особливого значення в контексті режиму фіксованого обмінного курсу. Підтримання такого режиму може бути ускладнене наявністю необмежених потоків капіталу. Це одна з причин того, чому навіть промислово розвинені країни досить довго утримували режим контролю за рухом коштів по капітальному рахунку. У країні зі слабкою банківською системою дозвіл на вільне інвестування за кордоном може прискорити вплив внутрішніх заощаджень і поставити під загрозу життєздатність банківської системи. Короткостроковий приплив капіталу можна швидко повернути у зворотному напрямку у разі виникнення несприятливої економічної ситуації, тим самим посилюючи негативний макроекономічний ефект. Деякі країни, що розвиваються, використовують систему контролю капіталу, щоб посилити його структуру в напрямку зростання частки більш стійких форм, таких, як прямі іноземні інвестиції (ПІІ). Деякі країни також використовували вибірково контроль руху капіталу, щоб сприяти переходу від коротко- до довгострокового притоку. (У випадку Чилі, шляхом введення непрямого податку на приплив капіталу бажані зміни відбулися менш ніж за рік).

З іншого боку, лібералізація рахунку операцій з капіталом може забезпечити ефективніший глобальний розподіл капіталу, спрямовуючи його потоки від промислово розвинених країн до бідних економік країн, що розвиваються, створюючи умови для прискорення економічного зростання, зменшення безробіття та підвищення рівня життя в цих країнах. Одночасно, це забезпечує вищу прибутковість заощаджень населення в промислово розвинених країнах.

¹⁷ Сіденко В.Р. Том 1. Глобалізація та економічний розвиток. – К.: Фенікс, 2008. – 376 с.

Вільний доступ до ринків капіталу також дозволяє країнам певною мірою «застрахувати» себе від економічних проблем, нейтралізуючи волатильність розмірів власних національних доходів.

В цілому готовність країни до лібералізації контролю за рухом капіталу свідчить про її готовність до проведення здорової макроекономічної політики та адаптації до умов сучасної глобальної економіки, яка передбачає високий рівень інтеграції у глобальний простір.

Певною мірою перехід до лібералізації руху коштів по капітальному рахунку стримується умовами так званої трилему Тейлора-Обстфельда (або «Inconsistent Trinity»), яка стверджує, що «обраний макроекономічний режим може включати лише два елементи «несумісної трійці», а саме, 1) повну свободу транскордонного руху капіталу, 2) фіксований валютний курс та 3) незалежну монетарну політику, орієнтовану на досягнення внутрішні економічних цілей. Якщо рух капіталу заборонений, валютний курс може відірватися від впливів закордонних процентних ставок і, таким чином, забезпечити незалежну монетарну політику. А плаваючий валютний курс узгоджує свободу руху міжнародного капіталу з ефективністю монетарної політики. Втім, монетарна політика безсила забезпечити досягнення внутрішньо економічних цілей, якщо валютний курс фіксований, а рух капіталу вільний, оскільки за таких умов інтервенції на підтримку курсу національної валюти викликають рух капіталу в напрямку, який елімінує дії монетарної політики»¹⁸.

Таблиця 1.1.

Країни, що здійснили лібералізацію руху капіталу у 1995-2010 роках

Країни							
Азербайджан	Ботсвана	Гана	Йорданія	Мавританія	Румунія	Сенегал	Угорщина
Алжир	Бурунді	Гондурас	Кабо Верде	Мальта	Самоа	Сент-Кітс	Чилі
Афганістан	Вірменія	Домініка	Камбоджа	Нігерія	Сан-Томе і	та Невіл	
Болгарія	Гайана	Ізраїль	Кіпр	Папуа-	Принсіпі	Словаччи	
Боснія	Гаїті	Ірак	Корея (Пд)	Нова Гвінея	Свазіленд	на	
				Росія	Сейшели	Словенія	
						Уганда	

Джерело: Liberalizing Capital Flows and Managing Outflows . IMF Background Paper, March 16, 2012, p.9

Після того, як лібералізація міжнародної торгівлі отримала статус економічного «мейнстріму», **МВФ переорієнтувався на підтримку політики лібералізації контролю за рухом капіталу.** Зокрема, на щорічному засіданні у вересні 1997 року в Гонконзі Рада керуючих Фонду затвердила план дій, згідно з яким саме лібералізація руху капіталу повинна була стати основною метою МВФ. Отже, останніми десятиліттями спостерігається **тенденція до поступової лібералізації руху капіталів, як всередині країн, так і у міжнародних стосунках.** Ця тенденція була особливо помітна в європейських країнах з новоствореними ринками. Втім, це характерно і для таких системно значущих країн як Індія та Китай. Перехід до лібералізації відображає визнання з боку багатьох країн переваг, які несуть потоки міжнародні капіталу (за наявності відповідних умов щодо їх використання). Цілком логічно, що міжнародний рух капіталу відіграє дедалі більшу роль в питаннях регулювання платіжних балансів.

Зокрема, контроль за рухом капіталу, впроваджений в Росії після кризи 1998 року, виявився недостатньо ефективним засобом впливу. Тому у 2004-2006 роках відбулася повторна лібералізація, але високі ціни на нафту та проциклічна політика призвели до

¹⁸ Obstfeld M., Taylor A.M. The Great Depression as a Watershed: International Capital Mobility Over the Long Run .NBER Working Paper Series, Working Paper 5960 – NBER, Cambridge, March 1997, p. 2 – URL: http://www.nber.org/papers/w5960.pdf?new_window=1

надмірного притоку капіталу та перегріву економіки, наслідком чого стала «раптова зупинка»** протягом 2008-09 рр.

В той же час, **зростаючі економіки з високим рівнем фінансової відкритості більше постраждали під час останньої кризи**, особливо у випадках, коли ця відкритість стосувалася міжбанківських (посередницьких) потоків капіталу, які, основним чином, обумовлювалися потребами хеджування валютних ризиків їхніх корпоративних клієнтів. А це, на думку експертів МВФ, сприяє зростанню вразливості економіки країни¹⁹. Цим фактом, зокрема, пояснюється відновлення контролю за рухом капіталу в Ісландії у 2008 році. (Хоча у липні 2013 року уряд країни заявив про наміри скасування валютного контролю.) Характерно, що ринки досить негативно сприймають будь-яке відновлення раніше скасованих обмежень, а **ефективність відновлених обмежень значно зменшується**. Така реакція помітно підвищує відповідальність при прийнятті рішень щодо лібералізації контролю за рухом капіталу.

Як зазначають експерти Міжнародного валютного фонду, вільний рух капіталу може надавати істотні вигоди для країн, в тому числі за рахунок підвищення ефективності, сприяння підвищенню конкурентоспроможності фінансового сектору, а також сприяти зростанню рівня ефективності інвестицій та «згладжуванню споживання» (*consumption smoothing*)²⁰. Крім того, потоки капіталу можуть сприяти передачі нових технологій і методів управління, зокрема, за рахунок прямих іноземних інвестицій (ПІІ).

У той же час, потоки капіталу також можуть створювати ризики збільшення «прогалин» у фінансовій та інституційній інфраструктурі країн. При цьому вважається, що **лібералізація руху капіталу, як правило, вигідніша та менш ризикована, якщо країна досягла певного рівня фінансового та інституційного розвитку**. У свою чергу, лібералізація може прискорити подальший розвиток таких країн (за рахунок кумулятивного ефекту). З організаційної точки зору, лібералізація повинна бути добре спланована, вчасна та послідовна, щоб гарантувати, що її переваги переважають можливі втрати. Втім, необхідно мати на увазі, що швидкий (стрибокподібний) приплив або руйнівний вплив капіталу можуть створити не тільки економічні, але й політичні проблеми. У зв'язку з цим, ключову роль повинна відігравати макроекономічна політика, в тому числі в монетарному, фіскальному та валютно-курсовому сегментах, а також стосовно забезпечення ефективного фінансового нагляду та регулювання.

В будь-якому випадку, **лібералізація повинна здійснюватися в рамках відповідної макроекономічної та валютно-урсової політики та за наявності здорового фінансового сектору**.

** Термін «раптова зупинка» («sudden stop») походить від вислову відомого американського економіста Р. Дорнбуша (використаного ним в кількох колективних статтях з приводу світової боргової кризи): «Вбиває не швидкість, а раптова зупинка» («It is not speed that kills, it is the sudden stop»). «Раптовою зупинкою» зовнішнього фінансування (інвестування або кредитування) вважається одночасне зниження припливу капіталу в розмірі щонайменше подвійного «стандартного відхилення» (Standard Deviation), яке в статистиці визначається шляхом розкиду отриманих значень спостережуваних величин поблизу їх середнього арифметичного значення, яке обчислюється як корінь квадратний з відхилень значень вибірки. «Раптові зупинки» зазвичай супроводжуються різким зниженням обсягів виробництва, приватних видатків та кредитування приватного сектору, а також депреціацією реального обмінного курсу. Причинами такого явища можуть бути обумовлені глобальними потрясіннями, все більш обтяжливими процентними ставками по боргу країн з великою заборгованістю (т.зв. «боргова нетерпимість» - «debt intolerance») або діями спекулянтів в очікуванні змін фіксованого валютного курсу.

¹⁹ Liberalizing Capital Flows and Managing Outflows . IMF Background Paper, March 16, 2012, p. 16

²⁰ The Liberalization and Capital Management of Capital Flows: An Institutional View, IMF, Nov. 14, 2012 – URL: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/111412.pdf>

2. Сучасні інструменти та методи регулювання платіжних балансів

Дефіцит платіжного балансу може виникнути внаслідок як негативних ("поганих"), так і позитивних («хороших») причин. Негативні причини виникнення дефіциту це, наприклад, невдале фінансове регулювання, яке «підштовхує» кредитний бум, або помилкова поведінка фіскальних влад, яка призводить до скорочення національних заощаджень. В такому випадку виправлення вказаних причин є достатнім для того, щоб досягнути скорочення дефіциту.

Позитивні причини також можуть призвести до зростання дефіциту: зокрема, обнадійливі економічні перспективи ведуть до скорочення заощаджень, а висока гранична продуктивність капіталу веде до зростання обсягу інвестицій. Але і в такому випадку є принаймні дві причини, щоб турбуватися. По-перше, ці позитивні, здавалося б, причини можуть взаємодіяти зі структурними порушеннями, які активізують виникнення «голландської хвороби»; і, по-друге, іноземні кредитори можуть несподівано змінити своє ставлення до країни, що призведе до «раптової зупинки», наслідком чого стане болюче пристосування економіки до нових реалій (більш болісне, ніж очікувалося і вважалося прийнятним для позичальників).

Профіцит балансу, як правило, не засуджується так рішуче, як дефіцит. Але він також може виникати з негативних та позитивних причин.

Серед негативних причин виникнення профіциту можна вказати на відсутність соціального страхування, наслідком чого стає зростання приватних заощаджень; неефективну систему фінансового посередництва, що призводить до низьких інвестицій тощо. Такі деформації, як правило, мають наслідком занижений реальний валютний курс. Щодо *внутрішніх* деформацій, бажаним є їх виправлення. Але деформації можуть виникати також на *наднаціональному* рівні, наприклад, у вигляді недостатнього рівня забезпечення глобальної ліквідності, що призводить до надмірного накопичення валютних резервів.

Незалежно від причин виникнення, профіцит, на відміну від дефіциту, може зберігатися протягом дуже тривалого часу. Зокрема, затяжні профіцити рахунку поточних операцій не залежать від готовності іноземних інвесторів до фінансування внутрішнього споживання та інвестицій, а, отже, не є заручниками змін у настроях інвесторів. Звичайно, вони в кінцевому підсумку також зменшуються, оскільки накопичення іноземних активів збільшує внутрішнє багатство та попит, що і призводить до скорочення профіциту сальдо рахунку поточних операцій. Але це, як правило, відбуватиметься поступово, на відміну від «раптової зупинки», яка характерна для країн з дефіцитом поточного рахунку.

Підсумовуючи сказане вище, експерти МВФ констатують, що платіжний дисбаланс може, з точки зору конкретної країни, бути явищем позитивним (зумовленим бажаним інтертемпоральним вибором) або негативним (внаслідок певних деформацій економічної системи)²¹.

Як засвідчують результати наукових досліджень, **рівновагу платіжного балансу зазвичай не вважають першочерговою ціллю економічної політики, оскільки не існує очевидних причин, чому країна повинна постійно її підтримувати.** Дефіцит платіжного балансу не перешкоджає досягненню інших економічних цілей, якщо з часом він зміниться на активне сальдо. Проте **постійна нерівновага платіжного балансу впливатиме на економічне зростання, зайнятість та стабільність цін** і за таких умов досягнення зовнішньої рівноваги може стати головною ціллю економічної політики. Втім, слід мати на увазі, що першочерговою метою макроекономічної політики будь-якої країни є забезпечення стійкого економічного зростання за умов стабільності цін та прийнятного

²¹ Blanchard O., Milesi-Ferretti G.M. (Why) Should Current Account Balances Be Reduced? – IMF Staff Discussion Note, No. SDN/11/03, March 1, 2011, p.6 - URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2011/sdn1103.pdf>

зовнішнього балансу. А для цього необхідно здійснити координацію грошово-кредитної та бюджетно-податкової політик, оскільки результуючий вплив будь-яких заходів залежатиме від взаємодії обох політик. Адже наслідком проведення неузгодженої економічної політики може виявитись фінансова нестабільність, що передбачає зростання відсоткових ставок, нестабільність валютного курсу, швидкі темпи інфляції, що, в свою чергу, призведе до суттєвого уповільнення темпів економічного зростання²².

В залежності від того, як саме відбувалося врівноваження, можна виділити три основні типи зовнішніх дисбалансів – із внутрішнім, зовнішнім та змішаним коригуванням. **Внутрішнє коригування** супроводжується значним скороченням обсягу імпорту, а **зовнішнє та змішане коригування** пов'язані із збільшенням обсягів експорту. За умови здійснення внутрішнього та змішаного коригування відбувається значне скорочення темпів зростання внутрішнього попиту, переважно за рахунок зменшення приватного споживання та приватних інвестицій. Натомість, при зовнішньому коригуванні спостерігається певне підвищення темпів економічного зростання внаслідок покращення торговельного балансу країни. Внутрішнє коригування викликає значне зниження рівня внутрішньої інфляції, тоді як за змішаного коригування рівень інфляції зростає, оскільки має місце значне знецінення національної валюти. При цьому зазначається, що тип дисбалансу в країні не залежить від розміру економіки, ступеня її відкритості, рівня її промислового розвитку або її географічного положення, а визначається виключно внутрішніми макроекономічними проблемами, які притаманні тій чи іншій країні²³.

Стан платіжного балансу слугує важливим елементом системи раннього сповіщення про фінансові кризи (*early warning system - EWS*), створення яких останніми роками стало одним з важливих напрямків роботи щодо вдосконалення глобальної фінансової архітектури. Зокрема, до ключових індикаторів таких систем відносять проблеми, які виникають як з поточним (*стан експорту та імпорту, «умови торгівлі», реальний обмінний курс*), так і з капітальним рахунком (*стан резервів, співвідношення M2 до резервів, диференціал реальних процентних ставок, світова реальна процентна ставка, зовнішні борги, втеча капіталу*)²⁴.

2.1 Традиційні підходи щодо регулювання платіжних балансів та роль держави в цьому процесі в сучасних умовах

Здійснення аналізу стану платіжного балансу, а також причин виникнення дисбалансів має самостійну цінність для дослідників, оскільки допомагає зрозуміти сутність та основні тенденції процесів, які відбуваються у світовій економіці. Одночасно, це дозволяє урядам та центральним банкам визначитися стосовно необхідності та методів здійснення заходів, спрямованих на врегулювання відповідного дисбалансу – стійкого дефіциту або профіциту (суфіциту).

Таким чином, аналіз стану та заходи щодо збалансованості міжнародних товарно-грошових потоків по суті є частинами єдиного процесу регулювання платіжних балансів.

Регулювання платіжного балансу – це втручання в хід зовнішньоекономічної діяльності з метою стимулювання або обмеження певних зовнішньоекономічних операцій з метою виправлення дисбалансу, що склався.

Відповідно до принципів складання платіжного балансу підсумкове сальдо повинне бути нульовим, оскільки сума всіх кредитових записів в цілому повинна дорівнювати сумі

²² Анісімова О.Ю. Коригування зовнішніх дисбалансів платіжного балансу (на прикладі розвинутих країн) – Автореферат дисертації на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук // Київський Національний університет імені Тараса Шевченка, Київ, 2008, с. 10

²³ Там само, с. 12

²⁴ Cheang N. Early Warning System for Financial Crises// Monetary Authorities of Macao, p. 65 – URL: http://www.amcm.gov.mo/publication/quarterly/Apr2009/early_warning_en.pdf

всіх дебетових записів. Однак на практиці часто такого не відбувається. Наявність позитивного (профіцит) або негативного (дефіцит) сальдо свідчить про певні диспропорції платіжного балансу, які виникають з низки причин: зміна цін; структурні диспропорції; зміна рівня доходу; автономні пересування значних мас капіталу тощо.

До основних методів регулювання платіжного балансу відносять: валютні, кредитні, фінансові та адміністративні.

1. Валютні методи регулювання платіжного балансу базуються на використанні елементів валютної системи та орієнтовані на встановлення рівноважних валютних курсів і використання динаміки їх зміни для коректування платіжного балансу. Основними елементами валютної системи є валютний режим та механізм валютного регулювання. Валютне регулювання полягає у застосуванні сукупності форм і методів організації грошових потоків як в іноземній, так і в національній валюті при проведенні зовнішньоекономічних операцій з метою запобігання відпливу капіталу і зміцнення вітчизняного платіжного балансу, збереження стабільної динаміки валютного курсу. Валютний режим (режим встановлення курсу обміну валют) - це сукупність форм і методів, використовуваних при встановленні валютного курсу. Головна мета будь-якого валютного режиму - збереження зовнішньої конкурентоспроможності економіки на основі зміцнення платіжного балансу і стабілізації виробництва.

У світовій практиці виділяють два основні режими: 1) режим, заснований на вільно плаваючих валютно-обмінних курсах та 2) механізм фіксування або прив'язки курсу національної валюти до курсу іншої валюти або кошика валют.

У сучасних умовах на валютний курс впливають настільки велика кількість факторів, що їх не можуть спрогнозувати ні уряд, ні центральний банк, ні будь-які інші офіційні органи. Тому саме «плаваючий» валютний курс найбільш реально відображає ці впливи і забезпечує ефективну реакцію на них, засвідчуючи дійсну вартість національної валюти на світовому ринку. Все це пояснює, чому в більшості країн повністю вільне «плавання» використовувалося лише протягом коротких періодів часу для визначення реальної ціни національної валюти.

2. Кредитні методи регулювання платіжного балансу застосовуються в грошово-кредитній політиці держави та включають контроль за обсягом грошової емісії, а також зміну процентних ставок та ставок рефінансування.

3. Фінансові методи регулювання платіжного балансу спрямовані на встановлення контролю над обсягом експорту та імпорту товарів та послуг за допомогою інструментів фінансової політики. Для зменшення дефіциту платіжного балансу використовуються бюджетні субсидії експортерам, протекціоністське підвищення імпортних мит, скасування податку з відсотків, виплачуваних іноземним власникам цінних паперів, важелі грошово-кредитної політики.

4. Адміністративні методи передбачають регулювання національного митно-тарифного законодавства. Митні тарифи можуть серйозно обмежувати вільний рух товарів між країнами. Тому їх зниження є необхідною умовою для вільного переміщення товарів між країнами в залежності від сформованих рівнів цін та стихійного вирівнювання ринкової кон'юнктури. *Митно-тарифне регулювання, як метод протекціоністської політики, починаючи з 90-х років, втрачає свою роль у більшості країн світу.*

Кейнсіанська політика платіжного балансу передбачає активне державне втручання в регулювання сальдо платіжного балансу. На думку основоположника даного напрямку Д. М. Кейнса, ефективність регулювання державою економічних процесів залежить від наявності коштів під державні інвестиції, досягнення повної зайнятості населення, зниження та фіксування норми відсотку. Позитивне сальдо платіжного балансу, на думку кейнсіанців, досягається тільки за рахунок державного тиску на скорочення внутрішніх витрат або збільшення припливу доходів до країни. Тому засновники даного підходу в питаннях регулювання сальдо платіжного балансу основний акцент робили на стимулюванні експорту вітчизняної продукції та стримуванні імпорту

через підвищення конкурентоспроможності вітчизняних товарів та послуг на світових ринках. Основну увагу вони приділили з'ясуванню того, як економіка може одночасно досягти балансу платіжного балансу (зовнішнього балансу) та повної зайнятості (внутрішнього балансу).

Монетаристська політика платіжного балансу базується на уявленні щодо саморегулювання економічної системи та всіх її елементів. Виходячи з цього положення, припускається політика невтручання держави в міжнародні розрахунки, які повинні автоматично прийти до рівноваги (принаймні, у довгостроковій перспективі). З положень монетаристського підходу також випливає, що зниження курсу національної валюти може поліпшити платіжний баланс лише у короткостроковому періоді.

Сальдо платіжного балансу розглядається монетаристами як результат розриву між попитом на гроші та пропозицією грошей. (Кейнсіанці ж розглядали сальдо платіжного балансу як різницю між витратами країни та її доходами і позитивне сальдо платіжного балансу досягалось у них за рахунок державного тиску на скорочення внутрішніх витрат або збільшення припливу доходів в країну). Позитивне сальдо платіжного балансу супроводжується припливом грошей в економіку країни, збільшенням грошової маси та зростанням цін усередині економіки. Це, в свою чергу, стимулює попит на аналогічні іноземні товари. Збільшення припливу імпорту в країну призводить до вирівнювання сальдо платіжного балансу. На думку монетаристів, позитивне сальдо платіжного балансу може бути досягнуто або за допомогою зміни внутрішніх цін при відносно стабільному валютному курсі, або за допомогою зміни валютного курсу шляхом його ревальвації.

Лібералізація фінансових ринків до кризи 2008 р. зменшила масштаби прямого державного втручання в економічні процеси, проте роль держави, як довела криза, від цього зовсім не зменшилась. Змінились лише пріоритети та механізми державного втручання. Якщо раніше вибір цілей, методів та підходів до відновлення рівноваги платіжного балансу визначався національними інтересами країни, то тепер він дедалі більше залежить від глобального розвитку і підпорядковується йому. Це вимагає більшої різноманітності та узгодженості у використанні інструментів та методів державного регулювання. Саме з цієї причини найбільшу актуальність останнім часом набув третій варіант політики відновлення рівноваги платіжного балансу - неокласичний, який синтезує кейнсіанський та монетаристський варіанти політики.

Що стосується аналітичної складової цього процесу, то найбільш популярними в останні десятиріччя були підходи на основі впливу цінових та курсових змін на обсяги експорту та імпорту (*elasticities approach* – «еластичісний підхід»), зв'язку платіжного балансу з сукупним внутрішнім попитом та іншими основними елементами ВВП (*absorbtion approach* - «абсорбційний підхід») або наданні визначальної ролі грошовим чинникам (*monetary approach* - «монетарний підхід»).

Еластичісний підхід, сформований на основі неокласичної економічної теорії, виходить з того, що основним фактором формування платіжного балансу виступає зовнішня торгівля, а його ключовою складовою частиною – торговельний баланс, сальдо якого визначається, значною мірою, співвідношенням рівнів цін на експортні та імпорتنі товари, мультиплікованим на валютний курс (зміна якого і вважається найбільш дієвим засобом відновлення рівноваги платіжного балансу). Ступінь таких змін визначається специфічними коефіцієнтами еластичності попиту (відповідно, на імпорتنі та експортні товари). Найбільша проблема при використанні такого підходу полягає в тому, що якщо еластичність не повна (*часткова*), то аналітики фактично ігнорують вплив таких змін на інші економічні індикатори, які, в свою чергу, можуть впливати на стан платіжного балансу. Але і при *повній* еластичності існують проблеми аналізу, оскільки повна еластичність може бути визначена лише *post factum*, що робить можливим використання

такого підходу лише для аналізу ex-post (тобто лише для висновків за періоди, що минули, але не для прогнозування та рекомендацій на майбутнє)²⁵.

Цей недолік намагаються усунути прибічники **абсорбційного підходу**, який виходить з того, що покращення стану платіжного балансу (в тому числі, шляхом девальвації національної валюти) збільшує доходи країни, що викликає зростання абсорбції (поглинання) зовнішніх надходжень через зростання споживання та капітальних вкладень. Втім, можливо, найбільша вада такого підходу полягає у тому, що ототожнення торговельного балансу з платіжним (яке характерне для кейнсіанської теорії платіжного балансу в цілому) усуває з розгляду один з найважливіших видів зовнішньоекономічних зв'язків в сучасних умовах - рух капіталів.

Зокрема й цей недолік спробували виправити прибічники **монетарного підходу**, який полягає не просто в додаванні до «реальних елементів» додаткової категорії – «грошей», а в наданні грошовим чинникам чільної, визначальної ролі при майже повному виключенні інших елементів. Основу монетарного підходу до платіжного балансу заклала стаття Х. Джонсона «До загальної теорії платіжного балансу» (1958 р.). Цей теоретичний доробок отримав свій подальший розвиток в розробках Д. Поллака, Х. Джонсона, Р. Манделла, М. Брейера, Р. Дорнбуша, Т. Хамфрі, Р. Келлера, М. Мусса, М. фон Нойманн-Уйтмена, Д. Френкеля тощо.

У монетарному підході грошам відводиться головуюча роль, у зв'язку з чим змінюється метод визначення платіжного балансу. Відмінність полягає, перш за все, в тому, що платіжний баланс розглядається цілком, і рахунок поточних операцій, і рахунок операцій з капіталом та фінансовими інструментами. У цій концепції сальдо платіжного балансу еквівалентне зміні офіційних золотовалютних резервів держави.

Найбільш важливий висновок монетарного підходу, однак, полягає у розумінні того, що проблеми платіжного балансу можуть виникати внаслідок дисбалансів грошового ринку, і що у зв'язку з цим саме заходи монетарної політики можуть бути найбільш ефективними для врегулювання цих проблем.

Маючи на увазі згадане вище, можна погодитися з думкою відносно того, що кожний з розглянутих підходів покликаний вирішувати лише окремі питання економічної політики і здійснювати аналіз з великою кількістю припущень. Очевидно, що тільки на основі їхнього синтезу можливе забезпечення ефективної державної політики щодо вирівнювання платіжного балансу.

На наш погляд, при аналізі транзитивних економік найдоцільніше застосування монетарної теорії платіжного балансу, так як вона розглядає «малу країну», для якої рівень цін і процентних ставок встановлюється ззовні і яка сама не може вплинути на світові ціни і процентні ставки. У цьому зв'язку, слід згадати ще одну концепцію, яка тільки знаходиться у стадії розробки, а саме **«багатоперіодну модель малої відкритої економіки»** (*open-economy intertemporal model*), яка, на думку деяких фахівців, ще недостатньо розвинута для того, щоб на її основі приймати конкретні рішення²⁶. Тим не менш, в перспективі, вона може бути використана для країн з відкритою економікою, в яких не існує реального обмінного курсу в традиційному сенсі, тобто співвідношення внутрішніх і зовнішніх цін передбачається постійним. З цієї моделі випливає, що **сальдо поточного рахунку завжди еквівалентний різниці між внутрішніми заощадженнями та інвестиціями. Як наслідок, поточний баланс не залежить від таких змінних як номінальний валютний курс, співвідношення внутрішніх та зовнішніх цін або доходів.**

²⁵ Gandolfo G. International Economics II. International Monetary Theory and Open-Market Macroeconomics. – Springer - Verlag Berlin Heidelberg New York Tokyo, 1995, p.159 – URL:http://books.google.com.ua/books?id=f_axZ5wy8B4C&pg=PA159&lpg=PA159&dq=elastic+approach+to+balance+of+payments&source=bl&ots=XldvNreuz&sig=Jb1BjISMsJ9s3zegOW8rAlljQW0&hl=ru&sa=X&ei=kRqmUYDTFsSv4ASrhoC4BQ&ved=0CGwQ6AEwCQ

²⁶ Бурдыко Н.М. Методология анализа и регулирования платежного баланса.- Экономический бюллетень научно-исследовательского экономического института Министерства экономики Республики Беларусь, № 2 (104) февраль 2006, с.65

В той же час, поточний баланс «чутливий» до впливу факторів, що визначають внутрішню процентну ставку²⁷.

Тобто, «один з можливих підходів до аналізу дефіциту рахунку поточних операцій полягає у розгляді його як різниці між заощадженнями та припливом інвестицій. Яскравим прикладом країни з великим дефіцитом рахунку поточних операцій, який до цього часу був стійким, є Сполучені Штати. Зокрема. Б. Бернанке²⁸ пояснює дефіцит рахунку поточних операцій США гіпотезою щодо «перенасичення заощаджень» («saving glut»), яка стверджує, що нинішній дефіцит реагує на приплив надлишків світових заощаджень, який спричинив сприятливий вплив на ціни акцій та процентні ставки. Аналогічно, для Р. Купера²⁹ зростаючий дефіцит рахунку поточних операцій США є проявом вотуму довіри решти світу до платіжних зобов'язань американців»³⁰.

Це, дійсно, дуже загальна багатоперіодична (міжчасова) модель для країни, яка залучена до міжнародної торгівлі, що може бути використана для вирішення широкого спектру питань, виходячи з припущення щодо екзогенного характеру впливу на економіку країни цін на споживчі та капітальні товари зовнішнього обороту (tradable commodities) та процентної ставки. Такий підхід дозволяє прослідкувати реакцію поточного чистого імпорту, платіжного балансу по поточних операціях, поточних споживчих витрат, утримання боргових зобов'язань держави протягом наступного періоду (next-period bondholdings) і поточних внутрішніх цін на екзогенні зміни в поточних зовнішніх цінах, поточній процентній ставці, поточних податках, поточних факторах виробництва та утриманні боргових зобов'язань держави протягом поточного періоду (current - period bondholdings)³¹.

З точки зору аналізу стану платіжного балансу дуже важливо з'ясувати, наскільки його дефіцит є стійким. Хоча єдиного критерію для того, щоб визначити це, не існує, на практиці використовується ціла низка індикаторів, таких як структура поточного рахунку балансу платіжного балансу, а також розміри та структура потоків капіталу, в тому числі – прямих іноземних інвестицій (що дозволяє виявити джерела дефіциту як поточного, так і капітального рахунків); розміри та причини волатильності валютного курсу; динаміка та структура валютних резервів та зовнішнього боргу (для з'ясування перспектив розвитку ситуації). Важливими індикаторами загального стану платіжного балансу виступають також макроекономічні індикатори, показники політичної стабільності, «державного ризику» (country risk) та стану фінансового сектору країни тощо.

Висновки, до яких приходять дослідники розвитку платіжних балансів країн з транзитною економікою, стверджують, що **повернення до економічного зростання, як правило, супроводжується збільшенням дефіциту поточного рахунку платіжного балансу, викликаного зростанням рівня внутрішніх інвестицій.** При цьому зростання національних заощаджень буде меншим і, головним чином, за рахунок скорочення витрат державного бюджету, у той час як приватні заощадження можуть навіть зменшуватися під впливом позитивних очікувань щодо зростання майбутніх доходів.

Зростання реального валютного курсу, в цілому, не створює проблем для стійкості платіжного балансу, якщо такі зміни відбуваються внаслідок дії фундаментальних макроекономічних змін, тобто як рух валютного курсу у напрямку точки довгострокової

²⁷ Там само.

²⁸ Ben S. Bernanke. The global saving glut and the US current account deficit. *Remarks at the Homer Jones Lecture, St. Louis, Missouri*, April 2005.- URL: www.bis.org/review/r050318d.pdf

²⁹ Richard N. Cooper. Is the US current account deficit sustainable? Will it be sustained? *Brookings Papers on Economic Activity*, 2001, p.219 – URL: <http://pages.stern.nyu.edu/~dbackus/CA/Cooper%20US%20CA%20BPEA%202001-1.pdf>

³⁰ Saksonovs S. The Intertemporal Approach to the Current Account and Currency Crises - Darwin College, Cambridge University, United Kingdom, June 2006, ISSN 1749-9194, p.1 – URL: www.dar.cam.ac.uk/dccr

³¹ Chipman J.S., Tian G. «A general-equilibrium intertemporal model of an open economy»// *Economic Theory*, 1992, Volume 2, Issue 2, pp 215-246

рівноваги. Але у разі дотримання політики фіксованого валютного курсу та/або надлишкового припливу капіталу зростання реального курсу національної валюти викликатиме падіння конкурентоспроможності країни на світовому ринку та погіршення структури платіжного балансу. Саме у зв'язку з цим країни з більш суворим режимом фіксованого курсу національної валюти (і, відповідно, більшим зростанням реального валютного курсу) відчували значне погіршення свого платіжного балансу.

Для країн з транзитною економікою характерним є постійний дефіцит балансу інвестиційних доходів (що помітно впливає на загальний дефіцит платіжного балансу), оскільки усі країни даної групи є нетто-боржниками за зовнішніми запозиченнями і вимушені сплачувати значні суми з обслуговування отриманих кредитів. В той же час приплив іноземного капіталу, який перевищує дефіцит платіжного балансу, негативно впливає на стан платіжного балансу країни з транзитною економікою у довгостроковому плані, оскільки (крім того, що це викликає зростання номінального валютного курсу та стримує експорт), як правило, такий приплив капіталу пов'язаний з т.зв. «гарячими грошима» (чутливими до коливань ринку «портфельними інвестиціями»).

Можна констатувати, що для **транзитивних економік характерними рисами виступають:**

- надзвичайна залежність платіжного балансу країни та економіки в цілому від міжнародного фінансування та кон'юнктури міжнародних фінансових ринків;
- значний приплив спекулятивного короткострокового капіталу, що змінюється його різкими відпливами;
- низький рівень прямих іноземних інвестицій;
- зростання реального курсу національної валюти, що погіршує стан платіжного балансу;
- значний та хронічний бюджетний дефіцит;
- слабкість та нерозвиненість фінансового сектору економіки.

Підсумовуючи наведений вище огляд традиційних підходів щодо регулювання платіжних балансів та ролі держави в цьому процесі в сучасних умовах, можна констатувати, що, **по суті, кейнсіанський та монетаристський (неоліберальний) підходи виступають у якості альтернативних, але не антагоністичних, придатність, дієвість та доцільність використання яких залежить від конкретних факторів економічного та політичного характеру.** Кейнсіанський підхід здатен швидко виправити дисбаланси, причиною виникнення яких стали «збої» ринкового механізму (недосконала конкуренція, монополізм тощо), проте подальше його використання призведе до виникнення нових «перекосів», результатом яких стане ще більший дисбаланс (можливо, системного та довгострокового характеру). З іншого боку, монетаристський підхід непридатний за необхідності швидкого виправлення ситуації, проте здатен привести до принципово «оздоровлення» економічної ситуації (особливо, коли причиною «перекосів» стало недоречне втручання держави в економічні процеси). Відповідно, різні політичні сили віддають перевагу різним підходам у відповідності до загальної філософії своєї економічної політики (соціалізм, дирижизм, патерналізм, лібералізм та ін.) і в такому випадку підходи до врегулювання платіжних балансів повинні бути скоординовані з іншими діями уряду в галузі економічної політики.

2.2 Сучасна торговельна політика та її методи впливу на регулювання поточних балансів

Традиційний метод регулювання поточного рахунку полягає у використанні методів торговельної політики, що, в останні роки, обмежується певними правилами, узгодженими в рамках Світової організації торгівлі. Теоретичною основою створення та функціонування Світової організації торгівлі була ідея мінімізації втручання держави в

економіку. Спираючись на цю ідеологему, СОТ декларує впровадження принципу відмови від кількісних обмежень в торгівлі. Водночас, розуміючи **необхідність врегулювання дисбалансів**, що виникають в процесі функціонування відкритої торгівлі, СОТ, в якості винятку з даної вимоги, надає країнам **право запроваджувати кількісні обмеження, за умови, коли такі обмеження необхідні для захисту поточного рахунку платіжного балансу**. Кількісні обмеження для захисту платіжного балансу можуть застосовуватися у відповідності зі ст. XII Генеральної угоди з тарифів та торгівлі (ГАТТ)³² – «Обмеження з метою забезпечення платіжного балансу». Водночас обмеження імпорту не можуть бути більш обтяжливими, ніж це необхідно для:

- запобігання неминучій загрозі суттєвого скорочення валютних резервів або зупинення такого скорочення,
- досягнення розумного темпу зростання валютних резервів, у разі якщо валютні резерви дуже малі.

При цьому застосування кількісних обмежень допускається в разі, якщо у члена СОТ немає можливості перешкодити скороченню валютних резервів або стимулювати їх зростання іншими заходами, наприклад ефективно скориставшись спеціальними зовнішніми кредитами та іншими фінансовими чи іншими ресурсами. Виняток становлять заходи внутрішньої політики, спрямовані на досягнення і підтримку повної і продуктивної зайнятості або на розвиток економічних ресурсів, баланс яких може впливати на попит на імпорт і відповідно на рівень валютних резервів. Таким чином з аналізу статі XII ГАТТ можемо зазначити, що за умов належного дотримання її вимог, ніщо не перешкоджає збереженню таких заходів паралельно з кількісними обмеженнями. Кількісні обмеження з метою захисту платіжного балансу повинні застосовуватися в тій мірі і протягом такого періоду, якій необхідний для досягнення необхідного результату. Причому вибір заходів повинен робитися на користь заходів, які орієнтовані на розширення, а не на скорочення торгівлі. При цьому ГАТТ припускає встановлення пріоритету для імпорту товарів, які є для члена СОТ відчутно суттєвими. Реалізація принципу відмови від зайвої шкоди торгівлі досягається шляхом дотримання зобов'язань:

- про уникнення непотрібної шкоди комерційним або економічним інтересам будь-якого іншого члена СОТ;
- про незастосування обмежень таким чином, щоб перешкоджати необґрунтованому імпорту будь-яких товарів в мінімальній комерційній кількості, виключення яких порушило б звичайні канали торгівлі;
- про незастосування обмежень, які перешкодили б виконанню положень про патенти, товарні знаки, авторське право або аналогічних процедур.

Член СОТ, який запроваджує обмеження або заходи, що посилюють чинні обмеження, зобов'язаний негайно після введення чи посилення обмежень провести консультації з іншими членами СОТ. У ході консультацій розглядаються фактори, що завдали негативний вплив на стан платіжного балансу, можливість застосування альтернативних заходів, і оцінюється ймовірний вплив прийнятих заходів на економіку інших країн-членів СОТ.

У ході консультацій встановлюється сумісність обмежень з положеннями ГАТТ-94 і визначається, чи не завдають обмеження збиток або чи не створюють вони загрозу шкоди торгівлі будь-якого іншого члена СОТ. Якщо буде встановлено протилежне, члену СОТ, який застосував обмеження, даються рекомендації стосовно необхідних змін. У випадку неприйняття або невиконання рекомендацій може бути прийнято рішення про звільнення інших членів СОТ, торговельним інтересам яких наноситься збиток, від зобов'язань за ГАТТ-1994 щодо такого члена. **Генеральна угода про торгівлю послугами (ГАТС) також передбачає можливість запровадження обмеження з метою захисту платіжного балансу**. Відповідні положення містяться у ст. XII ГАТС.

³² Генеральна угода з тарифів та торгівлі URL: http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/995_264

Обмеження можуть стосуватися як послуг та їхніх постачальників, щодо допуску яких прийняті зобов'язання, так і платежів та переказів за операціями, які відносяться до таких зобов'язань. Країна-член СОТ має право застосовувати обмежувальні заходи у разі серйозних труднощів з платіжним балансом і зовнішніх фінансових труднощів, або у випадку виникнення загрози таких ускладнень. Проте такі обмеження не можуть встановлюватися або зберігатися таким чином, щоб створювати захист для певного сектора послуг.

Члени СОТ повинні невідкладно повідомляти Генеральну раду стосовно запровадження або зберігання обмежень і проводити консультації з Комітетом з питань обмежень платіжного балансу СОТ. Слід зазначити, що реалізація експортно-орієнтованої стратегії зростання, тобто політики поєднання заниженого реального обмінного курсу та примусового зниження внутрішнього попиту (через високий рівень заощаджень та/або низький рівень інвестицій) формально еквівалентна комбінації тарифів на імпорт з субсидіями на експорт, і низького внутрішнього попиту для підтримки внутрішньої рівноваги. Другий варіант, щоправда, є неприйнятним з точки зору правил Світової організації торгівлі. В той же час, існує важливе положення, яке підкреслюється підходом на основі забезпечення балансу між заощадженнями та інвестиціями, який полягає в тому, що протекціоністська політика навряд чи буде дуже корисною для поліпшення сальдо рахунку поточних операцій, тому що немає очевидного зв'язку між протекціонізмом і заощадженням або інвестиціями.

Підводячи підсумок, можна сказати, що існують розумні аргументи замислитися над тим, чи повинні країни мати можливість проводити експортно-орієнтовану стратегію зростання, навіть якщо така стратегія дозволяє їм наздогнати лідерів достатньо швидко, оскільки це відбувається частково за рахунок інших країн. Поки ці країни були невеликі з економічної точки зору, цього питання можна було б уникнути. Але, ситуація кардинально змінюється, коли йдеться про великі країни, що розвиваються, наприклад, Китай, Індію, Росію. Хоча експортно-орієнтовані стратегії зростання, ймовірно, призведуть до великого профіциту рахунку поточних операцій, останній не є обов'язково результатом експортно-орієнтованої стратегії зростання³³. Якщо дефіцит відображає перевищення імпорту над експортом, це може також свідчити про проблеми конкурентоспроможності, проте дефіцит поточного рахунку також може засвідчувати перевищення інвестицій над заощадженнями, що може в рівній мірі вказувати на високопродуктивну, зростаючу економіку. Якщо дефіцит відображає низький рівень заощаджень, а не високі інвестиції, це може бути викликане недалекоглядною фіскальною політикою або споживчим бумом. Або це може відображати цілком об'єктивні розбіжності міжчасової торгівлі, можливо, через тимчасовий шок або зміну (сезонну) динаміки. Не досліджуючи конкретної ситуації, не має сенсу робити висновок про те, «поганим» чи «хорошим» є дефіцит. Тобто, дефіцит відображає основні економічні тенденції, які можуть бути бажаними або небажаними для країни в певний момент часу³⁴. Власне розуміння цього і має бути покладено в основу торговельної політики держави.

2.3 Сучасні методи та інструменти впливу на рух міжнародних капітальних потоків

Методи та інструменти впливу на міжнародні потоки грошових коштів, а отже і на стан платіжного балансу, значною мірою співпадають, як для поточного, так і для капітального рахунків. (За виключенням, можливо, лише заходів торговельної політики,

³³ Blanchard O., Milesi-Ferretti G.M. (Why) Should Current Account Balances Be Reduced? – IMF Staff Discussion Note, No. SDN/11/03, March 1, 2011, p.8 – URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2011/sdn1103.pdf>

³⁴ Ghosh A., Ramakrishnan U. Current Account Deficits: Is There a Problem?// International Monetary Fund. Finance & Development : Back to Basics – URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/basics/current.htm>

орієнтованих виключно на регулювання поточного рахунку, хоча і вони здійснюють опосередкований вплив на потоки капіталу, головним чином, як індикатор для рішень кредиторів та інвесторів).

В той же час, ступінь впливу цих методів на поточний та капітальний рахунок досить відрізняється. Скажімо, валютно-курсова політика в першу чергу відбивається на обміні товарами та послугами і її розгляд, мабуть, логічніше було б об'єднати з аналізом торговельної політики. Але з іншого боку, в умовах фіксованого курсу або його прив'язки до іншої валюти монетарні влади вимушені вдаватися до валютних інтервенцій, а отже йдеться про використання валютних резервів, що вже напряму стосується капітального рахунку. Крім того, розгляд політики гнучкого валютного курсу вимагає порівнянь з політикою фіксованого курсу, що, знову ж, логічно вимагає їх поєднання.

У зв'язку з цим, в даному розділі аналізуються сучасні методи та інструменти впливу на рух міжнародних капітальних потоків, з розумінням того, що вони також впливають і на стан поточного рахунку: прямо (валютно-курсова та монетарна політика) або опосередковано (інвестиційна, боргова та резервна політика).

2.3.1 Інвестиційна політика

Глобальна економічна криза спонукала МВФ прийняти у 2011 році на рівні Виконавчої ради спеціальний документ щодо припустимих форм контролю за міжнародним рухом капіталу та умови їх застосування. Це стало черговим кроком у напрямку відходу від категоричної ліберальної позиції в цьому питанні і визнанням складності та багатогранності макроекономічних процесів у реальному світі.

Втім, в цілому за період 2007-2012 рр. країнами світу було запроваджено 359 політичних заходів, спрямованих на лібералізацію міжнародного інвестиційного режиму (в т. ч. у 2012 році – 61 захід), у той час як на обмеження руху капіталу було запроваджено 130 заходів (у 2012 р. – 20)³⁵.

Проте навряд чи можна розглядати динаміку лібералізації або рестрикцій у якості політичного дороговказу. З'ясовано, що лібералізація операцій по капітальному рахунку має різний ефект на різні економіки: високопродуктивні економіки отримуватимуть переваги без ризику того, що зовнішні заощадження живитимуть стійку акумуляцію капіталу, в той час як менш продуктивні економіки також відчуватимуть підвищення темпів зростання протягом певного часу, але за рахунок можливої кризи платіжного балансу. Одночасно, більш глибока інтеграція країни до світового фінансового ринку (в сенсі більшого припливу капіталу) може як підвищувати хиткість ситуації, так і, навпаки, зменшувати її³⁶.

Привертає увагу й те, що максимізація залучення іноземних інвестицій до економіки країни не може розглядатися у якості єдиної мети без тісної ув'язки з якістю таких інвестицій (перш за все, з можливістю доступу до новітніх технологій), а також питаннями національної економічної безпеки. Наприклад, Комітет з іноземних інвестицій США крім обов'язкового огляду операцій по переказу капіталу здійснює ще й спеціальне розслідування за наявності однієї з наступних умов:

(1) Трансакція загрожує порушити національну безпеку США і ця загроза не була пом'якшена під час або до початку огляду;

(2) Трансакція передбачає залучення установи, які контролюється урядом іноземної держави;

(3) Трансакція призведе до отримання контролю над критично важливою інфраструктурою та може завдати шкоди національній безпеці;

³⁵ World Investment Report 2013. UNCTAD, p.92 // URL: http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2013_en.pdf

³⁶ Kalantzis Y. Balance of payments crisis in an external debt-led growth regime, p.3 // Електронний ресурс. URL: http://www.univ-orleans.fr/deg/GDRecomofi/Activ/kalantzis_nice.pdf

(4) Відповідне відомство та Комітет дійдуть висновку, що розслідування необхідно здійснити.

Аналогічний підхід практикується і в багатьох інших країнах, що дозволяє забезпечити своєчасне втручання уряду з метою призупинення або зміни умов іноземних інвестицій, які можуть створити загрозу національним інтересам. Подібні приклади можна знайти в практиці Франції, Китаю, США, Росії, Німеччини, Нової Зеландії тощо.

Досить поширеною є також інша форма державного «втручання» - коли замість іноземних інвестицій пропонуються не просто вітчизняні, а інвестиції з боку населення, що дозволяє а) вирішити питання використання національних заощаджень, б) зменшити розходження у доходах різних верств населення, в) залучити широкі маси до підприємництва та інвестиційної діяльності, г) надати потужного імпульсу розвитку вітчизняного фондового ринку та д) гарантувати захист інтересів національної безпеки.

Міжнародне законодавство щодо інвестицій, між тим, знаходиться все ще в «ембріональному» стані. З одного боку, за даними ЮНКТАД, взаємному захисту інвестицій присвячено біля двох тисяч двосторонніх угод, але більш розроблене законодавство стосується, головним чином, лише внутрішньо регіональних відносин (в межах таких інтеграційних об'єднань як ЄС, МЕРКАСУР або НАФТА). Правила Світової організації торгівлі стосуються лише окремих форм інвестування. Тобто, міжнародні правила не гарантують надходження іноземних інвестицій до усіх країн, що розвиваються. А тому, вони вже самі повинні здійснити кроки, спрямовані на посилення бажання ТНК робити інвестиції, - тобто покращувати свій інвестиційний клімат.

Між країнами-членами СОР з цього приводу існує спеціальна угода (*Agreement on Trade Related Investment Measures*), в якій визначаються вимоги щодо національної складової у виробі підприємств з іноземними інвестиціями, обмеження на здійснення розрахунків в іноземній валюті, особливі вимоги щодо частки продукції таких підприємств, яка спрямовується на експорт тощо.

Розглядаючи питання інвестиційної політики країн-членів СОР, слід розуміти, що не можна ототожнювати країни, що розвиваються, з країнами-реципієнтами, а розвинуті країни – з країнами-донорами. Можна, дійсно, говорити, що серед країн-донорів переважають розвинуті країни, проте зміни тенденцій на світовому ринку капіталу останніми роками значно ускладнили його географічну структуру. Адже усі розвинуті країни є країнами-реципієнтами (перш за усе, США та країни ЄС), а дедалі більше країн з ринками, що розвиваються (*emerging markets*) виступають у якості країн-донорів (Китай, Бразилія, Індія, Південна Африка, Росія тощо). В результаті цього, в ході міжнародних переговорів все частіше розвинуті країни висувають пропозиції, спрямовані на зміцнення прав органів національного регулювання інвестицій, а країни, що розвиваються, виступають за лібералізацію міжнародного інвестиційного процесу.

Продовжує розвиток і вдосконалення свого внутрішнього законодавства щодо питань регулювання іноземних інвестицій і Європейський Союз. Так, у травні 2006 року увійшла в силу директива ЄС щодо поглинань (*EU Directive on takeover bids*), яка досить детально описує процедуру поглинання компаній інвесторами усередині ЄС, яка не тільки захищає права міноритарних акціонерів, але і забороняє захищатися від «недружнього поглинання» (*hostile takeovers*) такими розповсюдженими методами, як «отруєні пігулки» (*poison pills*) або акції з багатьма голосами (*multiple voting rights*).

Одним з напрямків такої адаптації повинні бути регуляторні заходи, хоча, на перший погляд, може здаватися, що це суперечить загальному ліберальному підходу Європейської Комісії до регулювання іноземних інвестицій. Втім, такий підхід не означає, що Європейська Комісія взагалі не регулює процес здійснення іноземних інвестицій. Підхід до цієї проблеми Європейська Комісія виклала у 2010 році у своєму документі «У напрямку комплексної Європейської політики щодо міжнародних інвестицій»³⁷, який,

³⁷ «Towards a comprehensive European international investment policy» // URL: http://trade.ec.europa.eu/doclib/docs/2011/may/tradoc_147884.pdf

серед іншого, визначає критерії вибору інвестиційних партнерів, впровадження стандартів захисту інвестицій, порядок здійснення контролю за виконанням інвестиційних зобов'язань тощо.

2.3.2 Боргова політика

Якщо до азійської кризи 1997–1998 рр. вважалося, що зростання приватного боргу, передусім у корпоративному секторі, не становить небезпеки, несподіваний «обвал» економіки Південної Кореї довів, що це не так. **Навіть якщо зовнішні запозичення банків і підприємств є надійними на довгострокову перспективу, несприятливе поєднання короточасних зовнішніх та внутрішніх чинників, поряд з напруженою політичною ситуацією, може спровокувати так звану «раптову зупинку» потоків капіталу, що з неминучістю позначиться девальвацією та зменшенням внутрішнього попиту, а відповідно – значним спадом виробництва та проблемами у фінансовій сфері.**

На **прямий зв'язок між економічним зростанням країни та рівнем її зовнішньої заборгованості** вказували у 2010 році у своєму дослідженні «Growth in a Time of Debt» («Зростання в умовах заборгованості») гарвардські економісти К. Рейнхарт та К.Рогофф, які писали: «Основним результатом нашої роботи є те, що в той час як зв'язок між зростанням і боргом здається відносно слабким в умовах «нормального» боргу, середні показники зростання для країн з державним боргом на рівні 90 відсотків ВВП приблизно на один відсоток нижче, ніж в інших випадках, а середні темпи зростання - на кілька відсотків нижче. Дивно, але відношення між державним боргом і зростанням приблизно однакове на усіх ринках, що розвиваються, та в країнах з розвинутою економікою. Це не стосується інфляції. Ми не виявили жодних систематичних зв'язків між високим рівнем боргу та інфляції для країн з розвинутою економікою... На відміну від цього, в країнах з ринками, що розвиваються, високі рівні державного боргу поєднуються з більш високою інфляцією»³⁸. По суті, **ці висновки стали теоретичним підґрунтям для політики бюджетної економії та жорсткої фінансової дисципліни**, яка стала основною відповіддю на загострення економічної кризи в багатьох країнах (перш за усе, в т.зв. «периферійних країнах» ЄС), хоча і викликало не лише громадські протести, але і гостру дискусію між політиками та економістами щодо ефективності запропонованих заходів.

Впевненість щодо наявності жорсткого зв'язку між темпами економічного зростання та борговим навантаженням похитнулася після того, як у квітні 2013 року дослідники з Університету штату Массачусетс поставили під сумнів розрахунки та висновки свої колег з Гарварду (довівши, що насправді зростання економіки в країнах з рівнем державного боргу понад 90 відсотків складало +2,2 відсотка, а не – 0,1 % (як вираховували гарвардські вчені). Рейнхарт і Рогофф визнали критику слушною, але спростували твердження, що помилки були зроблені навмисне і залишилися на своїх принципових позиціях стосовно того, що занадто великий державний борг сповільнює економічне зростання. Між тим, поняття «занадто великий державний борг» виглядає не зовсім науковим, оскільки світова практика надає багато прикладів країн з великим борговим навантаженням, які, при цьому, не вважаються найбільш проблемними з точки зору економічного зростання. А деякі наукові дослідження (зокрема, на прикладі Японії) вказують на наявність «зворотної» залежності: коли саме гальмування економічного росту призводить до зростання державного боргу, а не навпаки³⁹.

³⁸ Reinhart C.M., Rogoff K.S. "Growth in a Time of Debt" // American Economic Review: Papers & Proceedings 2010, p.1.- URL: <http://www.aeaweb.org/articles.php?doi=10.1257/aer.100.2.1>

³⁹ Див. Berg M., Hartley B. Debt-to-GDP Ratios and Growth: Country Heterogeneity and Reverse Causation, the Case of Japan (Ultra Wonky) // URL: <http://neweconomicperspectives.org/2013/04/government-debt-to-gdp-ratios-and-growth-country-heterogeneity-and-reverse-causation-the-case-of-japan.html>

Таким чином, можна дійти висновку, що **ключове питання боргової політики полягає не стільки у визначенні кількісної межі припустимої заборгованості, скільки у забезпеченні якісного та ефективного використання залучених на кредитному ринку коштів**, маючи на увазі, перш за усе, спрямування їх на здійснення інфраструктурних проектів, здатних забезпечити економічне зростання та збільшення податкових надходжень до бюджету (які вже, в свою чергу, можуть спрямовуватися на фінансування соціальних програм).

Приблизно 15 % всієї зовнішньої заборгованості на світовому фінансовому ринку складають борги міжнародним організаціям-кредиторам, інші 85 % - це борги урядам, приватним банкам та фірмам.

Кредитування з боку МВФ (на пільгових, у порівнянні з ринковими, умовах) надає країнам певний час для реалізації політики структурної перебудови та реформ, які дозволять відновити умови стійкого та сталого економічного зростання, зайнятості та соціальних інвестицій. Однак, **основним методом суверенних запозичень є продаж на світовому ринку державних боргових зобов'язань**. Більшість урядів країн, які відчувають економічні проблеми, віддають перевагу емісії облігацій, номінованих в «твердих валютах». Крім того, оскільки подібна операція в принципі пов'язана з великим ризиком дефолту, такі облігації випускаються за зниженою ціною.

В цьому плані вирізняється борг Сполучених Штатів, оскільки «якщо борги більшості країн виникають в результаті прямих запозичень у міжнародних фінансових організацій та комерційних банків, то борг США – це результат купівлі приватними інвесторами та іноземними державами цінних паперів федерального Казначейства США. Тобто, в цьому процесі вигоду отримують не тільки США, які розширюють можливість фінансування державних програм та в цілому дефіциту державного бюджету, але й утримувачі облігацій казначейства США, оскільки в сучасній світовій економіці відсутній більш надійний засіб збереження вільних фінансових ресурсів»⁴⁰.

Характерною рисою суверенного боргового ринку є відсутність правил банкрутства. Це означає, що у разі невиконання зобов'язань кредитор не матиме доступу до майна та інших активів боржника. Цю проблему повинен розуміти кожен інвестор на ринках суверенних облігацій. У зв'язку з цим, фактично кредитоспроможність позичальника на суверенному ринку облігацій залежить від двох чинників: готовності (бажання) суверенного позичальника погасити свої борги та його здатність погасити борги без оголошення дефолту.

Одним з інструментів, які допомагають кредиторам прийняти рішення з урахуванням існуючих ризиків, є рейтинги кредитоспроможності. Кредитні рейтингові агентства використовують різні якісні та кількісні змінні в процесі присвоєння кредитних рейтингів боргових інструментів та боржників. Деякі з них включають такі змінні показників соціального, економічного і політичного розвитку. Важливим фактором, який визначає динаміку ставок у суверенних облігацій, є економічні чинники. Як правило, найбільш поширені економічні індекси, які інвестори повинні брати до уваги, перш ніж інвестувати в суверенні облігації включають в себе, дохід на душу населення, рівень інфляції, ВВП, розрахунковий рахунок, валютний курс, зовнішній борг, індекс корупції, коефіцієнт боргу, структуру інвестицій та кредитну історію країни-позичальника.

Втім, на практиці, саме готовність (спроможність) позичальника виплатити борги по настанні терміну погашення облігацій має вирішальне значення при визначенні умов продажу облігацій на ринку. На додаток до вищевказаних чинників, ключовим фактором у визначенні вартості облігацій на ринках суверенного боргу є також очікуваний політичний сценарій.

Таким чином, **визначення кредитних рейтингів базується не лише на об'єктивних макроекономічних показниках, а, значною мірою, на суб'єктивних**

⁴⁰ Супян В.Б. США в мировой экономике: перспективы сохранения лидерства//США-Канада: экономика, политика, культура, №7,2013, с. 14

оцінках готовності та здатності уряду до обслуговування своїх боргів, що, власне і стало причиною випадків непорозумінь (та, навіть, скандалів) між провідними міжнародними кредитними агентствами та урядами окремих країн (як тих, що знаходяться серед «проблемних» - як Португалія, - так і тих, які претендують на найвищі кредитні рейтинги – як США та Франція).

Останніми роками завершився перехід на нову систему оцінки боргової політики. З одного боку, він стосується урядів та великих компаній, для яких характерною стала практика запозичень на основі «ризик безвідповідальності» (*moral hazard*^{**}) та сподівань на те, що вони «занадто великі для того, щоб збанкрутувати» (*too big to fall*). З іншого боку, кредитори більше орієнтуються не на відновлення повної платоспроможності позичальника, а на можливість отримати хоча б частину заборгованості, в тому числі, шляхом реструктуризації або «продажу боргів» з певним дисконтом, у зв'язку з чим значного поширення отримали кредитні дефолтні свопи (**credit default swap** - CDS).

Можемо погодитися з висновком, що «боргова економіка перетворилася на один із важливих проявів фінансової глобалізації і набула глобального характеру, ставши невід'ємним елементом сучасного геофінансового простору»⁴¹.

2.3.3 Резервна політика

Офіційні валютні резерви країни (поряд з зовнішніми запозиченнями) є однією з двох балансуючих статей платіжного балансу. Зазвичай **офіційні валютні резерви зберігаються в якості джерела підтримки виконання низки завдань**, включаючи наступні:

- підтримка та збереження довіри до заходів політики в галузі управління грошово-кредитними агрегатами та обмінним курсом, у тому числі до можливості проведення інтервенцій з метою підтримки національної чи колективної валюти;
- обмеження зовнішньої уразливості шляхом створення та використання валютної ліквідності, з тим, щоб забезпечити абсорбцію (нейтралізацію) шоків під час кризи або при обмеженому доступі до запозичення;
- забезпечення необхідного рівня довіри учасників ринків щодо здатності країни виконати свої зовнішні зобов'язання;
- надання учасникам ринків певної міри впевненості в здатності країни виконати свої зовнішні зобов'язання;
- демонстрація забезпечення національної валюти зовнішніми активами; допомога уряду в задоволенні його потреб в іноземній валюті та виконання зобов'язань за зовнішнім боргом;
- зберігання резерву на випадок національних катастроф або надзвичайних обставин⁴².

Для створення таких резервів, за правилами МВФ, необхідно використовувати лише вільно конвертовані валюти (за термінологією Фонду: «freely usable for settlements of

^{**} Термін *moral hazard* виник у страховому бізнесі, де первісно його використовували по відношенню до особливого типу ризику, який виникає у зв'язку з несумлінною поведінкою людей, які застрахували своє життя або здоров'я (наприклад, господар застрахованого автомобілю більш ризиковано поводить на дорозі, чим збільшує ймовірність ДТП). У страховій справі такому виду ризиків можна надати навіть кількісний вимір на відміну від простої «невизначеності». Щодо його «моральності» - то це, звісно, калькований переклад. Скоріш за усе, більш вірним було б використання терміну «Ризик несумлінності» або «ризик безвідповідальності». Може єдине, що заважає використанню саме такого перекладу – це використання даного терміну в останній час у занадто широкому сенсі, коли вже первісне або пряме значення терміну втрачає своє значення і сенс навіть в англійському варіанті.

⁴¹ Кравчук Н. Цит. робота, с. 511

⁴² Revised Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management// IMF, February 1, 2013, p.4 – URL: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/020113.pdf>

international transactions») – на які припадає майже 85 % резервів, а також монетарне золото (11,4 %), позиції в капіталі МВФ (1,3 %) та Спеціальна права запозичення – SDR (2,5 %) ⁴³. За експертними оцінками, з 10 трлн дол. централізованих валютних резервів приблизно 60 % зберігається в американській валюті, причому останні десятиріччя цей показник постійно, хоча й доволі повільно, зменшується (з максимальних 75 %).

У відповідності до світової практики (ще з часів існування офіційних валютних паритетів, коли здійснення девальвації національної валюти вимагала певного часу на проходження узгодженої процедури) мінімально достатнім вважається обсяг валютних резервів, який відповідає імпорту товарів та послуг за 3 місяці*. Звісно, що для визначення оптимального рівня, необхідно враховувати й інші фактори впливу (зокрема, інтенсивність валютних інтервенцій, потреби для обслуговування зовнішнього боргу тощо). З цією метою використовуються додаткові критерії: «критерій Грінспена», «критерій Гвідотті»; «критерій Редді» та «широкий» критерій (співвідношення золотовалютних резервів та грошової маси - M2).

При оцінці потреби національної економіки в міжнародних резервах для здійснення валютних інтервенцій потрібно вирішити такі завдання:

- по-перше, визначити обсяг резервів країни, який достатній для попередження та уникнення раптових стрибків національної валюти у випадку спекулятивних атак учасників міжнародного фінансового ринку на національну валюту;
- по-друге, виявити потребу в резервах на середньострокову перспективу для з'ясування можливого тиску на національну грошову одиницю у випадку початку відпливу (втечі) капіталу.

Насправді, необхідність дотримання даного критерію залежить від ступеня дискреційності монетарної політики: тобто, **чим менше значення в політиці центрального банку має підтримання валютного курсу**, а звідси – і обов'язковість, масовість та регулярність операцій придбання іноземної валюти, тим більшою мірою емісія національних грошей визначається внутрішніми чинниками, а звідси – **тим менше значення має згаданий критерій**. Таким чином, найважливішим його дотримання є для країн з жорсткою прив'язкою курсу національної валюти до іноземної («валютний якір») або, навіть, системою «валютного бюро» (currency board), коли резервні вимоги можуть бути зафіксовані законодавчо або на рівні нормативних документів.

Одним з найбільш важливих питань в контексті інвестування резервів центрального банку є вибір відповідної валютної структури – «референтного кошику». З цією метою використовують, головним чином, два підходи: 1) резерви формуються в залежності від частки в імпорті основних торговельних партнерів (чиї валюти входять до офіційних резервів); 2) резерви формуються у валютах інтервенцій або «валютного кошику», на основі якого визначається офіційний валютний курс (або показник «валютного таргетування»). Дуже важливо враховувати також «якість» структурних компонентів валютних резервів.

Класичний варіант створення та використання офіційних валютних резервів полягає у тому, що значна частка іноземної валюти знаходиться у розпорядженні центральних банків: вони викупають її на внутрішньому ринку у експортерів та інвесторів (в порядку обов'язкової цесії або окремих валютних інтервенцій), здійснюючи таким чином емісію власної валюти. В подальшому такі резерви використовуються для зворотної операції. Тобто валютні резерви центральних банків виступають, певною мірою,

⁴³ International Reserves and Foreign Currency Liquidity: Guidelines for a Data Template// IMF, November 30, 2012, p.17 – URL: <http://www.imf.org/external/np/sta/ir/IRProcessWeb/pdf/guide.pdf> та IMF Annual Report 2012, Appendix I «International reserves», pp.4, 6 – URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2012/eng/pdf/a1.pdf>

* Для країн, що експортують продукцію з високою волатильністю цін, рекомендуються обсяги у розмірі не трьох, а шестимісячного імпорту. Зокрема, такий критерій використовують центральні банки Чилі та Польщі.

у якості «привідних та відвідних каналів грошового обігу» (користуючись термінологією К. Маркса), залишаючись певний час немовби «замороженими».

Протягом достатньо довгого періоду часу центральні банки та уряди, як правило, уникали прямого використання цих коштів на світовому ринку: оскільки в обмін на іноземну валюту була емітована відповідна кількість національної, така операція могла б розглядатися як «повторне використання» іноземної валюти, або ж здійснена (в порядку її придбання) емісія національної валюти виглядала б як необгрунтована, не забезпечена та, зрештою, інфляційогенна. Однак, наявність постійного дисбалансу у міжнародних розрахунках призвела в окремих країнах до утворення не просто надмірних, а надзвичайно великих валютних резервів^{**}, що і поставило питання про нераціональність та, навіть, нелогічність їх використання попереднім чином.

Ситуація почала якісно змінюватися у зв'язку з розвитком **суверенних фондів накопичення багатства (СФНБ)**. Інтерес до суверенних фондів пояснюється не лише їх швидким зростанням та великими обсягами накопичених резервів, а й тим, що у результаті цього вони придбали великі пакети акцій в корпораціях, які мають стратегічне значення для економіки відповідних країн (причому як промислово розвинутих, так і країн з ринками, що формуються). «Зі швидким розповсюдженням суверенних фондів у якості альтернативного інструменту інвестування державних заощаджень у цінні папери з високим рівнем доходності, міноритарні пакети акцій в публічних компаніях дедалі частіше почали виступати об'єктами таких фондів. Більша частина грошових коштів таких фондів призначена для закордонних вкладень в іноземні активи»⁴⁴.

Експерти Міжнародного валютного фонду вирізняють п'ять категорій суверенних фондів⁴⁵:

- *стабілізаційні фонди*, головна мета яких полягає у тому, щоб захистити бюджет та економіку країни від коливань на біржові товари (перш за усе, нафту);
- *фонди заощаджень для майбутніх поколінь*, які покликані конвертувати невідновлювані активи у більш диверсифікований портфель активів (наприклад, акції іноземних корпорацій);
- *корпорації з інвестування резервів*, активи яких, як правило, враховуються як офіційні валютні резервні активи, і які створюються для збільшення доходів від резервів;
- *фонди розвитку*, які зазвичай допомагають фінансувати соціально-економічні проекти або сприяють проведенню державної промислової політики, спрямованої на підвищення конкурентоспроможності країни та темпів зростання виробництва;
- *фонди умовних пенсійних резервів*, які забезпечують додаткові умовні пенсійні зобов'язання в балансі активів та пасивів державного управління.

Таким чином, **суверенні фонди національного багатства**, які знаходяться поза управлінням та відповідальністю центральних банків та спрямовані на вирішення економічних проблем, не пов'язаних напряму з підтримкою валютного курсу, забезпеченням фінансування критичного імпорту або обслуговуванням зовнішнього боргу у надзвичайних ситуаціях, а, скоріше, зі структурним розвитком національної економіки, **принципово змінюють механізм та пріоритети використання валютних надходжень**.

^{**} Китай (разом КНР, Гонконг та Тайвань) накопичив резерви в сумі більше 4 трлн дол. (покриття 20-місячних потреб в імпорті); Японія – понад 1,3 трлн дол. (17 міс.); Саудівська Аравія – 0,7 трлн дол. (14 міс.); Росія – 0,5 трлн дол. (12 міс.); Бразилія – 0,4 трлн дол. (14 міс.). Рівнем достатності від 6 місяців до року відзначаються ще, щонайменше, 20 країн світу – при тому, що стандартна вимога до мінімального розміру офіційних резервів передбачає покриття ними 3-місячних потреб імпорту. В цілому, за даними МВФ, офіційні валютні резерви зросли з 90-х років минулого сторіччя з 2 трлн дол. до більш ніж 8 трлн дол., причому 70 % усіх валютних резервів припадають на центральні банки 10 країн.

⁴⁴ Кондратьев В. Второе дыхание государственного капитализма// Мировая экономика и международные отношения, № 6, 2013, с. 9

⁴⁵ IMF Intensifies Work on Sovereign Wealth Funds //IMF Survey Magazine: Policy, March 4, 2008 – URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2008/pol03408a.htm>

2.3.4 Монетарна політика

Глобальні дисбаланси та їхній вплив на стан світової фінансової системи останнім часом змушують центральні банки країн світу дедалі активніше переходити до використання макропруденційної політики, яка означає, що пріоритетною метою діяльності монетарного органу стає підтримка макроекономічної та фінансової стабільності⁴⁶. На практиці це означає доповнення традиційних інструментів монетарної політики новими (наприклад, здійснення емісії шляхом купівлі центробанком не лише короткострокових зобов'язань уряду, але й довгострокових і, навіть, недержавних активів), або розширення такого типу операцій, якщо вони вже практикувалися раніше (наприклад, Федеральною резервною системою США, яка і раніше практикувала операції з комерційними цінними паперами), що знайшло своє відображення у так званому «кількісному пом'якшенню» (*quantitative easing - QE*).

Найбільш активно політика «пом'якшення» здійснюється Федеральною резервною системою США. Зокрема перша програма QE-1 здійснювалася ще з кінця 2008 до березня 2010 року і полягала у закупівлі федеральними резервними банками іпотечних цінних паперів державних спеціалізованих установ – Федеральної національної іпотечної асоціації та Федеральної іпотечної корпорації житлового кредитування (більш відомих, як Fannie Mae та Freddie Mac). Ці покупки здійснювалися на вторинному ринку і продавцями виступали комерційні та інвестиційні банки. Тоді, в рамках цієї програми було емітовано приблизно 1,7 трлн дол. Наприкінці осені 2010 р. розпочато програму QE-2, яка передбачала придбання довгострокових облігацій американського казначейства на загальну суму в 600 млрд дол. Восени 2012 року розпочато програму QE-3, строки якої не визначені. Проте ФРС щомісячно витрачає на придбання іпотечних та казначейських облігацій близько 85 млрд дол. (хоча спочатку планувалося обмежитися сумою в 40 млрд дол.) і очікується, що загальна сума емісії перевищить 600 млрд дол. (обсяг другої програми). У перспективі ФРС не виключає можливість скорочення або завершення третьої програми «кількісного пом'якшення» у випадку появи ознак «перегріву» економіки.

Аналогічні програми здійснюють й інші провідні центральні банки світу: зокрема, Банк Англії та Банк Японії. В Японії «кількісне пом'якшення» стало навіть інтегральною частиною «абеноміки» (Abenomics) – економічної політики від японського прем'єр-міністра Сіндзо Абе, яка полягає у низці політичних заходів, покликаних вирішити макроекономічні проблеми Японії. Конкретні заходи «абеноміки» включають в себе таргетування інфляції на рівні 2 % річних, корекції надмірного зміцнення курсу ієни, встановлення негативних процентних ставок, розширення державних інвестицій, а також радикальне «кількісне пом'якшення», яке базується на операціях купівлі Банком Японії облігацій будівельних корпорацій.

⁴⁶ Андрюшин С., Кузнецова В. Монетарные инструменты регулирования притока иностранного капитала//Вопросы экономики, 2013, № 6, сс.46-47

Таблиця 2.1.

**Інструменти центральних банків країн з ринками, що формуються,
для підтримки фінансової стабільності**

Країна	Основні інструменти	Призначення інструментів	Ефективність
В'єтнам	Стелі на позики під заставу цінних паперів (2007)	Приборкання спекулятивних інвестицій в цінні папери	Управління похваленням на фондовому ринку
Індія	Підвищення норму обов'язкових резервів (2007)	Зниження темпів росту кредиту та цін на активи	Зниження приросту кредитів (хоча за статистикою ефект незначний) та не мало впливу на ціни активів
Колумбія	Вимоги до динаміки створення резервів; мінімальні резервні вимоги; ліміти на загальні позиції банків по деривативам (2007)	Зниження темпів росту кредитів	Відсутній міцний ефект на зростання кредитів
Корея (Пвд)	Більш жорсткі норми касових резервів банків та ліміти на іновалютні кредити резидентам (2008); стелі для іновалютних форвардні позиції банків (2010)	Зниження темпів росту кредитів, нехеджованих валютних запозичень та зовнішніх запозичень банків	Незначний ефект на кредитування домогосподарств в іновалюті, але приріст кредитування зменшився.
Перу	Більш жорстка класифікація кредитів та вимог щодо створення резервів (2007-2008); мінімальні резервні вимоги за іновалютними депозитами (2008)	Зниження темпів зростання кредитів	Поступово зниження кредитної експансії та подовження строків припливу капіталу
Румунія	Ліміти швидкості приросту кредитів (2005-07); підвищення резервних вимог за іновалютними депозитами (2002-2006); більш жорсткі пруденційні вимоги щодо кредитування нерухомості	Зниження темпів росту кредитів та нехеджованих валютних запозичень	Зменшені банківські посередницькі закордонні операції, але значне зростання кредитів та іновалютне кредитування резидентів продовжувалося, так саме, як і зростання кредитування фінансових ПП
Уругвай	Пруденційні заходи щодо класифікації кредитів та створення резервів (2003-08)	Запобігання фінансової крихкості після банківської кризи та де доларизація економіка	Незначний ефект на кредитну експансію, яка розпочалася у 2006 р. та відображення поступового відновлення від значного падіння економіки протягом банківської кризи, втім – зменшення кредитних ризиків та іновалютного кредитування резидентів, а також покращення структури припливу капіталу (від зовнішніх запозичень в сторону приросту ПП)
Хорватія	Ліміти швидкості зростання сукупного кредиту (2003,2007); нормативи ліквідності (2006-2008); мінімальні резервні вимоги - МРВ (2004-2007)	Зниження темпів росту кредитів та нехеджованих валютних запозичень	Ліміти швидкості та нормативи ліквідності уповільнили зростання кредитів, але МРВ не мали міцного впливу. Пруденційні заходи зменшили іновалютне кредитування та подовжили строки припливу капіталу, але не мали впливу на ціни активів

Джерело: Ostry J.D., Atish R. Ghosh A.R., Habermeier K., Laeven L., Chamon M., Qureshi M.S., Kokenyne A. Managing Capital Inflows: What Tools to Use?// IMF Staff Discussion Note No.SDN/11/06, April 5, 2011,p.16

Передбачається, що, по-перше, ослаблення ієни має допомогти економіці, сприяючи зростанню чистого експорту. (По суті, це девальвація в стилі довоєнної

політики «знищи свого сусіда» (або, як говорять зараз – «політика валютної війни»). По-друге, підвищення інфляційних очікувань має привести до зниження реальних процентних ставок у короткостроковій перспективі. По-третє, збільшення бюджетного дефіциту стимулюватиме попит у короткостроковій перспективі⁴⁷.

Критики макроекономічної політики Китаю також вважають необхідним, щоб центральний банк цієї країни вдався до «пом'якшення» монетарної політики з метою стимулювання зростання реальних витрат та досягнення внутрішньої збалансованості. При цьому звертається увага на те, що проблема профіциту платіжного балансу Китаю повинна розглядатися не відокремлено, а у комплексі з глобальним станом справ (тобто одночасно з причинами та наслідками профіцитів Японії, Німеччини, нафтоекспортуючих країн тощо). Адже саме глобальна розбалансованість призводить до падіння реальних процентних ставок у світі (перш за усе, в США), кредитного буму та зростання запозичень для інвестицій та споживання⁴⁸ – що стає причиною дефіциту платіжних балансів на іншому «полюсі» та провокує або прискорює фінансові кризи.

Щоправда, поки що утримуються від заходів «пом'якшення» не лише Китай, але й Європейський центральний банк: головним чином, у зв'язку з існуючими в ЄС правилами емісії. А також, враховуючи різко негативну позицію Бундесбанку Німеччини. Втім, восени 2013 року ЄЦБ таки розпочав впровадження політики, заснованої на принципах «кількісного пом'якшення».

Слід звернути увагу на те, що **внаслідок такої політики відповідні валюти (перш за усе, долар США) починають знецінюватися, що зменшує експортні можливості країн з новоствореними ринками.** Враховуючи це, деякі експерти (зокрема, міністр фінансів Бразилії Г. Мантега) говорять про те, що політика «кількісного пом'якшення» зрештою призведе до поновлення «валютних воєн». Таким чином, заходи монетарної політики, спрямовані на згладжування дисбалансів, можуть, навпаки, призвести до загострення проблеми платіжних балансів.

2.3.5 Валютно-курсова політика

Валютні курси мають суттєве значення для зовнішньої торгівлі, безпосередньо визначаючи цінові співвідношення експорту та імпорту і, таким чином, впливаючи на поведінку суб'єктів господарської діяльності. Відтак зміни валютного курсу (як номінального, так і реального) помітно впливають на стан платіжного балансу – як поточного, так і капітального рахунків.

Основним показником, що характеризує динаміку валютних курсів та конкурентоспроможність країн на світовому ринку, є реальний ефективний валютний курс. Якщо цей показник підвищується, то експорт стає більш дорогим і його розміри скорочуються, а імпорт, навпаки, стає більш дешевим і розміри його ростуть. Таким чином, при зростанні реального ефективного курсу конкурентоспроможність країни на світовому ринку падає. Величина зростання реального ефективного валютного курсу в порівнянні з більш сприятливими періодами у розвитку країни показує розмір девальвації національної валюти, необхідний для відновлення її конкурентоспроможності та збалансованості платіжного балансу.

За ступенем гнучкості розрізняють дві крайніх різновиди - фіксований та плаваючий валютні курси, між якими знаходиться низка їх проміжних форм.

Інтенсивний період «бойових дій» з використанням механізму валютного курсоутворення, здавалося б, завершився ще років сорок тому (внаслідок взаємних поступок, зафіксованих у т.зв. «Смітсонівській угоді» 1971 року та Згоді «Плаза» («Plaza Accord») 1985 року. А з масовим переходом до використання системи ринкових, вільно

⁴⁷ Wolf M. «Japan can put people before profits»// Financial Times, February 6, 2013

⁴⁸ China's EX Policy. – Електронний ресурс. URL: <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1468-0297.2009.02319.x/pdf>

плаваючих курсів та відмовою від відповідальності центральних банків за їх регулювання практика використання валютно-курсової політики з метою отримання експортних переваг, що супроводжувалися так званими «валютними війнами», взагалі на певний час припинилася.* Однак, як вже згадувалося, міністр фінансів Бразилії Г. Мантега у 2011 році заявив, що валютні війни абсолютно не скінчилися⁴⁹ і у другій декаді нового сторіччя раптом знову заговорили про використання «конкурентної девальвації» у якості зняття валютної війни. Щоправда, тепер, за умов невтручання держав у процес курсоутворення адміністративними методами, з метою впливу на курсоутворення все частіше використовується інструментарій монетарної політики.

Можна також зауважити, що для **широкої валютної війни необхідно, щоб значна частка провідних економічно розвинутих країн спробувала девальвувати свої валюти одночасно.** Крім того, девальвація окремих валют повинна доповнюватися зростанням вартості (щодо «третіх» валют) принаймні однієї іншої валюти. Поки що, явного процесу втягування світу у нові валютні війни не спостерігається. У всякому випадку провідні країни (в тому числі, ті, які входять до «групи 20») усіляко заперечують можливість початку «активних бойових дій» та навіть запевняють, що усіма засобами будуть противитися такому розвитку подій.

Вибір режиму валютних курсів залежить від того, яку мету переслідує економічна політика. У ситуації, коли основною метою ставиться досягнення повної зайнятості, а інфляції особливого значення не надається, перевагу може бути віддано плаваючим валютним курсам. У випадку ж прагнення уникнути надмірної інфляції, більшу ефективність демонструють фіксовані валютні курси. Крім того, **вибір тієї чи іншої валютної політики визначається ступенем залежності національної економіки від процесів, що відбуваються у світовому господарстві.** Якщо країна більшою мірою піддається загрози внутрішньої нестабільності і в меншій мірі залежить від зовнішніх шоків, для неї, як правило, краще використовувати фіксовані валютні курси. У разі, коли економіка країни в значній мірі залежить від світового ринку, а внутрішня економічна ситуація та національна макроекономічна політика відносно стабільні, перевагу віддають плаваючим валютним курсам.

Нарешті, у використанні плаваючих валютних курсів більше зацікавлені країни з дефіцитом платіжного балансу, а також країни, які намагаються проводити незалежну грошово-кредитну та бюджетну політику.

Теоретично за системи вільно плаваючих валютних курсів не повинно виникати проблем з платіжним балансом, «оскільки нерівновага (дисбаланс) ліквідується через автоматичне врегулювання обмінних курсів, а будь-який зовнішній шок, який викликає зміни попиту і пропозиції, спричиняє зміни валютного курсу, у результаті чого рівновага зовнішніх платежів відновлюється»⁵⁰. Втім, сучасна міжнародна валютна (платіжна) система не є логічно побудованим, досконало працюючим механізмом (в силу низки причин, в першу чергу, залишкового впливу «уламків» Бретон-Вудської системи), а тому розрахунок на такий автоматизм виявляється марним.

Крім того, незважаючи на загальноприйнятую точку зору щодо більшої адекватності плаваючого валютного курсу щодо умов сучасної світової економіки, необхідно визнати, що **за деякими параметрами та за певних умов фіксований валютний курс має переваги у порівнянні з плаваючими або гнучкими курсами.**

* Слід однак згадати, що в цей час продовжувалися спекулятивні атаки на окремі національні валюти (зокрема, спекуляція хеджфонду Quantum Дж. Сороса проти британського фунту, японської єни тощо), які можна класифікувати як «партизанські валютні війни». Хоча, найбільша валютна війна минулого сторіччя, з нашої точки зору, відбулася в його остатній декаді. Але стосувалася вона не конкурентної боротьби між ринковими («капіталістичними») економіками, а розподілу єдиного валютного простору між колишніми республіками СРСР.

⁴⁹ «Guido Mantega: It's war (again)» //Financial Times, 2011, July 6

⁵⁰ Кравчук Н. Цит. робота, с. 439

Фіксований валютний курс зменшує ризик та невизначеність міжнародних торгових та фінансових угод, хоча і не усуває впливу змін попиту та пропозиції на валютний курс. Але така практика має, як правило, негативні наслідки: відбувається скорочення обсягу та деформація (порушення економічної доцільності, заснованої на принципі порівняльних переваг) міжнародної торгівлі, дискримінація окремих імпортерів, виникнення «чорного ринку» іноземної валюти тощо. Можна домогтися стабільності валютного ринку шляхом проведення обмежувальної податкової та грошової політики, яка відносно знижує рівень національного доходу та підвищує процентні ставки. Проте ці заходи, приводячи до стабілізації валютного курсу, разом з цим ведуть до падіння обсягів виробництва, зростання безробіття або інфляції. Такий «валютний протекціонізм» обертається неефективністю економіки і в довгостроковій перспективі негативно впливає на темпи економічного зростання (що, власне, і починає відбуватися у згаданих країнах).

Перевагою гнучких (плаваючих) валютних курсів є те, що вони, в результаті вільного коливання попиту та пропозиції на валюту, автоматично коригуються таким чином, що в підсумку відбувається усунення незбалансованості платежів. Разом з тим, використання плаваючих валютних курсів породжує більшу, ніж фіксований валютний курс, невизначеність та посилює ризик як торговельної, так і інвестиційної діяльності. При падінні курсу валюти країни умови торгівлі погіршуватимуться, оскільки потрібно буде експортувати більший обсяг товарів та послуг для оплати визначеного обсягу імпорту. При значних коливаннях валютного курсу з'являється додатковий ризик для закордонних інвестицій.

У деяких країнах виникає спокуса маніпулювання величиною валютного курсу з метою зміни умов зовнішньої торгівлі країни, використовуючи й інші методи валютного регулювання, такі як подвійний валютний ринок, девальвація та ревальвація. Багато країн маніпулюють валютними курсами для вирішення своїх завдань як в сфері економічного розвитку, так і в сфері захисту від валютного ризику. Маніпулювання включає низку заходів - від штучного заниження чи, навпаки, завищення курсів національних валют, використання тарифів та ліцензій, до механізму валютних інтервенцій. Одним з засобів маніпулювання є також **валютний демпінг**, який полягає у тому, що експортер, купуючи товари на внутрішньому ринку за цінами, що підвищилися під впливом інфляції, продає їх на зовнішньому ринку за більш стійку валюту за цінами нижче середньосвітових. Джерелом зниження експортних цін служить курсова різниця, що виникає при обміні отриманої суми у більш стійкій іноземній валюті на знецінену національну валюту. Наявність можливості здійснення валютного демпінгу стимулює експорт товарів у масовому масштабі, що забезпечує тимчасові надприбутки.

Однією з новацій сучасного етапу розвитку глобальної економіки можна визнати так звану «фіскальну девальвацію», при якій поліпшення сальдо платіжного балансу досягається скороченням дефіциту бюджету. Тобто, по суті, **без здійснення девальвації імітуються її наслідки, які впливають безпосередньо на зовнішні потоки.** Вперше ідею фіскальної девальвації висунув ще у 1931 році Дж. М. Кейнс, хоча з тих пір вона практично не використовувалася. Сучасну «моду» на цей засіб ввела у 2007 році Німеччина: коли багато країн в порядку боротьби з фіскальною кризою почали знижувати ПДВ, Німеччина навпаки підвищила його (на 3 в. п.), натомість знизила податок на заробітну плату (на 2.3 в. п.)⁵¹.

Завершуючи розгляд питання регулювання платіжних балансів, варто звернути увагу на те, що великий дефіцит платіжного балансу підвищує ризик «раптової зупинки», і досвід засвідчує, що це часто призводить до значних фінансових збоїв.

⁵¹ Іцхокі О., Гопінах Г., Фаргі Е. Фіскальна девальвація як метод оздоровлення національної економіки// Фінансовий ринок України, 36, 2013, с.3

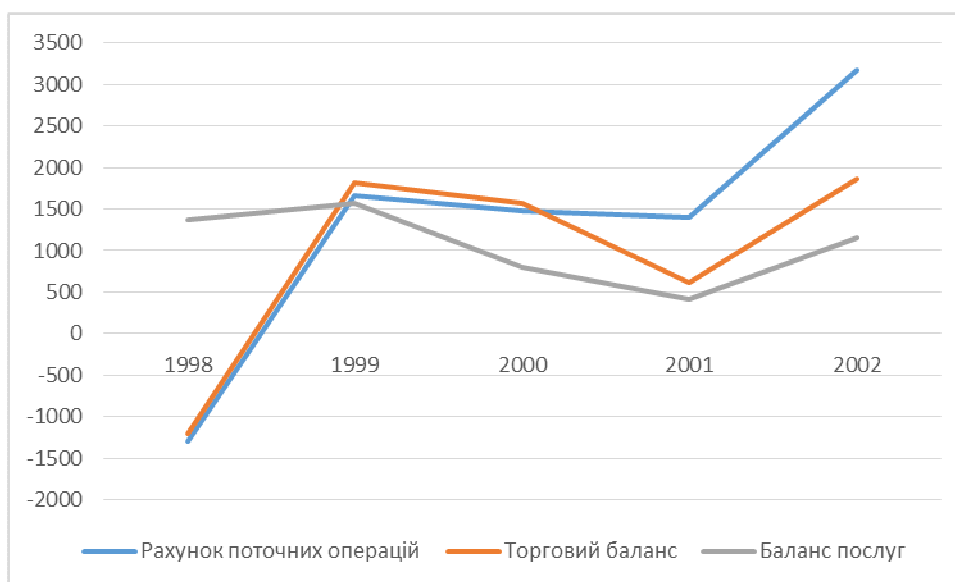
3. Ризики платіжних дисбалансів для України

Останнім часом дисбаланси поточного рахунку між провідними економіками світу помітно зменшуються (у порівнянні з докризовим рівнем). За прогнозами експертів ООН, зовнішній дефіцит США у 2013 році може скласти менше 3 % ВВП (в той час, як у 2006 році він сягав 6 %). Профіцит в Китаї, Японії та в країнах-нафтоекспортерах, відповідно зменшується: зокрема, в Китаї він знизився з 10 % ВВП у 2007 році до приблизно 2 %⁵². На цьому тлі, ситуація з платіжним балансом України продовжує викликати занепокоєння.

3.1 Основні тенденції динаміки стану платіжного балансу України

Аналіз стану платіжного балансу за період з початку 2000-х років свідчить про позитивний вплив заходів, вжитих в процесі підготовки до запровадження гривні (1996 р.), подолання наслідків міжнародної валютно-фінансової кризи 1998-1999 років та створення умов для динамічного нарощування ВВП. Девальвація гривні взимку 1999-2000 рр. створила передумови для піднесення рентабельності традиційних експортних виробництв – чорної металургії, гірничо-видобувної галузі та великотоннажної хімії. Частка товарів цих галузей коливалася в період стабілізації та зростання від 21 до 47 % від товарного експорту, що дає підстави говорити про неоднозначний вплив девальвації.

Загалом рівноважне значення RER практично не змінилося за період 1996-2010 рр., а наступна стабілізація відбувалася на дещо вищому рівні порівняно з 2003-2004 рр., але нижчому, ніж у 1997-1998 рр., що не створює серйозного занепокоєння, хоча виразна тенденція до інфляційної корекції заниженого реального валютного курсу може призвести до чергового завищення цього показника стосовно рівноважного тренду⁵³.



Графік 3. Період стабілізації платіжного балансу у 1998-2002 рр. (млн дол. США)

⁵² World Economic Situation and Prospects 2013 (Update as of mid-2013) – United Nations, N.Y., 2013, p. 16. – <http://www.un.org/en/development/desa/policy/wesp/wesp2013/wesp13update.pdf>

⁵³ Шевчук В. Макроекономічні ефекти відхилень реального обмінного курсу від рівноважного рівня в Україні // Міжнародна економічна політика. – 2011. – № 12–13. – С. 260

Разом з тим, зниження курсу гривні не створило позитивного впливу на експорт продукції з високим ступенем доданої вартості. Продукція галузей машинобудування та металообробки у складі товарного експорту не перевищила 17 % у середньому за період. Аналогічно на девальвацію відреагувала динаміка торгівлі послугами. В цілому можна говорити про консервацію застарілої структури експорту внаслідок девальвації гривні за даний період. Штучно стимульоване девальвацією відновлення рентабельності для базових галузей економіки залишало структуру української економіки малоефективною, високо затратною й малопродуктивною. Ціною такої політики є рівень оплати праці, який в умовах України залежить також від надзвичайно високого соціального навантаження. Ставка єдиного соціального внеску, яким було об'єднано платежі з фонду оплати праці до чотирьох фондів соціального страхування, є найвищою у Європі й складає у середньому 50 %.

Аналіз динаміки експорту продукції з високим вмістом доданої вартості не виявляє наявності стійкої кореляції з динамікою зниження курсу гривні. Причиною цього є значно довший виробничий цикл (наприклад, у машинобудуванні продукції ОПК – до 12-24 місяців), потреба у кредитних ресурсах, підтримці держави. Протягом даного циклу галузі машинобудування й їм подібні втрачають ефект девальвації, який приносить результат лише традиційним галузям з коротким виробничим циклом.

Монокультурна залежність економіки від сировинних галузей (чорної металургії й великотоннажної хімії) створила хворобливу залежність в умовах відкритості від кон'юнктури світових ринків. Вже у 2005 році внаслідок суттєвого погіршення умов торгівлі сальдо торговельного балансу стало негативним (-1,1 млрд дол.), а сальдо поточного рахунку скоротилося з 6,9 до 2,5 млрд дол. В зазначений період на наших традиційних ринках все більше з'являлося товарів з Китаю, який протягом лише 2005 року збільшив експорт продукції чорної металургії на 26 % порівняно з 2004 роком.

Передкризові роки характеризуються високим припливом приватного та позичкового капіталу. Так, протягом 2005 року до України надійшло понад 8 млрд дол. лише за продаж активів «Криворіжсталі» та акціонерного комерційного банку «Аваль». Позитивне сальдо за капітальним рахунком перекривало дефіцит, що з'явився у торговельному балансі.

Негативні тенденції у структурі торгового балансу, значні коливання балансу у торгівлі послугами вже у 2006 році призвели до дефіциту поточного рахунку платіжного балансу у 1,6 % ВВП. Даний негативний показник все ще вдавалося перекривати за рахунок припливу приватного капіталу. Так, продаж комерційних банків відбувався за коефіцієнтами від 2 до 6 до величини регулятивного капіталу (для порівняння - у 2013 році забезпечення коефіцієнту на рівні 1 вважалося значним комерційним успіхом).

Оцінюючи динаміку платіжного балансу передкризового періоду слід окремо приділити увагу імпорту. Значна частка в українському імпорті припала на машини наземного транспорту та електротовари для домашнього вжитку. Так, у 2006 році до України було ввезено автомобілів легкових на 2,2 млрд дол., що майже вдвічі перевищило показник попереднього року.

Іноземний капітал, який надійшов до фінансового сектору, створив сприятливі умови для споживчого кредитування. Напередодні кризи 2007-2009 років майже 40 % банківського сектору України становили банки з іноземним капіталом. Частка інвестиційних товарів, якими мали б переоснащуватись, або ж оснащуватись галузі реального сектору, не лише не збільшувалася у складі імпорту, але й падала (з 9,0 до 6,7 %). Імпорт все більше набував споживчого характеру. Характерною особливістю України стала більш висока ефективність імпорتنих операцій у порівнянні з експортними. Дана особливість склалася внаслідок маніпулювання з податком на додану вартість та митними платежами. Склалася ціла індустрія фальшування та маніпулювання з цінами при зовнішньоекономічних операціях, що й стало підґрунтям для зазначеного «феномену».

Таким чином вже у 2007 році дефіцит поточного рахунку становив 5,9 млрд дол. Приплив капіталу у сумі понад 15 млрд дол. створював ілюзію стабільності, при цьому зростали офіційні золотовалютні резерви, яких напередодні кризи було понад 32 млрд дол., чого вистачало на фінансування 4,7 місяців критичного імпорту.

Покращення зовнішньоекономічної ситуації в післякризові роки позитивно вплинуло на **платіжний баланс України**. Зокрема, якщо у січні-жовтні 2012 року негативне сальдо зведеного балансу сягало 2,8 млрд дол., то за аналогічний період 2013 року баланс було зведено з профіцитом у трохи більше, ніж 1 млрд дол. Це дозволило на певний час пом'якшити девальваційний тиск на курсу гривні та дещо поповнити золотовалютні резерви Національного банку. Втім, **баланс за поточним рахунком** за вказаний період не тільки залишився негативним, але відбулося й певне поглиблення дефіциту: з 11,4 до 12,3 млрд дол., що призвело до зміни у середині року тенденції зростання золотовалютних резервів на зворотну та зменшення їхніх обсягів до 20,6 млрд дол. (або на 16 % у порівнянні з річним максимумом у квітні).

Таблиця 3.2.

Міжнародні резерви Національного банку України
(за станом на кінець періоду, млн дол. США)

2013 рік	Офіційні резервні активи
січень	24 651,96
лютий	24 709,86
березень	24 728,61
квітень	25 241,80
травень	24 541,75
червень	23 245,18
липень	22 719,90
серпень	21 655,88
вересень	21 639,86
жовтень	20 633,05

Джерело: за даними НБУ

Баланс товарів та послуг у січні-жовтні 2013 року також дещо погіршився: у січні-травні 2012 року його було зведено з дефіцитом у 11,3 млрд дол., а тепер дефіцит поглибився до 11,7 млрд дол. Значною мірою це було викликано дуже повільними повільними темпами зростання економік в світі та в Україні. Як експорт товарів з України, так і їх імпорт в Україну зменшилися - відповідно, з 58,4 млрд дол. до 53,2 млрд дол. - (експорт) та з 74,2 млрд дол. до 68,9 млрд дол. (імпорт).

Таким чином, продемонструвала своє продовження тенденція, яка чітко виявилася вже за результатами трьох кварталів: за 9 місяців 2013 року у порівнянні до аналогічного періоду 2013 року експорт товарів скоротився на 9 % до 46,3 млрд дол. Зміни в динаміці географічної структури експорту товарів відбувалось нерівномірно. Якщо експорт до країн Європейського Союзу скоротився на 3,5 %, то до країн Митного союзу Білорусі, Казахстану та Росії, а також країн Азії – на понад 10 %. Водночас відбулось суттєве зростання експорту товарів до Китаю (на 48,8 %) та Європейських країн, які не входять до ЄС (на 38,4 %).

Як і в попередні періоди провідне місце в географічній структурі експорту товарів з України в січні-вересні 2013 року займали країни СНД (передусім країни Митного союзу), на які припадає 36,2 % експорту. Водночас, за аналогічні періоди 2011 та 2012 років частка країн СНД в географічній структурі експорту становила 38,4 % та 37 % відповідно,

що свідчить про те, що **поступове зменшення частки країн СНД в українському експорті обумовлюється природою наших стосунків з пострадянськими країнами, зокрема економічними процесами, що відбувалися у країнах-партнерах.** Більша інтегрованість економіки України в світову економіку, знаходження нових ринків збуту, обумовлюють зростання частки нових партнерів, а отже зменшення частки старих. Аналогічні процеси в країнах СНД призводять до входження на їх ринки продукції з інших країн, посилюючи тим самим конкуренцію на ринках цих країн. Збереження присутності на цих ринках вимагає від вітчизняних експортерів підвищення конкурентоспроможності своїх товарів.

Незважаючи на незначне скорочення експорту товарів до західноєвропейських країн, в цілому їхня частка в географічній структурі українського експорту дещо зростає. Це відбулося внаслідок більш суттєвого скорочення експорту не тільки до країн СНД, але й до деяких інших регіонів світу. Зокрема, військові конфлікти у Сирії, Лівані та Єгипті та втрати вітчизняними постачальникам кукурудзи ринків Японії та Південної Кореї значною мірою обумовили скорочення експорту до Азії та Африки. Порівняно з іншими регіонами залишається незначним експорт до Північної та Південної Америки, насамперед до США.

Динаміка експорту до різних регіонів світу тісно пов'язана з товарною структурою експорту, в якій за підсумками 9 місяців 2013 року по більшості галузей відбулось помітне зниження. В абсолютних показниках найбільш суттєве скорочення відбулось у сфері торгівлі транспортним обладнанням, металів та виробів з них та сільськогосподарською продукцією, експорт яких скоротився на 1,9, 1,3 та 0,9 млрд дол. відповідно. У відносних показниках найбільш помітне скорочення експорту відбулося у сфері торгівлі транспортним обладнанням (зниження на 42 %). Водночас експорт продукції деяких галузей продемонстрував зростання, насамперед це стосується харчових продуктів та деревини (зростання на 6,7 % та 8,9 % відповідно).

Сальдо поточних трансфертів також зменшилося з 2,5 млрд дол. до 1,8 млрд дол., при тому, що сальдо доходів дещо покращилося: дефіцит знизився з 2,6 до 2,5 млрд дол. Профіцит *фінансового рахунку* у січні-жовтні зріс у порівнянні з минулорічними показниками з 8,5 до 13,5 млрд дол. При цьому сальдо балансу прямих іноземних інвестицій скоротилося з 5,1 млрд дол. до 2,4 млрд дол.

Зростання позитивного сальдо за фінансовим рахунком було забезпечено, головним чином, за рахунок операцій з валютою (готівка та депозити). Традиційно, за цією статтею Україна завжди мала доволі сильний відплив, в першу чергу, за рахунок постійної закупівлі готівкової валюти тіншовими імпортерами та населенням. У січні-травні цього року така закупівля все ще відбувалася, хоч і повільнішими темпами -0,8 млрд дол. проти -1,3 млрд дол. минулого року, проте її значно перевищив перетік коштів з валютних депозитів до гривневих - загалом позитивне сальдо за статтею «Валюта та депозити» становило 2,7 мільярди доларів проти минулорічного негативного сальдо у -1,2 мільярда доларів. Але у другій половині року переважала вже інша тенденція: у серпні-жовтні купівля готівкової валюти населенням перевищувала її продаж третій місяць поспіль. У жовтні обсяг операцій з готівковою іноземною валютою на міжбанківському валютному ринку України склав 3,452 млрд дол., у тому числі банки купили у населення валюти на 1,618 млрд дол., а продали – на 1,834 млрд дол. У той же час, за підсумками січня-жовтня поточного року перевищення попиту над пропозицією готівкової валюти населенням складало 1,157 млрд дол. , що в 7,3 рази нижче аналогічного показника за такий же період 2012 року (8,454 млрд дол.). При цьому, банківські вклади фізичних осіб в іноземній валюті у жовтні 2013 р. знизилися на 87,9 млн дол. і станом на 1 листопада 2013 р. склали 22,89 млрд. дол.

Така різка зміна свідчить про значне зниження девальваційних очікувань (частково внаслідок адміністративних зусиль), адже саме останніми пояснювалася популярність валютних депозитів, попри їхню низьку дохідність. Значно (з 4, 2 до 2,8 млрд дол.) зменшилося сальдо принципово важливої для України статті кредитів та облігацій.

Досить цікавим було також стрімке зростання портфельних інвестицій в український акціонерний капітал. За січень-жовтень 2013 року вони наблизилися до 2 млрд дол. (тобто в десять разів більше, аніж за аналогічний період минулого року). Це становить найвищий рівень припливу портфельних інвестицій в акціонерний капітал за усі роки, для яких існують дані по платіжному балансу України.

Зі сказано вище можна зробити висновок, що досягнення рівноваги платіжного балансу забезпечується не за рахунок продуктивних статей балансу (зростання експорту та іноземних інвестицій), а шляхом акумуляції внутрішніх ресурсів населення та зменшення золотовалютних резервів центрального банку. Такий метод має свої натуральні обмеження і не може використовуватися довго, особливо в умовах обмежень (перш за усе, цінових) щодо зовнішнього кредитування.

3.2 Ризики дестабілізації торговельного балансу України

В Україні, починаючи з середини 2006 року, за виключенням першого кварталу 2010 року, **показники поточного рахунку демонструють стабільно негативне значення**. При цьому намітилась певна **закономірність між зростанням обсягів торгівлі та зростанням негативного сальдо** зовнішньої торгівлі України. Зростання обсягів зовнішньої торгівлі в період до фінансово-економічної кризи 2008 року також призводило до зростання негативного сальдо. Водночас криза призвела до зменшення обсягів торгівлі, отже і до зменшення негативного сальдо, а на початку 2010 року і до позитивного сальдо. Відновлення світової економіки та повернення до докризових обсягів зовнішньої торгівлі в 2011 та 2012 роках призвели і до повернення показників негативного сальдо.

Загалом, протягом останніх років для України **традиційним стало негативне сальдо у торгівлі товарами та позитивне сальдо у торгівлі послугами**. Важливим фактором, що обумовлює збільшення негативного сальдо у зовнішній торгівлі України, є неможливість компенсувати позитивним сальдо у сфері послуг негативне сальдо у сфері торгівлі товарами.

Чітко негативне сальдо формується в сфері торгівлі мінеральними та хімічними продуктами, продукцією машинобудівної та транспортної галузі, водночас позитивне сальдо має торгівля металами та сільськогосподарською продукцією. Зазначимо, що за підсумками 2008 року позитивне сальдо було продемонстроване в торгівлі товарами двох галузей, в той час як за підсумками 2012 року позитивне сальдо відмічене в торгівлі продукцією чотирьох галузей.

В торгівлі товарами сформувалися групи товарів, які формують остаточне сальдо зовнішньої торгівлі. В таблиці 3.1. наведено дані стосовно сальдо зовнішньої торгівлі в галузевому розрізі за період з 2008 по 2012 роки. Початок 2013 року позначився скороченням обсягів зовнішньої торгівлі. За підсумками першої половини року, по відношенню до відповідного періоду 2012 року, експорт товарів скоротився на 8,7 %, імпорт на 14,5 % (Див. таблицю 3.2). Така ситуація призвела до скорочення показника негативного сальдо зовнішньої торгівлі товарами на 3 млрд дол. США (з 7,2 млрд дол. США до 4,2 млрд дол. США).

На відміну від торгівлі товарами, торгівля послугами продемонструвала зростання. За даними Державної служби статистики експорт послуг зріс на 4,3 %, імпорт послуг зріс

на 8,9 %, що не мало суттєвого впливу на сальдо в торгівлі послугами. Загальний експорт товарів та послуг становив 37,7 млрд дол. США, імпорт 38,5 млрд дол. США.

Таблиця 3.3.

Сальдо в торгівлі товарами в розрізі товарних груп
(тис. дол. США)

	2008	2009	2010	2011	2012
Сільськогосподарські товари	4529165,2	4525113,3	4108076,2	6544990	9832390,1
Харчові продукти	-161019,8	53773,9	66140,2	-87586,7	528546,2
Мінеральні продукти	-18395183,3	-11794994	-14396587,9	-19769870	-19891884,9
Хімічні продукти	-5392734,6	-4904628,5	-5938654,3	-6191184,7	-6995022,3
Вироби з дерева і целюлозно-паперові продукти	-705442,7	-177618,6	-231115,7	-46045,4	10507,3
Текстиль	-1114657,4	-703974,3	-1238973,3	-1126015,9	-1779881,8
Метали та вироби з них	21203899,2	10140199	13204579,7	16403902,2	13650932,4
Машини та обладнання	-7038699,7	-1242724,7	-2496558,6	-6036109,7	-6152001,8
Транспортне обладнання	-7770073,8	-567396,8	-401845,1	-1349460,9	-2103581,4
Інше	-3736179,7	-1060425,4	-1984508,9	-2556663,4	-2948253,1
Загалом	-18580926,6	-5732675,9	-9309447,7	-14214044	-15848249,3

Розраховано за даними Державної служби статистики України

Таким чином за підсумками першої половини 2013 року негативне сальдо у зовнішній торгівлі товарами та послугами становило 0,8 млрд дол. США. Зазначимо, що за відповідний період 2012 року негативне сальдо торгівлі товарами та послугами становило 3,8 млрд дол. США. **Відносна передбачуваність зовнішньої торгівлі України дає підстави визначити основні ризики дестабілізації поточного балансу України по кожній з його статей.**

3.2.1 Торгівля товарами

Протягом тривалого проміжку часу провідною статтею експорту товарів з України були недорогочінні метали та вироби з них. Саме ця група товарів забезпечувала значну частку всіх валютних надходжень, отриманих Україною. В 2008 році експорт недорогочінних металів та виробів з них склав 27,6 млрд дол. США, або 41,2 % від загального експорту товарів з України. Криза суттєво вплинула на позиції вітчизняної металургійної галузі.

Протягом наступних років частка металургійної продукції демонструвала постійне зниження. Вартісні обсяги експорту не змогли повернутися на докризовий рівень, а в 2012 почали знижуватися. Ця тенденція продовжилась і в першій половині 2013 року.

Попри зниження частки металів в структурі товарного експорту з України, товари цієї галузі залишаються важливим джерелом валютних надходжень в Україну. Значною мірою надходження від них залежать не лише від попиту на ринках країн-партнерів, а і від ціни на них. В 2012 році ціни на три основні статті експорту недорогочінних металів з України продемонстрували певне зниження.

Таблиця 3.4.

Зовнішня торгівля товарами в першій половині 2013 року

	Експорт		Імпорт		Сальдо
	Тис. дол. США	% до 1 півріччя 2012	Тис. дол. США	% до 1 півріччя 2012	Тис. дол. США
Живі тварини; продукти тваринного походження	466798,3	109,8	828685,4	111,9	-361887
Продукти рослинного походження	3319954	82,6	1568021	117,9	1751934
Жири та олії тваринного або рослинного походження	1858465	92,7	203202,8	113,1	1655263
Готові харчові продукти	1779853	114,6	1395248	104,4	384605,7
Мінеральні продукти	3583956	88	8998885	65,6	-5414929
Продукція хімічної та пов'язаних з нею галузей промисловості	2492568	101,8	3871832	95,3	-1379264
Полімерні матеріали, пластмаси та вироби з них	374543,3	68,9	2189093	105,3	-1814549
Шкури необроблені, шкіра вичищена	72432,3	101,9	126403,1	105,2	-53970,8
Деревина і вироби з деревини	540812,7	106,5	178957,7	110,4	361855
Маса з деревини або інших волокнистих целюлозних матеріалів	590849,2	109,7	906835,3	107,7	-315986
Текстильні матеріали та текстильні вироби	392086,2	104,6	1104843	97,5	-712757
Взуття, головні убори, парасольки	95064,9	105,5	414258,1	137,5	-319193
Вироби з каменю, гіпсу, цементу	277800,6	104,9	518216,2	98,9	-240416
Перли природні або культивовані, дорогоцінне або напівдорогоцінне каміння	54182,8	83,9	314405,1	136,7	-260222
Недорогоцінні метали та вироби з них	9023342	88,4	2371900	93,5	6651442
Машини, обладнання та механізми; електротехнічне обладнання	3309227	101,7	6071174	97,7	-2761946
Засоби наземного транспорту, літальні апарати, плавучі засоби	1844792	68,5	2915906	69	-1071114
Прилади та апарати оптичні, фотографічні	132174,1	102,8	457203,3	102,3	-325029
Різні промислові товари	295923,9	110,4	364729,9	73,7	-68806
Твори мистецтва	223,8	100,3	12011	371,7	-11787,2
Товари придбані в портах	13004,2	96,6	127981,9	69,3	-114978
Різне	224691,6	187,9	23313,6	79,5	201378
Загалом	30742746	91,3	34963104	85,5	-4220358

Джерело: Розраховано за даними Державної служби статистики України

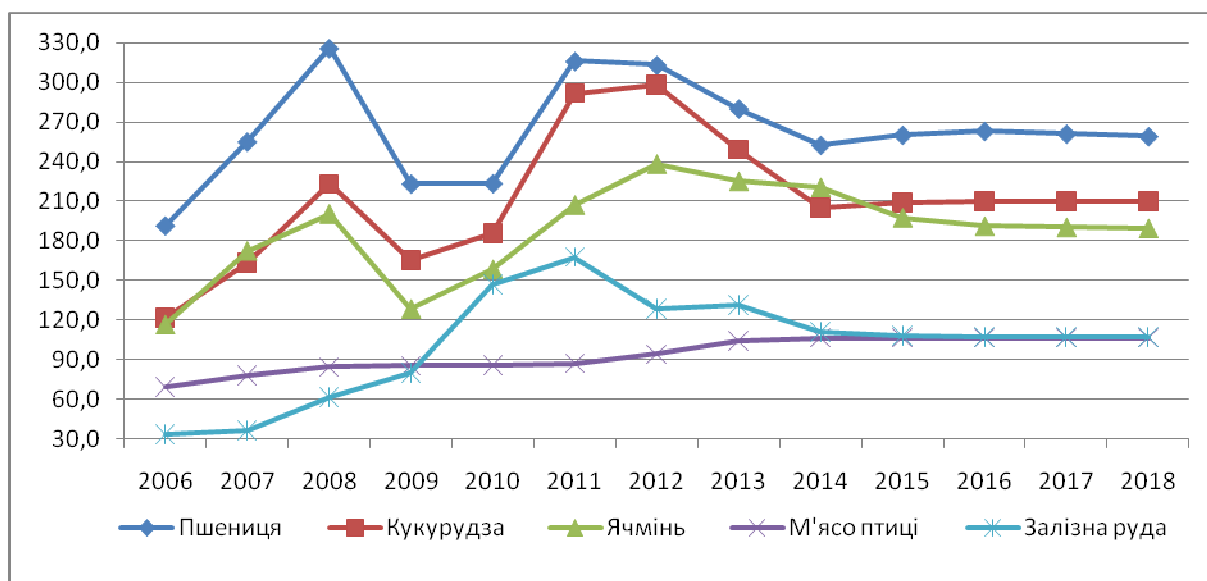
Збереження тенденції до зниження цін на недорогоцінні метали та вироби з них, а відповідно до прогнозів МВФ, ціни на недорогоцінні метали будуть знижуватись щонайменше до 2015 року, може суттєво скоротити надходження коштів від експорту навіть при збереженні його фізичного обсягу.



Графік 3.1. Вартість та частка металів та виробів з них в структурі експорту товарів з України в 2008-2012 роках

Джерело: Державна служба статистики

Загалом ціновий фактор містить значні ризики для показників поточного рахунку платіжного балансу України. За прогнозами МВФ ціни на основні товари, що експортуються з України, протягом наступних років продемонструють певне зниження. Насамперед очікується зниження цін на зернові, які протягом останніх років стали основною рушійною силою товарної диверсифікації експорту з України. Також очікується зниження ціни на залізні руди та соняшникову олію.



Графік 3.2. Реальні та прогнозовані ціни на деякі товари (дол. США за метричну тонну)*

* Ціни на м'ясо птиці указані в центах за фунт

Суттєвий вплив на поточний рахунок платіжного балансу можуть мати Угода про розширену та всеохоплюючу зону вільної торгівлі з Європейським Союзом, та, як наслідок, можливе ускладнення відносин з Митним Союзом Російської Федерації, Білорусії та Казахстану. Лібералізація торгівлі з ЄС призведе до певного збільшення імпорту, проте, враховуючи вже існуючу відкритість ринку України, таке збільшення навряд буде суттєвим. Водночас отримання доступу на спільний ринок ЄС для виробників деяких товарів може призвести до значно більших надходжень від експорту. Так, отримання дозволу на експорт курятини в ЄС, враховуючи прогнозоване МВФ зростання цін на цей вид продукції в наступні декілька років, дозволить, у разі реалізації наданої можливості, збільшити експорт до ЄС.

Значно більшою загрозою для стану поточного рахунку платіжного балансу є створення перешкод для експорту товарів з України до країн Митного Союзу. Враховуючи важливе значення ринків цих країн для виробників вітчизняних товарів, насамперед товарів машинобудівної та транспортних галузей, бар'єри, створені країнами Митного союзу можуть завдати суттєвий удар як по обсягах експорту з України, так і по його товарній диверсифікованості.

Традиційно проблеми у відносинах між Україною та Російською Федерацією, як правило, виникали у сфері поставок в Україну природного газу. Ці проблеми в значній мірі виступили каталізатором підвищення енергетичної ефективності економіки України, що в перспективі означає значно менші витрати на імпорт природного газу. Проте в найближчій перспективі, недобір природного газу в Росії, відповідно до діючої угоди за принципом "take-or-pay" ("бери або плати"), може призвести до позовів проти України. Так, недобір природного газу у 2012 році російська компанія Газпром оцінила майже в 7,1 млрд дол. США. За підсумками 2013 року Газпром також готовий висунути претензії Україні, що матиме вкрай негативні наслідки для платіжного балансу країни.

Також суттєві ризики для поточного рахунку платіжного балансу країни можуть виникнути через дестабілізацію ситуації на Близькому Сході. За підсумками 2012 року частка Сирії, Лівану та Єгипту в загальній структурі експорту товарів перевищувала 7 %, а позитивне сальдо у торгівлі товарами досягло майже 5 млрд дол. США. Військові заворушення в цих країнах призведуть до обмеження можливості торгівлі з ними, а отже до втрати надходжень від експорту.

3.2.2 Торгівля послугами

Торгівля послугами має важливе значення для позиціонування країни в світі, адже країни з найбільш розвинутою економікою значну частку надходжень від експорту отримують саме в сфері торгівлі послугами. Так до США з майже 2,2 трлн дол., отриманих в 2012 від зовнішньої торгівлі, 640 млрд дол. (майже 30 %) надійшло саме від експорту послуг⁵⁴.

В загальній структурі експорту України послуги традиційно поступаються товарам. Так, за даними Державної служби статистики, експорт послуг з України за підсумками першого півріччя 2013 року становив майже 7 млрд дол. США, що складало 18 % від загального експорту товарів та послуг з України.

В структурі експорту послуг провідне місце займають транспортні послуги, на які припадає 56,3 % від загального експорту послуг. Водночас останнім часом позначилась тенденція до зменшення надходжень від цього виду послуг. Якщо в першій половині 2012 року Україна від них отримала 4,3 млрд дол. США, за підсумками першої половини 2013 надходження від експорту послуг склали 3,9 млрд дол. США. Зменшення надходжень від експорту транспортних послуг значною мірою обумовлене зниженням надходжень від послуг з використання трубопровідної системи України. Експорт послуг у

⁵⁴ За даними Міжнародного торговельного центру (Intracen)

сфері трубопровідного транспорту скоротився майже на 150 млн дол. США до 1548 млн дол. США. Значною мірою це пов'язано зі зростанням конкуренції вітчизняній трубопровідній системі у постачанні енергоносіїв до країн ЄС. Початок в жовтні 2012 року експлуатації двох гілок газопроводу Nord Stream⁵⁵ значною мірою вплинув на переорієнтацію частини цих поставок. Повномірна експлуатація альтернативних Україні трубопроводів поруч з політикою ЄС направленою на зменшення залежності від природного газу з Росії, а отже зменшення потреби транспортувати цей газ, може призвести до суттєвого скорочення надходжень від цього виду послуг. Також за цей період відбулось зменшення надходжень від морського, залізничного та авіаційного транспорту.

Зменшення надходжень від експорту транспортних послуг було компенсоване надходженням від експорту послуг у сфері телекомунікацій а також комп'ютерних та інформаційних послуг, які у порівнянні з першою половиною 2012 року зросли на 170 млн дол. США до 664 млн дол. США. Водночас існують певні ризики в частині перспективи зростання надходжень від цієї наукоємної сфери послуг. В своєму Спеціальному звіті⁵⁶ **Офіс торгового представника США визначив Україну найбільшим порушником інтелектуальних прав в світі, що автоматично означає загрозу торговельних санкцій.** 30 травня 2013 року ця структура офіційно сповістила уряд України стосовно ініціювання розслідування порушень прав інтелектуальної власності. Розслідування включатиме, зокрема, двосторонні консультації та взаємний обмін інформацією. За результатами розслідування буде ухвалено рішення про застосування проти України санкцій. Значний ризик високих втрат від результатів цього розслідування може мати саме ринок ІТ послуг з України.

Протягом першої половини 2013 року імпорту послуг вдруге поспіль продемонстрував більш швидкі темпи зростання, змінивши тим самим тенденцію, притаманну попереднім періодам, відповідно до якої експорт послуг зростав швидше. За цей період виплати за послуги отримані Україною становили 3,5 млрд дол.

Таблиця 3.5.

Зовнішня торгівля послугами в першій половині 2010-2013 років
(млн дол. США)

	2010 рік	2011 рік	2012 рік	2013 рік
експорт	5258	6658	6662	6946
імпорту	2343	2862	3236	3523
сальдо	2915	3796	3426	3423

Зміни тенденції нарощування позитивного сальдо в торгівлі послугами може мати негативний вплив на поточний рахунок платіжного балансу країни, адже зовнішня торгівля послугами традиційно частково компенсувала негативне сальдо, що створювалося торгівлею товарами. Збереження негативного сальдо в торгівлі товарами поруч із втратою позитивного сальдо в сфері торгівлі послугами призведе до втрати країною значних обсягів валюти. В таких умовах Україна матиме збільшену потребу в отриманні кредитів ззовні.

Крім торговельного балансу, відповідно до встановленої класифікації, поточний баланс також включає в себе чисті факторні доходи з-за кордону та чисті поточні трансферти. Чисті факторні доходи є результатом експорто- і імпортоподібних операцій. Вони містять у собі чисту оплату праці тимчасових (сезонних, прикордонних) робітників і

⁵⁵ «Северный поток» начал поставки газа по двум линиям // NordStream. Електронний ресурс. URL: <http://www.nord-stream.com/ru/informatsiya/press-relizy/severnyi-potok-nachal-postavki-gaza-po-dvum-liniyam-425/>

⁵⁶ 2013 Special 301 Report. Office of the United States Trade Representative, pp.4,6-7,28-30. URL: <http://www.ustr.gov/sites/default/files/05012013%202013%20Special%20301%20Report.pdf>

чисті прибутки від кредитних послуг, що пов'язані з «експортом» послуг вкладеного за кордоном національного грошового капіталу. Якщо національний капітал, вкладений за кордоном, приносить більший обсяг відсотків і дивідендів, ніж іноземний капітал, інвестований у даній країні, то чисті прибутки від інвестицій виявляться позитивними; в іншому випадку (характерному для України) – негативними.

3.3 Ризики дестабілізації платіжного балансу України за рахунком операцій з капіталом та фінансових операцій

Як відомо, криза 2008 року сильно вразила досить відкриту українську економіку через різке погіршення умов торгівлі, падіння експорту та вплив капіталу (потоки якого різко змінили напрямок вже у третьому кварталі 2008 року). Все це знайшло негативний відбиток у платіжному балансі країни, зокрема у зменшенні обсягів валютних резервів та кредитоспроможності.

У якості надзвичайних засобів боротьби з кризовими явищами Національний банк запровадив додаткові заходи валютного контролю (перегляд методології обрахування відкритої валютної позиції банків, що змусило банки з іноземним капіталом збільшити продаж іноземної валюти на ринку; заборона на дострокове повернення валютних кредитів, ліміти на дострокове повернення строкових депозитів та на розрахунки в гривнях для банків-нерезидентів, заборона форвардних валютних операцій тощо), які помітно вплинули на обсяги операцій з капіталом. Цей досвід виявився досить неоднозначним. Звісно, запроваджені НБУ заходи швидко і помітно зменшили спекулятивний тиск на валютний курс гривні. З іншого боку, в середньостроковому плані такі заходи негативно відбилися на інвестиційному кліматі та довірі міжнародних інвесторів.

Слід брати до уваги, що, за даними досліджень МВФ, валютний контроль за операціями з капіталом демонструє вищу ефективність в країнах з кращими за середні макроекономічними умовами (за показниками зростання ВВП, інфляції, фіскального дефіциту та стану поточного рахунку платіжного балансу): заходи валютного контролю в цих країнах призводили не лише до припинення впливу капіталу, але й до збільшення його надходження до 1 % ВВП, яке спостерігалось протягом одного року. Такий ефект експерти пояснюють двома факторами: 1) наявністю в таких країнах міцних регуляторних інститутів, до політики яких зростає довіра та 2) готовністю інвесторів понести одноразові додаткові витрати на пристосування до нових правил гри з урахуванням потенційних вигод, які з'являються для них в умовах макроекономічної стабільності⁵⁷.

Наявність такої закономірності дуже важлива для розуміння справжнього значення необхідності забезпечення стабільних макроекономічних умов діяльності іноземних інвесторів в країні, оскільки нехтування або недостатньо серйозна увага до вирішення цього завдання може призвести до елімінування рестрикційних заходів в майбутньому. Інакше кажучи, обмежувальні заходи, які спрацювали у 2008-2010 роках, можуть виявитися значно менш ефективними при черговому загостренні кризової ситуації, якщо вони не були підкріплені своєчасно покращенням макроекономічних показників.

Як вже згадувалося, розробка та проведення макроекономічної політики об'єктивно визначається трилемою Тейлора-Обстфельда, яка полягає у тому, що «державна не може одночасно утримувати прив'язку валютного курсу, зберігати відкритість ринку капіталу та користуватися незалежністю у грошово-кредитній політиці»⁵⁸. Вибір можна зробити на користь лише двох зі згаданих параметрів. Свого часу (у середині дев'яностих

⁵⁷ Liberalizing Capital Flows and Managing Outflows . IMF Background Paper, March 16, 2012, p. 45

⁵⁸ Тэйлор А.М. Глобальные финансы: прошлое и настоящее. - Финансы и развитие, март 2004, с.29

років) Україні активно нав'язували модель «валютного бюро», що на практиці могло означати перехід на аргентинську модель: з вільним рухом капіталу при жорсткій прив'язці курсу національної валюти до долара США. З аргентинськими, скоріш за все, наслідками. Відмовившись від таких пропозицій, Україна, однак, не пішла і шляхом більшості країн, які погодилися на вільний ринок капіталу та дискреційну монетарну політику центрального банку при умові вільно плаваючого валютного курсу. Таким чином, Україна пристала до третього варіанту, - [фактично] фіксований валютний курс і незалежна монетарна політика при закритості від світового ринку капіталу.

Проте шлях до входження України у світову економіку у якості її повноправного суб'єкта проходить не через автаркічні рецидиви, а передбачає послідовну і невпинну адаптацію економіки країни до умов глобалізаційних процесів. З точки зору розвитку ринку капіталу це означає необхідність перетворення капітальних потоків у вітчизняній економіці на «вулицю з двостороннім рухом». У зв'язку з цим, необхідно звернути увагу і на пропозиції щодо зміни вітчизняного валютного законодавства, спрямовані на полегшення процедури експорту капіталу. Валютна лібералізація в цілому і лібералізація операцій з капіталом у тому числі давно назріли. Але це не означає, що її необхідно провести методом «стрибка», не подбавши про засоби запобігання ймовірним ризикам.

Незалежність грошово-кредитної політики (обумовлена збереженням та розвитком монетарного суверенітету) та продовження політики валютної лібералізації неминуче створюватимуть умови, які вимагатимуть відмови від прив'язки валютного курсу гривні до долару або іншої базової одиниці у формі іноземної валюти, «кошика» іноземних валют, вагової кількості золота тощо. Таким чином, вибір даного стратегічного напрямку визначається попередньо обраними стратегемами розвитку валютної системи країни. При цьому, будь-які зміни щодо інших двох параметрів вищезгаданої трилеми повинні узгоджуватися з принципами та механізмами грошово-кредитної (монетарної) політики (в тому числі, із заходами щодо забезпечення таргетування інфляції).

Таблиця 3.6.

Стан платіжного балансу України

Статті платіжного балансу	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<u>РАХУНОК ПОТОЧНИХ ОПЕРАЦІЙ</u>	-1 617	-5 272	-12 763	-1 732	-3 018	-10 245	-14 761
<u>РАХУНОК ОПЕРАЦІЙ З КАПІТАЛОМ ТА ФІНАНСОВИХ ОПЕРАЦІЙ</u>	1 524	5 709	12 232	1 389	1 664	9 259	13 416
<i>РАХУНОК ОПЕРАЦІЙ З КАПІТАЛОМ</i>	3	3	5	595	187	98	38
<i>ФІНАНСОВИЙ РАХУНОК</i>	1 521	5 706	12 227	794	1 477	9 161	13 378
Помилки та упуцнення	93	-437	531	343	1 354	986	1 345
БАЛАНС	0	0	0	0	0	0	0

Дослідження українських науковців доводять, що у короткостроковому періоді, за відсутності значної нерівноваги зовнішньої позиції у попередніх періодах, нульове сальдо поточного рахунку не є бажаною ціллю, тому що може призвести до обмеження темпів економічного зростання країни через відсутність доступу до зовнішніх джерел фінансування.

Навпаки, у довгостроковій перспективі, якщо на певному етапі в країні спостерігався стійкий дефіцит поточного балансу, після цього повинен наставати період його активного сальдо, інакше країна буде не в змозі повернути вже залучені за кордоном кошти і втратить доступ до іноземного капіталу взагалі.⁵⁹ Виходячи з цього, вкрай

⁵⁹ Анісімова О.Ю. Коригування зовнішніх дисбалансів платіжного балансу (на прикладі розвинутих країн) –

необхідним є забезпечення радикальної зміни тенденцій платіжного балансу України в напрямку забезпечення його профіциту.

Як свідчить статистика, протягом останніх років дефіцит поточного рахунку перекривався профіцитом за рахунком операцій з капіталом, внаслідок чого в цілому Україна мала позитивне сальдо платіжного балансу. Втім, у 2013 році ситуація погіршилася внаслідок того, що вже і сальдо по капітальному рахунку також виявилось від'ємним⁶⁰. Такий стан платіжного балансу загрожує виникненням стійкого дефіциту зовнішнього балансу, оскільки негативна тенденція підтримується цілою низкою ризиків подальшого скорочення валютних надходжень до країни.

Ризики дестабілізації платіжного балансу України умовно (наскільки це дозволяє сама природа відносин, стан яких відображається у платіжному балансі країни) можна поділити на екзогенні та ендогенні.

До екзогенних (тобто викликаних зовнішніми причинами) слід віднести:

- ризики загострення світової фінансової нестабільності, результатом чого може стати *зниження рівня схильності міжнародних інвесторів до ризиків*, що, в першу чергу, призведе до відпливу капіталу з ринків, що розвиваються;

- додатково негативний вплив матиме також посилення економічних проблем в зоні функціонування євро: в частині поточного рахунку результатом буде подальше скорочення європейського імпорту української продукції, а в частині капітального рахунку – зміни напрямів потоків капіталу, обумовлених кіпрською кризою (або, точніше кажучи, «подіями навколо Кіпру»).

- крім того, досить високими залишаються ризики подальшого скорочення товарообігу (перш за усе, українського експорту) та інвестиційної співпраці з країнами Митного Союзу.

- *«ризикоутворюючими»*, як і раніше, залишаються стосунки з Міжнародним валютним фондом.

Слід, однак, зазначити, що **схильність інвесторів до ризику (або «інвестиційні апетити») напряду залежатиме від подолання кризових явищ та відновлення економічного зростання у світі**. А, оскільки прогнози з цього приводу різняться, не можна впевнено говорити ані про зниження, ні про зростання інвестиційних потоків. Як зазначають експерти з британського Національного інституту економічних та соціальних досліджень, «неприйняття ризику чітко зменшилося на фінансових ринках у короткостроковій перспективі, проте зовсім не так очевидно, що так само змінилася схильність до ризику у галузі приватних заощаджень та корпоративних інвестицій»⁶¹. В той же час експерти ООН вважають, що в останні місяці глобальні фінансові умови стабілізувалися внаслідок того, що нові політичні ініціативи в розвинених країнах, у тому числі подальше поширення нетрадиційної грошово-кредитної політики, знизили короткострокові побічні ризики (*tail risks*) для світової економіки.

Збільшена глобальна ліквідність та вища схильність до ризику серед інвесторів повинні призвести до зростання цін на активи в розвинених країнах, а також підштовхнути зростання припливу капіталу в економіки, що розвиваються. В цих потоках капіталу домінуватимуть портфельні інвестиції, особливо в корпоративні боргові зобов'язання. Тенденція до зростання припливу приватного капіталу в економіки, що розвиваються, ймовірно, продовжиться. За сучасних умов низьких світових процентних ставок, помірної волатильності та зростання схильності до ризику серед інвесторів існує

Автореф. дис. на здобуття наук. ступ. кандид. екон. наук // Київський Національний університет імені Тараса Шевченка, Київ, 2008, с.4

⁶⁰ Платіжний баланс України. Національний банк України. Електронний ресурс. URL: <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=76452>

⁶¹ Prospects for the global economy: NIESR's February 2013 forecast (National Institute for Economic and Social Research) – URL: <http://niesr.ac.uk/blog/prospects-global-economy-niesrs-february-2013-forecast>

значна небезпека для країн з економікою, що розвивається. Подальше різке збільшення припливу капіталу може призвести до зміцнення курсу національних валют, надмірного зростання обсягів кредитування, а також підвищення загрози появи «фінансових бульбашок»⁶².

Таким чином, **ризик може полягати не лише в загальному зменшенні потоку іноземних інвестицій, але й, навпаки, у зростанні конкуренції за отримання іноземних інвестицій**, оскільки міжнародні інвестори, відновивши свою схильність до ризику, матимуть, одночасно, великий вибір серед країн зі зростаючими ринками і, що дуже важливо, зростаючими економіками. Крім того, їхня увага фокусуватиметься, в першу чергу, на цінних паперах провідних корпорацій (що вкотре загострює питання про розвиток реального, а не спекулятивного обороту на фондовому ринку України).

Суттєві ризики в секторі ПІІ можуть бути пов'язані з «якістю» інвестицій: як ступенем доступу до новітніх високих технологій (який ПІІ забезпечують або, навпаки, обмежують) та географічними (точніше – геополітичними) характеристиками країн походження інвестицій.

Це, у свою чергу, призводить до висновку щодо необхідності провадження селективної політики залучення іноземних інвестицій, яка б враховувала терміни та форми таких інвестицій (короткострокові та довгострокові, кредити або акціонерні внески, придбання існуючих компаній або створення нових, використання існуючих потужностей або розбудова нових високотехнологічних виробництв тощо), а також геополітичні характеристики інвестицій (американські, арабські, європейські, китайські, російські та ін.) та потенційні ризики для України, які обумовлені зовнішньою політикою відповідних країн.

Посилення «інвестиційного протекціонізму» вимагає переходу до наступної моделі залучення іноземних інвестицій – їх таргетування. Така модель, повинна враховувати та включати у якості складових елементів такі компоненти як: світові тенденції ПІІ; ситуацію в Україні (загальноекономічна та залучення ПІІ); співвідношення національного та іноземного капіталу; проблеми залучення ПІІ та основні напрямки їх вирішення; політичні та економічні ризики, а також відповідні пріоритети (за формами ПІІ, міжгалузеві, геополітичні та регіональні). Тільки таким чином можна забезпечити досягнення одночасно двох цілей: залучення іноземних інвестицій та гарантування національної економічної безпеки.

В цьому ж контексті варто звернути увагу на конкретний геополітичний ризик, який пов'язаний з **реакцією українських корпорацій на дії кіпрського уряду щодо врегулювання банківської кризи**, а також дії українського уряду щодо боротьби з використанням офшорних юрисдикцій для ухилення/уникнення від оподаткування або несанкціонованого експорту капіталу, у зв'язку з чим можна очікувати на прояв цих факторів як у коротко-, так і середньостроковій перспективі.

Конвенцію, що замінила стару радянську угоду щодо запобігання подвійного оподаткування від 1982 року, було підписано наприкінці 2012 року та ратифіковано у липні 2013 року. Таким чином, в цілому Україна встигла підготувати нову законодавчу базу, яка б регулювала україно-кіпрські потоки перетікання капіталу в умовах «кіпрської кризи».

Відчуття щодо загострення ситуації виникало і на Кіпрі: є інформація про те, що депозити з двох головних банків країни почали масово переводити за кордон ще в січні 2013 року. Також розуміли небезпеку ситуації й міжнародні фінансисти: «трійка» просто зволікала із розглядом питання про надання допомоги до завершення лютневих президентських виборів на Кіпрі.

Що стосується реакції в Україні, то виглядає на те, що усі зацікавлені особи вчасно відреагували на сигнали попередження у вигляді згаданої вище конвенції та пропозиції на

⁶² World Economic Situation and Prospects 2013. Update as of mid-2013// United Nations, New York, 2013, p.5

продаж кіпрських банків в Україні й успішно оптимізували свої кіпрські депозити. Кіпрські банки в Україні, що продаються, через свої скромні розміри навряд чи створюють проблему всій банківській системі. Ймовірно, що кіпрські інвестиції до української економіки помітно зменшаться (у порівнянні з майже 4 млрд дол., які надійшли у 2012 році: за 9 місяців 2013 р. їх обсяг склав усього 1,4 млрд дол.). Проте навряд чи перерва буде довгою і, скоріш за усе, офшорне інвестування продовжиться з інших юрисдикцій: Британських Вірджинських островів, податкових анклавів деяких європейських країн (Австрії, Голландії тощо), а також Белізу та островів Карибського моря (хоча частка таких інвестицій і не буде значною)*. В той же час «ситуація навколо Кіпру» вказує на **загрозу подальшої офшоризації та тенізації капіталу разом зі зростанням боргової залежності** – адже рівень фінансової офшоризації та тенізації в ЄС вдвічі вище, аніж в неєвропейських країнах – членах ОЕСР⁶³.

Суттєві та різнопланові ризики виникають також у зв'язку з діями, спрямованими на зміцнення регіональної інтеграції. Перш за усе, звертає на себе увагу, що обидва напрямки інтеграції – європейський та євразійський, - в принципі передбачають лібералізацію руху капіталу, аж до створення єдиного ринку капіталу, що, звісно, створює додаткові ризики. Зокрема, стаття 51 Угоди про створення Митного Союзу передбачає, що «Сторони прагнуть підвищити ступінь лібералізації руху капіталу у міру покращення економічного стану держав-учасниць»⁶⁴.

Щодо Угоди про асоціацію з Європейським Союзом, то відповідно до її положень сторони зобов'язуються не обмежувати і дозволяти здійснювати будь-які платежі та перекази на поточний рахунок платіжного балансу між ЄС та Україною у вільно конвертованій валюті та відповідно до положень Статті VIII Статуту Міжнародного валютного фонду. З моменту набрання чинності Угоди сторони повинні забезпечувати вільний рух капіталу, пов'язаного з надходженням прямих інвестицій відповідно до законодавства приймаючої країни та інвестуванням відповідно до положень розділу про заснування компаній, торгівлю послугами та електронну комерцію й ліквідацію або репатріацію цих інвестицій та будь-якого прибутку, що отримується з них. Також із моменту набуття чинності Угоди сторони повинні забезпечувати вільний рух капіталу, пов'язаного з наданням кредитів, які стосуються комерційних операцій, або наданням послуг, у яких громадянин однієї зі сторін бере участь, а також вільний рух капіталу, пов'язаного з інвестиційним портфелем і фінансовими позиками та кредитами інвесторів іншої договірної сторони.

Щоправда, Угодою передбачена можливість введення захисних заходів щодо руху капіталу між ЄС і Україною (у випадку крайньої необхідності). Проте термін їх застосування обмежується шістьма місяцями⁶⁵.

Що стосується *внутрішньорегіональних прямих іноземних інвестицій*, вплив торговельної інтеграції на них неоднозначний. З одного боку, оскільки відбувається зменшення торговельних бар'єрів, це може призвести до зменшення горизонтальних ПІІ – тобто інвестицій у аналогічні виробництва, які здійснюються в різних країнах з метою забезпечення доступу на їх національні ринки, і сенс в яких зникає, якщо ринки цих країн об'єднуються внаслідок інтеграційних угод. Аналогічним чином зникає і потреба здійснення інвестицій з однієї країни-члена митного союзу в іншій країні цього ж митного союзу, оскільки доступ на ринки усіх країн митного союзу стає вільним і не вимагає

* В цьому контексті варто звернути увагу на поширення у світі практики використання схеми т.зв. «спаринг-офшорних юрисдикцій», за якою окремі офшорні зони виконують функції провідного джерела іноземних інвестицій до певних країн – зокрема, Гонконг – для КНР, Маврикій – для Індії та ПАР, Джерсі та Мен – для Великої Британії тощо.

⁶³ Гайдуцький П. Україна - ЄС: проблеми інтеграції// Дзеркало тижня. Україна, №20, 08.06.2013, с. 6

⁶⁴ Договір о Таможенном Союзе и Едином экономическом пространстве, раздел 7. Движение капитала – Электронный ресурс. URL: <http://www.zakonprost.ru/content/base/part/258347>

⁶⁵ Угода про асоціацію Україна - ЄС: дороговказ реформ.// KAS Policy Paper 20.- Представництво Фонду Конрада Аденауера в Україні, 2012, с. 29-30

інвестицій у виробництво на їх територіях: таким чином збільшення експорту досягається ними без додаткових капітальних вкладень.

З іншого боку, **інтеграція може стимулювати вертикальні прямі іноземні інвестиції серед країн - членів** у зв'язку з тим, що промислові корпорації (після зменшення трансфертних витрат всередині митного союзу) обиратимуть різні країни інтеграційного об'єднання для розміщення підприємств з виробництва різних компонентів своєї продукції в залежності від цінних факторів (тобто використовуватимуть диференціацію цін на сировину, робочу силу, енергоносії, транспортування тощо). Тобто, «якщо країни - донор та реципієнт приєднуються до тієї самої угоди щодо регіональної інтеграції, ефект від цього на двосторонні інвестиції теоретично буде неоднозначним. (...) Чистий ефект залежатиме, серед іншого, від розміру торговельних бар'єрів, так само, як від подібності пропорцій цих факторів, оскільки ці два фактори впливають (вертикальні [інвестиції] проти горизонтальних) на композицію ПІІ. Внаслідок цього ефекту на загальні ПІІ, угоди щодо регіональної інтеграції можуть змінити композицію ПІІ з горизонтальних на вертикальні»⁶⁶.

Відповідно, розвиток таких інвестицій може відбуватися за умови наявності суттєвої диференціації, яка під впливом вільного руху товарів, послуг, капіталу та робочої сили буде поступово нівелюватися.

Також слід звернути увагу на те, що, як засвідчує приклад ЄС, «існує міцна спряженість політичної та корпоративної інтеграції. За більш ніж півсторіччя розвитку європейського інтеграційного проекту ТНК західноєвропейських країн у чималому ступені сприяли посиленню взаємодії сусідніх держав, і самі також дедалі активніше замикали свої інвестиційні контакти на партнерів по ЄС. В результаті зараз накопичена сума ПІІ з країн ЄС в межах даного інтеграційного угруповання значно більше ПІІ з цих держав за межами Євросоюзу (Eurostat, 2013). В рамках СНД або більш вузької інтеграційної взаємодії Росії, Білорусі та Казахстану такої інтенсивності взаємних ПІІ поки що не спостерігається»⁶⁷.

Виходячи з того, що реорганізаційні інвестиції за своєю природою належать до вертикальних, «експортоплатформених» та комплексно-вертикальних ПІІ, експерти роблять висновок, що **ліквідація тарифних бар'єрів в результаті створення регіональних інтеграцій зумовлює збільшення обсягів таких інвестицій в країнах з найбільшими порівняльними перевагами** (при цьому проміжна продукція з однієї країни зможе безперешкодно прямувати в іншу країну для подальшої переробки, що сприятиме організації міжнародного внутрішньокорпоративного поділу праці в регіоні) та їх зменшення у менш привабливих для інвесторів державах. При розміщенні ПІІ в країнах регіону інвестори виходитимуть з цілей мінімізації витрат, пов'язаних зі створенням та функціонуванням свого виробничого підприємства, приймаючи до уваги фактори, що впливають на місця прямого іноземного інвестування, які і сприятимуть нерівномірному розподілу інвестицій в рамках інтеграційного угруповання. Цей висновок має відношення як до внутрішньорегіональних, так і (в тій мірі, в якій торговельні бар'єри між країною-інвестором і країнами регіону не є значною перешкодою для товарних потоків) до позарегіональних вертикальних, «експортоплатформених» та комплексно-вертикальних ПІІ⁶⁸.

Виходячи зі згаданого вище, можна зробити висновок, що за продовження євроінтеграційного напрямку слід очікувати, що у короткотерміновому плані тенденція до

⁶⁶ Levy Yeyati E., Stein E. and Daude C. "Regional Integration and the Location of FDI". Inter-American Development Bank, Washington D.C., Research Department Working Paper 492, 2003, p.8-9

⁶⁷ Мониторинг взаимных инвестиций в странах СНГ — 2013. — Санкт-Петербург: ЦИ ЕАБР, 2013, с.25

⁶⁸ Див.: Семак Е., Турлай И. «Воздействие экономической интеграции на привлечение прямых иностранных инвестиций в страны — члены региональных группировок» - Журнал международного права и международных отношений 2011, № 2 – URL: http://evolutio.info/index.php?option=com_content&task=view&id=1839&Itemid=232

збільшення імпорту з країн ЄС переважатиме над тенденцією зростання експорту до зазначених країн. Одночасно, можна очікувати скорочення українського експорту до Росії та інших країн Митного Союзу внаслідок протекціоністських дій з боку цих країн (які значною мірою матимуть вигляд *репресалій* – тобто, будуть обумовлені не стільки діями щодо захисту власних виробників, скільки бажанням завдати збитків українським експортерам, продемонструвавши таким чином «помилковість» у виборі Україною інтеграційного напрямку). В інвестиційному сегменті ця тенденція знаходитиме свій вираз у збільшенні внутрішніх та активному залученні іноземних інвестицій для створення власного виробництва товарів, які конкуруватимуть або безпосередньо замічатимуть (за умови паралельного впровадження протекціоністських заходів) імпорт українських товарів.

З іншого боку, орієнтація на євразійський напрям навряд чи приведе до помітного зростання експорту (європейський напрямок залишиться ускладнений тарифними та нетарифними бар'єрами, а євразійський напрям не полегшиться достатньо помітно у порівнянні з умовами вільної торгівлі в рамках СНД). Проте такий варіант загрожує зменшенням припливу іноземних інвестицій: як внаслідок негативної реакції на не виправдані очікування іноземних інвесторів стосовно євроінтеграційних намірів України, так і в результаті переорієнтації «горизонтальних інвестицій» на регіони Митного Союзу, які виглядають більш привабливими з логістичної точки зору. Враховуючи, що в рамках Митного Союзу відсутні митні бар'єри, рішення щодо розміщення нових виробництв іноземні інвестори прийматимуть з урахуванням географічного положення, яке дозволяє мінімізувати транспортні витрати, що виникають у зв'язку з необхідністю забезпечення доступу до ринків сировини та продажу своєї продукції. Російські інвестиції в такому випадку матимуть переважно характер корпоративного об'єднання та поглинання (що призводитиме скоріше до скорочення робочих місць, аніж створення додаткових).

Як засвідчує уся попередня практика, **проблемними, незалежно від стану підписання чергової угоди про кредити «стенд-бай», залишаться і відносини з Міжнародним валютним фондом.** Головна причина таких ризиків полягає в самому принципі організації такої співпраці, яка з українського боку має суто прагматичний, тактичний підхід, без орієнтації на довгострокові, стратегічні цілі. Але і з точки зору тактики підходи української сторони не виглядають бездоганними, на що зверталось увагу у Щорічному Посланні Президента України до Верховної Ради України: «Формування відносин України з таким системним кредитором як Міжнародний валютний фонд (МВФ), співпраця з яким потребує виконання зобов'язань щодо орієнтирів і заходів економічної політики за широким спектром питань, має відбуватися на засадах узгодженості таких зобов'язань зі стратегічними орієнтирами, сформульованими, зокрема, у Програмі економічних реформ. Отже, Меморандум між Україною та МВФ слід розглядати не як умови, на яких міжнародні кредитори готові надати позики, а як наміри України щодо подальшої реалізації політики соціально-економічної модернізації, підтримані авторитетними експертами, реалізація яких матиме матеріальну (фінансову) підтримку з боку Фонду»⁶⁹. За відсутності такого підходу слід зважати на ризик погіршення відносин з МВФ у зв'язку зі труднощами та одностороннім переглядом (або одностороннім трактуванням) досягнутих домовленостей.

Серед ендогенних ризиків, необхідно вказати на можливість суттєвої зміни курсу національної валюти, подальше накопичення проблем у бюджетній сфері (що призведе до *зниження попиту на боргові зобов'язання уряду* з боку як зовнішніх, так і внутрішніх кредиторів), а також невизначеність урядової зовнішньоекономічної політики (прояви торговельного протекціонізму, політика імпортозаміщення, відсутність дієвої системи захисту прав власності іноземних інвесторів та прав кредиторів тощо).

⁶⁹ Про внутрішнє та зовнішнє становище України в 2013 році: Щорічне Послання Президента України до Верховної Ради України - К.: НІСД, 2013, с.69

Розглядаючи основні підходи до коригування платіжного балансу, варто зазначити, що дослідження українських фахівців доводять, що з точки зору торговельних потоків головним інструментом коригування виступає валютний курс, тоді як для підходу з точки зору міжнародних потоків капіталу визначальним є обсяг чистих зовнішніх активів країни. Впливаючи на ці макроекономічні змінні, можна проводити ефективне врівноваження платіжного балансу з метою досягнення макроекономічної стабільності⁷⁰.

Відомий польський економіст Л. Бальцеревич з цього приводу заявив: «Ясно, що така політика не є а ні сталою, ні послідовною. З іншого боку, стабільний валютний курс гривні до долара США дуже популярний... Проте не можна здійснювати таку політику, якщо є бажання підтримувати стабільний валютний курс. Рано чи пізно, це призведе до негативних наслідків. (...) Фіксований валютний курс насправді не є поганим. Країна може дозволити собі це, але в такому випадку необхідно виконати кілька умов, щоб захистити його і саме це не робиться в Україні. (...) Так, фіксований валютний курс вимагає більшої фіскальної дисципліни, аніж плаваючий»⁷¹.

З таким підходом погоджуються й низка українських фахівців, як макроекономістів, так і практиків. На їхню думку, «рано чи пізно необхідно буде хоча б частково девальвувати національну валюту. Як мінімум для того, щоб не допустити різкого скорочення золотовалютних резервів до критичного рівня. Звісно, девальвація валюти може створити певні ризики для економіки. З іншого боку, вона так само створює нові можливості, як це було в 2008-2009 роках, коли девальвація гривні допомогла збільшити обсяги експорту з України. Очевидно, це матиме і позитивні, і негативні наслідки. Але.. на сьогодні склалися усі передумови для того, щоб гривня певною мірою в невеличких обсягах до кінця цього року девальвувала»⁷². Взагалі, як відзначають експерти, імпорт постійно зростає, значною мірою, саме тому, що в Україні штучно утримується фіксований курс гривні⁷³. Тобто, валютна політика фактично спрямована на те, щоб сприяти активізації імпорту, а не розвитку експорту товарів та послуг.

Система валютного регулювання в Україні базується на визнанні національної валюти – гривні, внутрішньо конвертованою валютою у сенсі статті VIII Угоди про МВФ (*поточна конвертованість*), яку було забезпечено в результаті здійснення валютної політики. Подальший розвиток системи валютного регулювання повинен, перш за все, виходити з реальних потреб національної економіки та її реальних можливостей щодо ефективного використання переваг, які виникають у процесі адаптації до стандартів валютного регулювання, які притаманні промислово-розвинутим країнам (у тому числі, країнам-членам Організації економічного співробітництва та розвитку та Європейського Союзу).

Справа у тому, що такого роду лібералізація відкриває доступ до міжнародного ринку капіталу, що дозволяє країні фінансувати будь-які соціально, а також економічно вигідні види діяльності, незалежно від обмежень, які виникають у зв'язку з рівнем накопичень, якими може мати у своєму розпорядженні національна економіка. Тобто, постає **головне питання**: *яким чином використовувати ці додаткові фінансові засоби*. Відповідь на це питання дозволить скласти уяву про слабкі місця, які можуть бути пов'язані зі зростанням зовнішньої заборгованості – слабкі місця, які решта-решт з'являються у балансі, і які зв'язані зі ступенем інформаційної прозорості та розкриття таких фактів, з управлінням ризиками та ефективністю нагляду за існуючими фінансовими посередниками, з юридичною базою, яка стосується забезпечення виконання контрактів, реєстрації та примусового забезпечення виконання умов про передачу застави,

⁷⁰ Анісімова О.Ю. Цит. робота, с.3-4

⁷¹ Cure for Poverty // The Ukrainian Week, № 13, July 2013, pp.24,25

⁷² Без зовнішніх запозичень уряду і Національному банку не обійтися – експерт// Голос Столиці, 08.07.13. – URL: http://newsradio.com.ua/2013_07_08/Bez-zovn-shn-h-zapozichen-urjadu-Nac-onalnomu-banku-ne-ob-jtisja-ekspert/

⁷³ Shavaluyuk L. Questionable Improvement // The Ukrainian Week, № 14, August 2013, p. 21

з процедурами визнання неплатоспроможності, з практикою управління державними та приватними секторами тощо.

Учасники ринку, органи, які здійснюють моніторинг та інші особи, відповідальні за розробку політики повинні мати необхідну інформацію для того, щоб капітал було розміщено ефективним чином, щоб можна було передбачити та уникнути появу слабких, уразливих місць (позицій) в балансах та щоб можна було ліквідувати потенційні недоліки та деформації у здійсненні нагляду за адміністративно-господарською діяльністю.

У зв'язку з цим доречно нагадати, що свого часу (в ході азійсько-російської фінансової кризи 1997-98 рр.) гарантування «зворотного обміну» за фіксованим курсом («валютний опціон») для вибраних міжнародних інвесторів відіграло роль інструменту, який дозволив отримати перші великі запозичення на світовому борговому ринку. І хоча дані щодо таких домовленостей офіційно не оприлюднюються, можна констатувати, що уряд та Національний банк дотримуються «політики стабільного курсу», серед іншого, маючи на меті забезпечення сприятливих умов для зовнішніх запозичень (зменшуючи валютні ризики кредиторів), оскільки залежність від таких запозичень давно вже стала постійно діючим фактором української економіки. Як зазначає аналітик інвестиційної компанії *SP Advisors* В. Ваврищук, «основний фактор, який забезпечує профіцит платіжного балансу, полягає в тому, що українські компанії і уряд дуже активно позичали ресурси на зовнішніх ринках капіталу в першому півріччі. Перший квартал був надзвичайно сприятливий у цьому плані. І державний, і приватний сектори залучили рекордні обсяги таких запозичень через випуск єврооблігацій, - такого не було ніколи в історії України. В цілому було залучено понад 5 мільярдів доларів. І ці 5 мільярдів дозволили Україні перекрити дефіцит торгівлі. Основне питання на сьогодні: чи зможе Україна, уряд і приватний сектор залучати кошти у другому півріччі? Тому що ситуація за останні місяць чи два принципово змінилася. Вартість запозичень зростає. І є підстави сподіватися, що друге півріччя буде менш вдалим. А тому посиляться тиск на міжнародні резерви Національного банку, що створить додаткові ризики для стабільності національної валюти».⁷⁴ Такий висновок, в принципі, підтверджує урядова Середньострокова стратегія управління державним боргом на 2013-2015 роки, згідно з якою на 2013 рік загальний обсяг державних запозичень заплановано в обсязі 135,5 млрд грн, з яких 92,9 млрд грн (68,6%) становлять внутрішні запозичення, 42,7 млрд грн (31,4%) - зовнішні запозичення. Обсяг державного боргу в національній валюті у 2013 році становитиме 483 млрд гривень. У 2014 та 2015 роках прогнозний обсяг запозичень становитиме відповідно 131,4 млрд та 125,6 млрд гривень⁷⁵.

Окремо слід звернути увагу на ризик застосування практики множинного валютного курсу. Україна вже має досвід стосунків з МВФ стосовно **практики множини курсів**, після того, як у серпні 1993 р. за наполяганням уряду Національний банк України ввів систему адміністративного фіксування курсу карбованця для операцій з купівлі-продажу частини валютних надходжень, які підлягали обов'язковому продажу (50 % надходжень) через т.зв. Тендерний Комітет. Таким чином, в країні було створено систему подвійного або множинного ринку для широкого кола зовнішньоторговельних угод (категорія 1 практики множини курсів). На той час, однак, Україна ще не ратифікувала умови статті VIII Угоди щодо МВФ (це було зроблено лише у вересні 1996 р.), хоча формально все одно повинна була б попередньо проконсультуватися з Фондом. Наслідком такого порушення стала затримка у наданні Україні кредиту в розмірі 700 млн дол., на які вона могла розраховувати у відповідності до програми «системної допомоги перетворенням» (STF – Systematic Transformation Facilities).

⁷⁴ Без зовнішніх запозичень уряду і Національному банку не обійтися – експерт// Голос Столиці, 08.07.13. – URL: http://newsradio.com.ua/2013_07_08/Bez-zovn-shn-h-zapozichen-urjadu-Nac-onalnomu-banku-ne-ob-jtisja-ekspert/

⁷⁵ Середньострокова стратегія управління державним боргом на 2013-2015 роки - URL: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/320-2013-%D0%BF>

Запровадження **податку на продаж готівкової іноземної валюти** для окремих груп фізичних осіб може бути розцінено як практика множини курсів відразу за двома категоріями: 3- «Податки з суми певних валютних операцій» та 4 – «Надмірний розрив між курсами купівлі та продажу валюти» (оскільки податок деформуватиме ринковий курс лише на продаж іноземної валюти, збільшуючи міжкурсову маржу на 15 %). В такому випадку виникне ризик погіршення стосунків з МВФ.

При цьому, крім Міжнародного валютного фонду, по суті, є лише два реальних джерела зовнішніх запозичень – ринок єврооблігацій та внутрішній ринок для валютних зобов'язань уряду. Наприкінці 2012 року Україна продала іноземним інвесторам єврооблігації на 1,25 мільярда дол. під 7,8 % річних. Потім на початку лютого Україна додатково розмістила єврооблігації на 1 мільярд дол. (випущені у листопаді 2012-го). Організаторами розміщення виступили *JP Morgan* та *VTB Capital*. Дохідність нового траншу становить 7,625 %, хоч раніше вона передбачалася на рівні 7,75 % річних. В цілому у першому півріччі 2013 року уряд залучив на зовнішньому ринку понад 2 млрд дол. Всього ж у 2013 році, згідно з прогнозом Мінфіну, Україна може зайняти на зовнішніх ринках близько 34,2 млрд грн., що за поточним курсом становить близько 4,3 млрд дол. Таким чином, враховуючи, що у 2013-му Україні треба виплатити 9 млрд дол. за зовнішніми боргами, нові запозичення на ринку єврооблігацій, дійсно, відіграють одну з основних ролей.

В той же час, внутрішній борг в іноземній валюті (включаючи казначейські зобов'язання та ОВДП в іноземній валюті) сягає 26 млрд дол. У 2012 році Міністерство фінансів України в результаті проведення аукціонів з продажу ОВДП залучило до державного бюджету 2,5 млрд дол. та 316,6 млн євро. Активно використовувався цей інструмент також протягом 2013 року. Проте в середині року почалися «збої» - не знайшлося покупців на тендерах 30 травня та 18 липня (що змусило уряд підняти дохідну ставку вище 8 відсотків річних). З цього можна зробити висновок, що, якщо тенденція до зниження надходжень від розміщення валютних облігацій державної позики продовжиться, то валютні (головним чином, зовнішні) борги будуть погашені за рахунок офіційних резервів НБУ.

Ризики, які існують у царині боргової політики, посилюються слабким захистом прав кредиторів, що значною мірою звужує коло потенційних позикодавців для українського уряду та корпоративного сектору. Як відомо, восени 2011 року було прийнято закон «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо врегулювання правових відносин між кредиторами та споживачами фінансових послуг», який містить низку важливих положень щодо захисту прав кредитора, вдосконалення процедури банкрутства, процедури звернення стягнення на майно боржника, процедури продажу права вимоги за кредитними договорами тощо. Втім, як про це і попереджали фахівці⁷⁶, прийняття закону не вирішило принципових проблем і не елімінувало системні ризики для кредиторів.

Про справедливість такого твердження яскраво свідчить ситуація, яка виникла навколо дочірньої структури в Україні однієї з найбільших міжнародних фінансових установ - UniCredit Group, яка у 2012 році була вимушена навіть звернутися до Президента України з проханням сприяти вирішенню проблеми, що виникла внаслідок спроби порушити права кредитора та відмовитися від повернення кредиту в сумі 150 млн дол. У зв'язку з цим, UniCredit Group була вимушена піти на такий крок після того, як усі інші передбачені законом дії не дали результату⁷⁷. Зрозуміло, що за вирішенням справи уважно слідкують також інші міжнародні кредитори, враховуючи її при прийнятті своїх фінансових рішень.

⁷⁶ Думка експерта: Банки не задоволені захистом кредиторів//Українська правда. Економічна правда. 18 жовтня 2011, -URL: <http://www.epravda.com.ua/news/2011/10/18/302240/>

⁷⁷ Крупнейшие инвесторы просят помощи у Януковича // Комментарии, 07.08.2012 – Електронний ресурс. URL: <http://comments.ua/money/331930-krupneyshie-investori-prosyat.html>

Звертає на себе увагу, що в останні роки неухильно зменшується частка зовнішнього боргу в сумі загальної державної заборгованості: з 65,8 % - на кінець 2008 року до 46,6 % - на кінець третього кварталу 2013 року. Відповідно, зростала частка внутрішнього боргу)⁷⁸. Така ситуація викликає занепокоєння у зв'язку з можливою дією т.зв. «закону Денісона» (Denison's Law), який засвідчує, що **зростання попиту на запозичення з боку держави придушує внутрішні інвестиції** і тоді єдиним виходом стає використання зовнішніх джерел фінансування.

Суттєві ризики виникають також стосовно отримання прямих іноземних інвестицій. За даними Національного банку України, за вісім місяців 2013 року в економіку країни іноземними інвесторами вкладено 2,513 млрд. дол. прямих інвестицій, що у 1,7 разу менше показника відповідного періоду 2012 року (4,283 млрд дол.). Враховуючи, що у 2012 році темпи надходження ПІІ також демонстрували певне гальмування (-7 %), це нашоує на зовсім не оптимістичні прогнози.

При тому, що, на нашу думку, слід враховувати не тільки короткострокову динаміку ПІІ, але й аналізувати її за більш довгий проміжок часу. А в такому випадку виявляється, що обсяги інвестицій помітно поступаються показникам докризового періоду: якщо у 2009 році вони сягали 6,1 млрд дол., то у 2012 все ще були на рівні 5,5 млрд дол. Ще більш насторожує якісна сторона справи: Німеччина (найбільший іноземний інвестор України – поза Кіпром) останнім часом демонструє зменшення обсягів чистих (нетто) інвестицій в Україні: на початок 2012 року вони сягали, за даними Держстату, 7 392 млн дол., на кінець того ж року – вже 6 317 млн дол., а до кінця першого півріччя 2013 року зменшилися ще до 6 1654 млн дол.). А між тим, саме Німеччина розглядається багатьма інвесторами з інших країн у якості «правофлангового», на якого рівняються при прийнятті інвестиційних рішень, і тому симптоматичним є призупинення нарощування ПІІ в Україну з інших країн ЄС – Австрії, Великої Британії, Франції, Італії, Польщі. В цьому ж ряду знаходяться і Сполучені Штати Америки. Відтак загальне зростання обсягу іноземних інвестицій, досягнуте, головним чином, за рахунок надходження коштів з Кіпру, Британських Вірджинських островів та, певною мірою, Російської Федерації примушує не стільки оптимістично оцінювати загальну динаміку, скільки песимістично спостерігати якісне погіршення ПІІ: як з технологічної точки зору, так і враховуючи їхній спекулятивний, непередбачуваний характер з точки зору можливої ринкової поведінки інвесторів (неочікуване вилучення інвестицій, практика уникнення оподаткування, закриття підприємств або недобросовісне використання їх в конкурентній боротьбі з іншими українськими виробниками тощо).

У зв'язку з цим важливо звернути увагу на основні причини, які протидіють їх подальшому зростанню. **Однією з головних проблем, що заважають надходженню прямих іноземних інвестицій до України, як про це свідчать дослідження фахівців Інституту Горшеніна⁷⁹, є рейдерство** – тобто протиправне, несправедливе (часто – з використанням грубої фізичної сили) захоплення корпоративних прав та безпосередньо приміщень та виробничих потужностей компаній*. Рейдерство є показником слабкості правових структур у державі, недосконалого законодавства, високої частки тіньової економіки й слабкої захищеності прав власника. Серед чисельних випадків здійснення

⁷⁸ Державний та гарантований державою борг України за останні 5 років. Електронний ресурс. URL: <http://www.minfin.gov.ua/file/link/387458/file/30.09.2013.pdf>

⁷⁹ «Іноземні інвестори бояться рейдерства в Україні, - експерти»// Zaxid.Net.15.11.2010 -Електронний ресурс. URL: http://zaxid.net/home/showSingleNews.do?inozemni_investori_boyatsya_reyderstva_v_ukrayini_eksperti&objectId=1116181 та «С приходом нової влади рейдерские захваты ушли в тень – експерты // Gorshenin Institute. 11.03.2011 - Електронний ресурс. URL: http://institute.gorshenin.ua/news/216_s_prihodom_novoy_vlasti_reyderskie.html

* *Рейдерство* слід відрізнити від *недружнього поглинання (hostile takeover)* – яке суттєво відрізняється від рейдерства тим, що є *цілком законними* діями (частіше за все – придбанням контрольного пакету акцій компаній на фондовому ринку або у мінори тарних акціонерів) , - всупереч бажання або інтересів попереднього мажоритарного власника та/або менеджменту компанії.

рейдерських атак проти іноземних інвесторів на сьогодні знаковим є випадок з швейцарською компанією Swissport International (надає наземні послуги авіаперевізникам), яка навесні 2013 року внаслідок «розбійного нападу» в Україні зазнала збитків у кілька десятків мільйонів доларів, за рішенням Господарського суду міста Києва втративши право власності на свою дочірню компанію в Україні - Swissport Ukraine⁸⁰.

Враховуючи такий стан справ, перший віце-прем'єр-міністр України С. Арбузов ініціював регулярні зустрічі з іноземними послами, в рамках яких мають вирішуватись питання щодо скарг іноземних інвесторів на випадки порушення прав приватної власності. Цьому також має сприяти робота Міжвідомчої комісії з питань захисту прав інвесторів, протидії незаконному поглинанню та захопленню підприємств. Рішення про відновлення роботи Комісії було прийнято на засіданні Уряду. Відповідною постановою також відбулось переформатування її складу, а головою призначено першого віце-прем'єр-міністр України⁸¹.

Серед головних труднощів роботи в Україні протягом останніх років іноземні інвестори також називають проблеми з поверненням ПДВ. Від такої практики потерпають представники аграрного сектору, які експортують на світові ринки свою продукцію, а також іноземні компанії, які з метою економії видатків на заробітну плату перенесли в Україну частину виробництва. З метою пом'якшення гостроти цієї проблеми на початку липня 2013 року було прийнято закон, згідно з яким експортери можуть отримати замість заборгованих грошей векселі терміном погашення до п'яти років. При цьому на суму векселя нараховується п'ять відсотків річних – значно менше, ніж поточна ставка банківського депозиту. Крім того, аби отримати за векселі готівкові кошти, їх потрібно продавати зі значним дисконтом. Звісно, що такий метод також не вирішує повністю дану проблему і ризики її поглиблення можуть суттєво вплинути на стан капітального рахунку платіжного балансу.

Проаналізувавши сучасну ситуацію, **міжнародні рейтингові агентства вже визнали Україну в економічному плані вразливою країною** про що, зокрема, свідчить зниження суверенного рейтингу України з боку агентства Moody's до рівня Caa1). Головна причина полягає у тому, що українська економіка є залежною від зовнішнього фінансування, оскільки валютні резерви стрімко зменшуються. З березня (коли були досягнуто максимального у 2013 році показника у 24,7 млрд дол.) до жовтня вони скоротилися на 16,5 % (до 20,6 млрд дол., що є найнижчим показником з 2006 року).

⁸⁰ Іноземні інвестори скаржаться на рейдерство в Україні// Українська правда. Економічна правда. Четвер, 4 квітня 2013 – Електронний ресурс. URL: <http://www.epravda.com.ua/news/2013/04/4/369213/>

⁸¹ Кабмін захистить іноземних інвесторів від рейдерів// Закон і бізнес. 03.06.2013 - URL: http://zib.com.ua/ua/16347-kabmin_zahistit_inozemnih_investoriv_vid_reyderiv.html

4. Висновки та рекомендації

Підсумовуючи, можна констатувати, що, хоча в окремих випадках глибокі тривалі дисбаланси поточного рахунку можуть бути обумовлені дією певних об'єктивних чинників (демографічних, екологічних, кон'юнктурних тощо), як правило, вони є **наслідком деформацій в структурі економіки відповідної країни**, а також помилкової економічної політики, перш за все, кредитної (надмірна кредитна експансія), бюджетної (зростання державного боргу) та валютно-курсової.

Аналіз ситуації, яка виникає навколо балансування товарних та фінансових потоків в системі міжнародних економічних відносин, свідчить про **наявність цілої низки системних загроз та ризиків**, які створюються внаслідок процесів фінансової глобалізації, регіональної інтеграції, лібералізації руху капіталів та інших процесів в царині міжнародних економічних відносин.

Окремо слід звернути увагу на **посилення взаємодії внутрішніх та зовнішніх факторів, обумовлене значним ступенем відкритості української економіки та її подальшою інтеграцією у глобальну економіку**, проявом чого стали вступ України до Світової організації торгівлі (2008 р.) та підготовка до підписання та імплементації Угоди про асоціацію та поглиблену та всеохоплюючу зону вільної торгівлі між Україною та ЄС (2008-2013 рр.). **Регулювання цих ризиків необхідне не лише для досягнення поточних завдань економічної політики держави, але й для забезпечення стратегічного напрямку соціально-економічних реформ.**

4.1 Глобалізаційні ризики

4.1.1. Фінансова глобалізація створює додаткові загрози для національної економіки України, оскільки:

а) у зв'язку з наявністю зобов'язань за низкою міжнародних угод або внаслідок членства в міжнародних економічних організаціях, а також під впливом дій глобальних економічних акторів (зокрема, регіональних інтеграційних об'єднань, транснаціональних корпорацій та ін.) *зменшується здатність державних органів до самостійного визначення та реалізації економічної політики*, що обмежує економічний суверенітет України;

б) *нестабільна економічна ситуація, яка виникає в інших країнах внаслідок причин внутрішнього характеру завдяки трансмісійному механізму валютного курсу, процентних ставок та курсу цінних паперів може швидко бути перенесеною в Україну*, незважаючи на відсутність об'єктивних внутрішніх причин для погіршення економічного стану всередині країни;

в) характерний для глобалізації *приплив капіталу* до країн з новоствореними, динамічними ринками (до яких належить також Україна) у випадку виникнення міжнародної фінансової кризи *може швидко змінитися на «раптову зупинку» або, навіть, на «втечу» капіталу*;

г) *створення в Україні дочірніх підприємств транснаціональних корпорацій викликає додаткові ризики у зв'язку з труднощами оцінки фінансового стану таких великих корпорацій*, а також можливістю здійснення ними значних за обсягами та наслідками арбітражних операцій, які базуються на використанні різниць у валютних курсах, процентних ставках та рівнях оподаткування, що існують у різних країнах, в яких розташовані дочірні підприємства та філії таких корпорацій;

д) *вигоди, які виникають внаслідок глобалізації, розподіляються досить нерівномірно, що може призвести до загострення відносин як всередині українського суспільства, так і у відносинах України з менш розвинутими країнами світу*;

є) використання новітніх інформаційних технологій дозволяє здійснювати миттєві транскордонні трансакції (інколи – автоматично), що *створює для Національного банку України додаткові складності щодо моніторингу та контролю за рухом валютних коштів.*

4.1.2. Ситуація з платіжними балансами провідних країн світу протягом останніх десятиріч дозволяє зробити висновок про те, що **глобальні дисбаланси не створюють критичну загрозу для існуючого міжнародного економічного порядку**, а є, по суті, іманентною рисою, а можливо, навіть умовою глобалізації міжнародної фінансової системи та усїєї світової економіки.

4.1.3. Незважаючи на об'єктивний (в цілому) характер зазначених вище ризиків, **можливим є забезпечення їхнього нівелювання або пом'якшення за рахунок певної корекції відповідних заходів** (зовнішньополітичних дій, переговорних позицій, правил та регуляцій, встановлених для іноземних інвесторів тощо), які повинні оперативнo здійснюватися за результатами моніторингу з боку фахівців **Ситуаційного центру** (який рекомендується створити при Раді національної безпеки та оборони України та/або Міністерстві закордонних справ України).

4.2 Торговельні ризики

4.2.1. Проведений аналіз дозволяє дійти висновку, що в багатьох випадках **негативне сальдо рахунку поточних операцій відображає наявність основних внутрішніх деформацій**. І саме в інтересах країни ліквідувати такі деформації й, внаслідок цього, зменшити дисбаланс.

4.2.2. Ключовою залишається **проблема покращення ситуації зі збалансуванням експортно-імпорتنих операцій**. Штучне урізання імпорту для скорочення величини його 4-місячного критичного обсягу (контрольний показник для кредиторів та кредитних агенцій) не є виходом з ситуації, в якій Україна перебуває протягом усього посткризового періоду. Вразливість України у зовнішньоекономічному плані стала свідченням відсутності державних заходів та компенсаційних ресурсів на такі випадки. Незважаючи на політичні події та плани України, **Уряд повинен мати ресурси та план дій для нейтралізації агресивних дій стосовно експорту України з боку будь-яких країн-контрагентів**.

4.2.3. Перспективи стабілізації поточного рахунку платіжного балансу до кінця 2013 та на 2014 роки є досить проблемними. Насамперед, коли йдеться про можливість зростання споживання українських товарів та послуг в країнах ЄС та Росії, **слід зважити на внутрішні процеси в країнах-споживачах української продукції**. Зокрема, на те, що в країнах ЄС триває стагнація, а Росія виказує ознаки початку стагнації та зменшення сукупного попиту, в тому числі імпортного. Зокрема, про обмежені можливості Росії з нарощування попиту свідчать внесені на розгляд російської Думи пропозиції щодо скорочення бюджетних видатків та прийнятий у першому читанні у листопаді 2013 р. проект закону про новий порядок формування пенсійних прав, який передбачає «заморожування» накопичувальної частки пенсійних заощаджень росіян в сумі 244 млрд руб.

4.2.4. Необхідно виходити з того, що **застарілі заходи протекціонізму не відповідають не лише зобов'язанням в рамках СОТ, але й довгостроковим національним інтересам**, які передбачають перетворення України на одного з регіональних економічних лідерів, який повинен не намагатися «захиститися» від своїх міжнародних партнерів, а активно діяти на світових ринках товарів, послуг та інвестицій. Натомість спосіб, у який відбувається підвищення рівня тарифного та нетарифного захисту внутрішнього ринку, стимулює дії країн-контрагентів щодо обмеження присутності України на міжнародних ринках.

4.2.5. З метою досягнення цілей сталого розвитку необхідно **реально забезпечити підтримку українських експортерів** за рахунок системи фінансової підтримки експорту, в тому числі, створення на основі відповідної структури Українського державного експортно-імпортного банку спеціалізованого агентства кредитування та страхування експорту.

4.2.6. В цьому контексті повинна розглядатися також політика імпортозаміщення, яка не повинна сприйматися як намагання штучного захисту окремих галузей нашої економіки від міжнародної конкуренції. Політика імпортозаміщення – це політика створення державою нормальних, середньосвітових умов функціонування для тих галузей, які можуть і повинні (у відповідності до економічної логіки та світової практики) самостійно забезпечувати внутрішній попит – енергетика, харчова та легка промисловість, будівництво тощо. Під «нормальними умовами» маються на увазі прийнятні ставки банківського кредитування, необтяжливе оподаткування, відсутність бюрократичного тиску тощо. Саме на вирішення цих проблем, в першу чергу, і повинні бути спрямовані зусилля уряду в рамках політики імпортозаміщення.

4.3 Інвестиційні ризики

4.3.1. Державна інвестиційна політика повинна охоплювати увесь комплекс питань, пов'язаних з процесом інвестування (капітальних вкладень) в розвиток національної економіки в широкому розумінні – тобто охоплювати як державний, так і приватний сектор, використання національного та іноземного капіталу, а також здійснення українських інвестицій за кордоном з метою підвищення рівня конкурентоспроможності національної економіки та її інтеграції до світової економічної системи.

В цьому контексті важливим є поєднання питань внутрішніх інвестицій та залучення іноземних інвестицій у якості ключового механізму капіталізації національної економіки. Державна інвестиційна політика повинна чітко визначати, які галузі будуть пріоритетно розвиватися за рахунок національного капіталу – приватного та державного.

4.3.2. Слід виробити національно орієнтовану інвестиційну політику, визначившись з тим, з яких країн і в які галузі ПП залучаються пріоритетно, а в яких випадках встановлюються «фільтри» з метою недопущення припливу недружнього капіталу або втрати впливу на стратегічні галузі.

4.3.3. Аналогічним повинен бути підхід і до вирішення питань про регіональну структуру залучення ПП: регіони країни повинні не конкурувати між собою при залученні інвестицій, а виходити з загальнонаціонального плану, який забезпечуватиме збалансованість інвестицій з урахуванням раціональної спеціалізації регіонів щодо окремих галузей та країн-партнерів.

4.3.4. В тих випадках, коли іноземні інвестори визнані «стратегічними», відповідні проекти повинні «супроводжуватися» спеціальним уповноваженим, який мав повноваження виступати арбітром у разі виникнення конфліктних ситуацій. Крім того, можливе створення в країні інституту «інвестиційного омбудсмена» – з метою забезпечення досудового/позасудового захисту інтересів іноземних інвесторів з урахуванням міжнародних стандартів та ділової етики.

4.4 Валютні ризики

4.4.1. Валютна політика України та система валютного регулювання розвиваються з урахуванням довгострокових тенденцій, які існують у світовій валютній системі, та короткострокових явищ, які повинні відслідковуватися фахівцями Національного банку України у співробітництві з іншими фахівцями державних та недержавних органів та

установ, а також спеціалістами міжнародних фінансових установ, центральних та комерційних банків та іншими іноземними експертами.

З цією метою рекомендується **створення «Комітету відкритого ринку»**, який забезпечить тісну координацію та кореляцію заходів валютного регулювання з заходами зовнішньоторговельної та монетарної політики (зокрема, рефінансування комерційних банків та інфляційного таргетування), розвитком ситуації на фондовому ринку та адаптацією суб'єктів господарювання до умов діяльності, які обумовлені взаємовідносинами України з міжнародними економічними організаціями (в тому числі, МВФ, СОТ та ОЕСР) або інтеграційними об'єднаннями (перш за все, ЄС, ЄП, ОЧЕС).

До прерогатив Комітету також необхідно передати питання валютно-курсової політики (включаючи питання щодо валютного режиму гривні).

4.4.2. Виходячи з положення про те, що для успіху економічних реформ та активнішого залучення України до процесів глобалізації необхідна не тільки лібералізація зовнішньої торгівлі, але й лібералізація валютного ринку, перш за все, лібералізації підлягатиме контроль за рухом капіталу, пов'язаним з поточними операціями. В міру забезпечення стійкого позитивного сальдо платіжного балансу країни та поглиблення європейської інтеграції України (включаючи створення вільної торгівельної зони з ЄС) **необхідно забезпечувати наближення до стандартів регулювання міжнародних платежів неторговельного характеру, які існують в країнах Європейського Союзу** (перш за все в тих з них, які попередньо мали соціалістичну систему управління економікою).

Серед іншого, це передбачає встановлення лімітів ввезення та вивезення готівкової валюти у євро, підвищення лімітів на поза банківський міжнародний переказ до рівня, встановленого для вивозу готівкової валюти, а також лібералізацію порядку відкриття резидентами банківських рахунків за кордоном.

4.4.3. Незважаючи на загальну тенденцію лібералізації торговельних та валютних відносин, у світі зберігається загроза повернення до практики «валютних воєн», в арсеналі яких значна кількість різних знарядь та засобів, (в тому числі, «гарячі» гроші, фіксація курсу, плаваючий курс, конвертованість валюти, валютна цесія, валютні фонди, валютні резерви, валютна монополія, валютний протекціонізм, валютна спекуляція, валютний контроль, валютна дискримінація, валютна блокада та ін.). Особливу роль відіграють деривативи, які відомий американський бізнесмен У. Баффет, взагалі назвав «фінансовою зброєю масового ураження». У зв'язку з чим, необхідно поступово, але неухильно **розвивати ринок валютних деривативів як інструментів хеджування ризиків та індикаторів спекулятивної дестабілізації ринку.**

4.4.4. В той же час, незалежно від стадії та етапу розвитку системи валютного регулювання, **необхідно використовувати відповідні заходи валютного регулювання у разі виникнення наступних загроз економічній безпеці України :**

- різкого порушення рівноваги платіжного балансу, внаслідок чого виникає загроза зовнішній платоспроможності України;
- стрімкого зростання грошової пропозиції, яке обумовлено напливом іноземного капіталу у розмірах та темпах, що помітно ускладнюють або роблять неможливим здійснення контролю за такою пропозицією;
- безпосередньої загрози стабільності та інтегральності монетарної політики, обумовленої транскордонним рухом капіталу;
- значного зменшення офіційних валютних резервів;
- високої волатильності курсу національної валюти;
- короткострокових транскордонних спекулятивних переливів капіталу;
- прискорення темпів «втечі капіталу» - тобто стихійного переміщення капіталів за кордон в пошуках надійного сховища з метою збереження від загроз, обумовлених ризиками політичної або економічної нестабільності;

- зростання обсягів міжнародного руху капіталів кримінального та сумнівного походження;
- поширення практики використання валютної системи України для здійснення операцій по фінансуванню міжнародного тероризму;
- забезпечення інших інтересів національної економічної безпеки.

4.4.5. У випадку виникнення загроз економічній безпеці України вважати припустимим використання наступних заходів валютного регулювання (незалежно від того, використовуються вони в загальній практиці на момент виникнення такої загрози чи були скасовані в порядку проведення політики лібералізації):

- обов'язок утримання портфельними інвесторами безпроцентного депозиту на спеціальних рахунках Національного банку України;
- обов'язок резидентів здійснювати продаж валютних надходжень на валютному ринку України або на користь Національного банку України;
- обов'язок домінування платіжних зобов'язань та здійснення міжнародних розрахунків лише у визначених валютах;
- обов'язок отримання спеціального дозволу (ліцензії) на здійснення валютних операцій, навіть якщо виконання їх у відповідності до чинних до того моменту правил не передбачало отримання таких дозволів (ліцензій);
- обмеження строків діяльності нерезидентів на валютному ринку України.

4.4.6. З огляду на те, що чинна політика курсоутворення потребує корегування, при переході до більш гнучкого режиму валютного курсу гривні необхідно переглянути політику створення та використання валютного резерву, в тому числі, доцільно розглянути питання доречності та можливості створення українського суверенного фонду з метою підвищення ефективності використання державних валютних резервів.

4.5 Боргові ризики

4.5.1. Слід звернути додаткову увагу на необхідність підвищення рівня співпраці у відносинах з Міжнародним валютним фондом з тим, щоб забезпечити реальну можливість продовження кредитної програми та (у разі необхідності) реструктуризації боргу України перед МВФ. З цією метою необхідно не тільки приділити більше уваги 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 («program ownership»), але й розвитку відносин з МВФ стосовно інших напрямків діяльності цієї міжнародної організації.

4.5.2. Необхідно намагатися ширше використовувати ринкові методи реструктуризації, що передбачають, зокрема, боргові свопи (debt-for-debt swaps). Такі свопи дозволяють здійснювати обмін боргових зобов'язань різних країн або різних емітентів-позичальників з однієї країни. Саме поступовий вихід на світовий ринок українських позичальників (банків, корпорацій, муніципалітетів) дозволяє опанувати цей інструмент реструктуризації. Користуючись загальним падінням світового фінансового ринку, можна було б здійснювати і операції «зворотного викупу» (direct cash buyback).

4.5.3. Така, більш «витончена» політика управління державним боргом вимагає більшої автономії для органу її здійснення (зокрема, зменшення залежності від фіскальних інтересів, збільшення орієнтації на довготермінові, структурні інтереси національної економіки). Тому, на нашу думку, бажано розглянути можливість створення окремої державної агенції з питань управління державним боргом⁸².

⁸² Шаров О.М. Україна: вибір стратегії управління державним боргом // Світ фінансів, № 1, 2008, с. 9