

Тенденції світового фінансового ринку, економічна криза та інтеграційний курс України

З. Луцишин

Інститут міжнародних відносин Київського національного університету імені Тараса Шевченка, д.е.н., проф.

О. Луцишин

Голова правління КС „Калина”

Аналізуючи існуючі тенденції руху капіталу, можна дійти висновку, що при наявних темпах вивозу підприємницького капіталу вартість нагромаджених у всьому світі прямих закордонних інвестицій може скласти до 2010р. – від 20 до 28,6 трлн., а до 2015 р. – від 40 до 60 трлн. доларів. У більш довготривалій перспективі, глобальні потоки повинні збільшитися і повернутися до зростаючого тренду. Перспективи майбутнього зростання залежать від факторів на макро-, мікро- та інституційному рівнях.

Таблиця 1

Середньорічні темпи приросту прямих закордонних інвестицій (%)

	1981–1995	1996–2000	2001–2005	2006–2010	2011–2015
Розвинені країни	11,7	14,0	14,5	15,0	15,0
Країни, що розвиваються	25,7	26,0	23,0	20,0	18,0
Світ в цілому	11,7	15,0	15,5	13,8	15,6

Розраховано за: UNCTAD, 1997; World Development Report, 1998; World Economic Outlook, September 2000; Мир на рубеже тысячелетий. – М.: «Издательский Дом НОВЫЙ ВЕК», 2001; Мировая экономика: прогноз до 2020 года. / Под ред. акад. А.А.Дыкина / ИМЭМО РАН. – М.: МГИСТР, 2007; Перспективы развития мировой экономики: Глобализация и неравенство. – Октябрь 2007. – МВФ. – доступно з www.imf.org

Різке зростання цін на глобальних ринках цінних паперів, яке почалося на початку 2003 року, тривало впродовж більшої частини періоду з 2006-го по 2007 рік, незважаючи на два гострі падіння курсів акцій у травні-червні 2006 року і в кінці лютого-травні 2007 року. Упродовж трьох років поспіль акції в розвинених європейських країнах показували кращі результати, ніж акції на інших ринках розвинених країн, зі збільшенням індексів до 19% в період з кінця березня 2006 року до середини травня 2007 року, випереджаючи темпи зростання акцій в Америці та Японії на 17% і 2%.

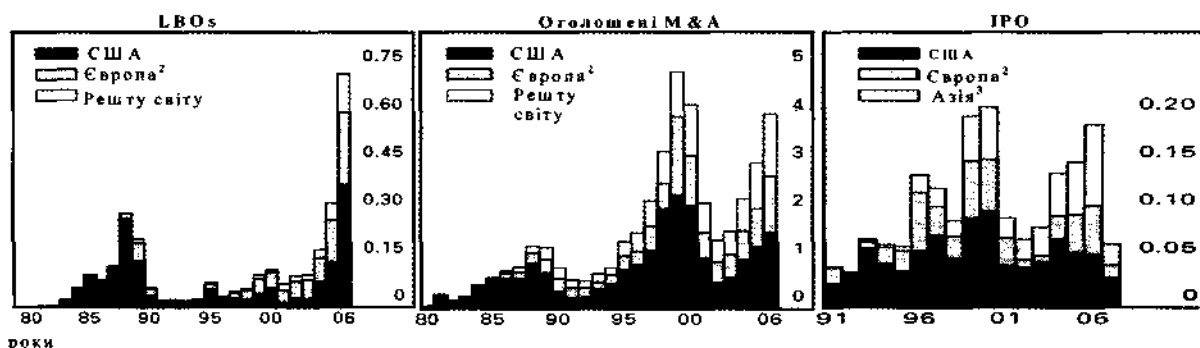
У результаті нестабільності цін на акції майже досягла свого історичного мінімуму в кінці 2006 року і залишалася набагато нижчою за глобальні довгострокові середні величини в травні 2007-го року.

Глобальні фондові ринки зазнали значних втрат у травні-червні 2006-го року і лютому-березні 2007-го року, з падінням глобального індексу MSCI на 13% і 7%, відповідно. Різке падіння курсів акцій в середині 2006-го року було більше спричинене послабленням схильності інвесторів до ризику, ніж переоцінкою основних

принципів; в результаті, курси акцій країн, що розвиваються, пережили найістотніше падіння до 26%.

На відміну від ситуації середини 2006-го року, падіння курсів акцій на початку 2007-го року було спричинене проблемами американської макроекономіки (особливо кризою на іпотечному ринку). Незважаючи на те, що на початку періоду падіння курсів акцій у 2007-му році відбувалася гостра корекція курсів акцій на Китайській фондовій біржі, ринки країн, що розвиваються, не відставали від ринків розвинених країн більше, ніж в середині 2006-го року.

Рис. 1. Динаміка первинних розміщень акцій (IPO) та злиттів і поглинань (M&A)



Примітки: ² Франція, Німеччина, Ірландія, Італія, Нідерланди, Іспанія і Англія

³ Китай, Гонконг, Японія і Сінгапур

Джерело: BIS 77th Annual Report, p.107

Поточні й очікувані зміни в структурі капіталу також допомогли підтримувати курси акцій. Частка зворотних викупів акцій¹ продовжувала зростати, оскільки компанії, акції яких входять до індексу S&P 500 придбали більш ніж на \$430 млрд. своїх власних акцій в 2006-му році, що значно перевищило аналогічні показники за попередній рік. Крім того, обсяги викупів за рахунок кредиту² (LBOs) зросли до \$753 мільярдів, разом із зростанням обсягів пропозицій про поглинання приватними власниками акцій у 2006 р., яке перевищило (у постійних доларових цінах) аналогічний показник, досягнутий у 1988-му році (рік максимального обсягу LBOs). Найістотнішою відмінністю останнього буму злиттів та поглинань від усіх попередніх було те, що об'єктами злиттів та поглинань цього разу не були виключно американські компанії; фактично, частка Європейських об'єктів злиттів та поглинань склала 31% усіх угод на противагу 10% у 1988-му році.

Частка об'єктів злиттів та поглинань на ринках країн, що розвиваються і інших країн також була доволі істотною. Більш загальна категорія оголошених злиттів та поглинань (M&A) істотно зросла порівняно з 2005-м роком, склавши \$4.1 трильйонів у 2006, що є найвищим рівнем (у реальних показниках) починаючи з 2000-го року. Динаміка злиттів та

поглинань була особливо бурхливою в Європі, зі зростанням до 52% в 2006-му році. Це розширення підвищило показник загального обсягу угод до \$1.2 трильйонів, наблизивши його до рівня аналогічного показника у США. Ймовірно, однією з причин зростання європейського ринку акціонерного капіталу була безпрецедентна активність на ринку корпоративного контролю. У грудні 2006-го року головний Європейський індекс акцій, підігрітий новинами щодо потенційних корпоративних поглинань продемонстрував зростання протягом десяти послідовних днів, що було найдовшим зростанням починаючи з 1997-го року.

Обсяг первинних розміщень акцій (IPO) був вищий, ніж у будь-якому році починаючи з 2000-го р. Особливо великий обсяг первинних розміщень був зареєстрований в Азії, де цей показник сягнув рекордного значення у \$86.4 мільярдів, що становить 53% зростання у порівнянні з попереднім роком. Обсяг первинних розміщень акцій був особливо великим на Гонконзькій і Шанхайській фондових біржах. У той же час обсяг первинних розміщень акцій в Європі зріс до 27%, а в США залишився застійним, а вартість американських первинних розміщень акцій у процентному співвідношенні до аналогічного показника на всіх головних ринках, знизилася до 30%.

Однією з найважливіших подій на світовому фондовому ринку наприкінці 2007-го року стало повідомлення про те, що Китай уперше пообіцяв дозволити закордонним компаніям випускати й продавати акції й облігації в місцевій валюті. Таким чином, китайська влада частково пішла на поступки США, які очікують від Китаю лібералізації фінансових ринків. Багато західних компаній хотіли б зробити розміщення своїх акцій на китайському ринку, оскільки в 2007 році він показав найкраще зростання

серед усіх фондових ринків світу. З іншого боку, це дозволить китайцям купувати акції світових компаній. Раніше про намір розмістити свої акції в Шанхаї як тільки це стане можливо повідомляв банк HSBC. Він уже інвестував в економіку Китаю більше п'яти мільярдів доларів. Крім того, лістинг можуть провести такі компанії як Coca-Cola і Siemens, які також вплили в китайську економіку не один мільярд євро, відзначають експерти. Зараз китайський фондовий ринок є дуже закритим для закордонних інвестицій. Іноземним банкам заборонено організовувати продаж акцій на місцевих біржах. Очікується, що ця заборона незабаром буде знята за умови, що закордонний банк відкриватиме з китайським партнером спільне підприємство.

Скорегувала наміри та тенденції цього річ ситуація на світових фінансових ринках, яку відомий мільярдер Дж Сорос охарактеризував кризою, якої не було з часів Другої світової війни і пов'язана вона з можливою рецесією у США. А аналітик із MF Global Едвард Майер називає ситуацію, що склалася катастрофою, оскільки „ослаблення американської економіки розповсюджується всюди, і від неї не можна сховатися навіть за урядовими облігаціями”. І найбільш важко на негаразди американського іпотечного ринку відреагував азіатський регіон. Основні фондові ринки в Азії від Токіо до Сіднея впали 22 січня 2008 року на 4-8%, відобразивши паніку інвесторів, спричинену страхом можливого негативного впливу рецесії в США на розвиток світової економіки. В цих умовах азіатські інвестори, побоюючись затяжного „ведвежого” ринку зменшують операції з акціями, активізувавшись на більш безпечних, з їхньої точки зору, урядових облігаціях. Як зазначає Reuters, в першу чергу увага інвесторів буде прикована до звіту Bank of America. І все залежатиме від того, чи повідомить

¹ **Зворотний викуп** (buyback) – викуп компанією власних акцій або облігацій для підтримки цін на них, використання сприятливої ринкової кон'юнктури, захисту від поглинання або зменшення капіталізації.

² **Викуп за рахунок кредиту** (leveraged buy-out, LBO) – придбання контрольного пакету акцій корпорації, що фінансується випуском нових акцій або за допомогою кредитів, які повинні погасити сама корпорація (забезпеченням служать її активи); такий викуп корпорації може бути організований її менеджерами; іноді передбачається ліквідувати компанію і заробити на розпродажі її активів.

він про додаткові списання, пов'язані з іпотечною кризою, чи ні.

Аналітики вважають, що паніку серед азійських інвесторів загострила заява директора китайського банку China Merchants Bank Co про те, що прибуток китайських банків у цьому році може постраждати через іпотечну кризу в США. На його думку, такі відомості вказують на те, що навіть країни, що розвиваються не можуть уникнути негативного впливу погіршення міжнародної економіки.

Цьогорічні масштабні втрати провідних інвестиційних банків на ринку іпотечного кредитування США спричинили низку труднощів на світовому фінансовому ринку. За прогнозами фахівців американського банку Goldman Sachs ці труднощі збережуться до кінця 2008 року, оскільки провідні міжнародні інвестиційні інституції будуть змушені списати додатково 48 млрд. дол. в якості втрат з різних видів цінних паперів, прив'язаних до іпотечного ринку США. Ця масштабна криза викрила на поверхню усю вразливість, так званої епохи нерозмінних кредитних грошей і, звісно, звички американського суспільства жити у кредит, що нині уже перетворився на явище мультиплікованого кредиту.

Про небезпеку глобальної фінансової нестабільності зазначалося ще на початку 1990-х рр. у доповіді про розвиток людини. "Глобалізація стала однією із найдраматичніших подій останніх років. Більше трильйона доларів бродить по світу цілодобово у невтомних пошуках максимального прибутку³. Цей потік капіта-

лу не лише відкриває безпрецедентні можливості для отримання прибутку (чи втрат). Він відкрив світ для операцій на глобальному фінансовому ринку, який залишає лише обмежену автономію навіть наймогутнішим країнам у відношенні відсоткових ставок, обмінних валютних курсів чи іншої фінансової політики".

Із зростанням міжнародної мобільності капіталу і конкуренції за його залучення посилилась нестабільність фінансової сфери і ймовірність криз, що вимагає посилення наднаціонального контролю за фінансовими ринками і транскордонним рухом капіталу. Власне уже декілька міжнародних фінансових криз 1990-х рр. звернули увагу на крихкість нового глобального фінансового ринку – через відсутність бар'єрів величезний обсяг фінансових ресурсів, що перебували під приватним контролем, і швидкість, з якою ці кошти можуть бути перераховані, за відсутності ефективного контролю, значно збільшили нестійкість ринку. Нестабільність на фінансових ринках підвищила ризики зниження кон'юнктури. Окрім того фінансова нестабільність підвищила ризик деструктивного корегування глобальних дисбалансів. *Країни з розвинутою економікою особливо вразливі по відношенню до ефектів втрати довіри і вузькості кредитного ринку.* З позитивного боку, фінансова нестабільність може прогнозувати корисне корегування після попередньої надмірності, зміцнюючи тим самим основи для майбутнього зростання. Ринки активів мають тенденцію до надмірно загостреної відповідної реакції, особливо коли одним із ключових факторів є нестача інформації. Виходячи із вищезазначеного, ринкові потрясіння можуть привести в дію процес, який приблизить спреди за ризик і ціни на активи до економічних детермінант, підвищить кредитну дисципліну і поступово знизить зовнішні дисбаланси у країнах з рин-

ками, що формуються. В структурі глобальних ринків завданням міжнародних фінансових відносин є, по суті, забезпечення міжнародної фінансової стабільності, яка має два фундаментальних аспекти – *запобігання кризі і вихід з кризи.*

Швидкий розвиток технологій збору, обробки і розповсюдження інформації поряд із відкриттям внутрішніх фінансових ринків, лібералізацією операцій по рахунках руху капіталу і зростанням приватних пенсійних заощаджень стимулювали фінансові нововведення і призвели до появи трильйонів доларів міжнародного мобільного капіталу. В той час консолідація глобальної банківської галузі і конкуренція з боку небанківських фінансових установ (включаючи хеджінгові і взаємні фонди) залучають нових гравців на міжнародну фінансову арену. Ці тенденції посилились у 1990-ті роки і спричинили розширення можливостей для інвестування заощаджень і зближення діапазону джерел позичкового капіталу. Ймовірно, що такі самі тенденції збережуться і у XXI столітті. Як би далеко не просунулась інтеграція ринків капіталів, однак вона все ще не охоплює всіх ринків.

В останні роки інтеграція європейського фінансового ринку суттєво розвинулась. Причому заслуговує уваги той факт, що темпи інтеграції країн Європи з ринками, що формуються вищі. У відповідності до одного з нових підходів, інтеграція визначається тут з використанням показників, базованих на цінах, а не на обсягах. Передбачається, що не повністю інтегрований регіон, у якому відбувається фінансова інтеграція, відчуватиме конвергенцію вартості капіталу по країнах. Підтвердженням цього може бути емпіричний аналіз, проведений фахівцями МВФ, який дозволив отримати переконливі докази наявності нисхідної тенденції у зміні міжкраїнової дисперсії премій по акціях (які застосовувалися в

³ Виникнення сучасної сукупності ТНК – міжнародних фірм/корпорацій наглядно демонструє, що в нинішніх умовах вигідне виробництво і реалізація продукції не можуть обмежуватися кордонами однієї країни. Міжнародні фірми мають великий вплив на світові фінанси, вони оперують величезними фінансовими ресурсами. (Обсяги продукції деяких міжнародних фірм перевищують не лише бюджети, але й ВВП багатьох малих і навіть середніх держав).

якості показової змінної вартості капіталу фірми) між країнами з розвинутою економікою і країнами з ринками, що розвиваються⁴. Окрім того, цей процес більш плинний у країнах Європи з ринками, що формуються ніж в інших країнах, що суттєво сприяють конвергенції в рамках цього регіону.

Заслугує уваги ще один висновок, який випливає із проведеного аналізу, що в Європі спостерігається ефект „добродесного кола”, в рамках якого прогрес у фінансовій інтеграції і покращені перспективи реальної економіки взаємопідсилюють один одного, а фінансові інновації призводять до зміни характеру посередництва (рис. 2). Поширилися продукти у сфері похідних інструментів, структурованого фінансування та секюритизації, що дозволило розширити вибір варіантів співвідношення ризику і прибутку та виміряти розподіл ризиків. У країнах з розвинутою економікою банки все активніше впроваджують ці інновації, створюючи синергійний ефект між банківським і ринковим посередництвом.

У країнах з ринками, що формуються, в тому числі й Україні, очікується, що банки будуть як і раніше в основному займатися своїми традиційними посередницькими функціями, але консолідація в результаті приходу на ринок іноземних банків може за короткий час призвести до впровадження нових продуктів і в цих країнах. Окрім того, спостерігається переміщення капіталу з більш багатих країн у більш бідні.

⁴ До числа аналізованих країн увійшли 16 країн з розвинутою економікою – Австрія, Бельгія, Греція, Данія, Ірландія, Іспанія, Італія, Нідерланди, Німеччина, Норвегія, Об'єднане Королівство, Португалія, Фінляндія, Франція, Швеція і Швейцарія та 13 країн з ринками, що формуються – Болгарія, Естонія, Латвія, Литва, Польща, Росія, Румунія, Словаччина, Словенія, Угорщина, Україна, Хорватія, Чеська Республіка.

Рис. 2 Фінансові інновації в Європі
(червень 1995 – червень 2007 р.)



¹ – умовні основні суми в тільйонах доларів США;

² – в мільярдах євро

Джерело: Європейський форум сек'юритизації (ЕФС); Банк міжнародних расчетов. – Квартальний обзор. – Табл.23А; Перспективы развития региональной экономики. Европа: Укрепление финансовых систем. – МВФ. – ноябрь 2007 – С.21.

Конвергенція в країнах Європи відбувається на тлі зростаючої фінансової глобалізації. Остання, в свою чергу створила можливість для диверсифікації і розподілу ризиків, що підтверджує зростаючу роль фінансів у процесі конвергенції. Ступінь фінансової глобалізації, вимірюваний співвідношенням сукупних зовнішніх активів і зобов'язань до ВВП, досяг високого рівня у багатьох європейських країнах з ринками, що формуються. Найбільша частка іноземних активів і зобов'язань у ВВП спостерігається в Естонії (2,62%), найменша у Білорусії (0,35%), в Україні і Румунії цей показник дорівнює 0,99%, дещо вищий він у Польщі і Туреччині, а в Росії більше – 1,4%.

Дещо відмінною є ситуація із часткою активів іноземних банків, оскільки, безумовно значна присутність іноземних банків підвищує доступність кредитів і сприяє фінансовому розвитку і реформуванню у більш широкому сенсі; підтримка з боку добре капіталізованих материнських банків знижує шанси потрапляння банків під вплив національних (місцевих) фінансових установ, що забезпечує певний рівень стабільності, однак не слід забувати,

що концентрована присутність великої кількості міжнародних учасників і подібний характер їх діяльності визначають схильність країн з ринками, що формуються до ризиків, які мають ланцюговий характер і пов'язані із зверненням до одних і тих самих кредиторів – так звана ланцюгова реакція іноземних банків, яка може створити додаткові проблеми фінансовому сектору. Незважаючи на це, майже усі країни з ринками, що формуються, які стали членами ЄС різко збільшили присутність іноземних банків за період з 2000 по 2005 рік. За винятком Словенії, яка у цій ситуації поведилась обережно, а у Македонії і Латвії навіть скоротилась частка активів іноземних банків. Щодо країн з ринками, що формуються та не є членами ЄС – України і Росії, то дії цих країн протилежні, зокрема в Україні за цей же період майже подвоїлась частка активів іноземних банків, а в Росії майже на чверть зменшилась.

Щоб уникнути небажаних наслідків різношвидкісного розвитку фінансової конвергенції і швидкого поглиблення фінансового ринку на тлі значної невизначеності щодо правильного швидкісного режиму, регуляторні

органи різних країн приймають низку попереджуючих заходів щодо усунення (нейтралізації) вразливих місць, зокрема:

- **жорсткіша макроекономічна політика:** країни Балтії – суворіша бюджетно-податкова політика з метою послаблення існуючого тиску з боку попиту або недопущення його посилення; Латвія – усунення фіскальних стимулів, які сприяють буму в секторі не зовнішньоторгових товарів; Україна – посилення грошово-кредитної політики; Болгарія – підвищення норми обов'язкових резервів;

- **підвищення пруденційних стандартів:** заходи у сфері пруденційного регулювання, спрямовані на усунення викривлень у банківському кредитуванні, пов'язані, наприклад, з ризиковим розподілом по секторах, нехеджованих валютних запозиченнях, необачною поведінкою банків у сфері фінансування чи завищеними цінами на нерухомість; певні вимоги щодо мінімального розміру капіталу для конкретних банків і, при необхідності, їх підвищення; впровадження перспективного нагляду, що ґрунтується на оцінці ризиків (прикладом є Болгарія, Латвія, Румунія та Словаччина);

- **покращення співробітництва і координування у сфері нагляду:** гарантування дієвої реалізації заходів пруденційного регулювання і нагляду за рахунок забезпечення адекватних можливостей правозастосування, міжнародне співробітництво між органами нагляду країн походження і приймаючих країн, а також координація між органами нагляду за небанківськими фінансовими установами з метою недопущення можливості ухилення від закону (Естонія, Литва, Польща, Словаччина та Чехія). **Покращення розкриття інформації про ризики:** сприяння більш широкому розкриттю інформації і поглибленню уявлень про ризи-

ки, зміцнення ринкової дисципліни банків (країни Балтії, Польща, Словаччина, Угорщина та Хорватія).

Український ринок державних цінних паперів дотепер залишається неглибоким і неліквідним. На кінець 2006 року обсяг цінних паперів, що оберталися на ньому складав трохи більше 2,1% ВВП. Структура державних цінних паперів за термінами погашення відрізняється високим ступенем фрагментації. Для розвитку ємного і ліквідного ринку державних цінних паперів необхідне чітке притримування офіційними органами комплексної стратегії управління боргом і розвитку ринку капіталів у цілому й цінних паперів, зокрема, яка при цьому повинна мати довіру з боку учасників цього процесу. Первинний ринок можна стимулювати шляхом проведення регулярних аукціонів на основі чітких, усім зрозумілих, простих правил і, у відповідності до завчасно оголошеної емісійної програми, створення невеликої кількості ліквідних еталонних випусків та емісії цінних паперів у кількості, достатній для досягнення належної ліквідності вторинного ринку. Слід змінити і механізм ціноутворення на аукціонах, аби забезпечити належну дохідність яка б відображала кон'юнктурні тенденції ринку, а не утримувалась на штучно заниженому рівні, оскільки, ліквідність ринку може бути підвищена за рахунок використання державних цінних паперів для проведення грошово-кредитних операцій. Окрім того, слід відмовитись від практики приватного розміщення державних боргових зобов'язань; посилити співробітництво між НБУ і міністерством фінансів, у тому числі за рахунок чіткого визначення ролі НБУ на вторинному ринку.

Принципово важливе значення має також досягнення та підтримка низького рівня інфляції, оскільки інфляційні очікування

впливають на здатність уряду подовжувати криву доходності за межі надто короткострокового горизонту. Для України це дуже важливо, однак і нині є вельми складним, і не лише через внутрішні проблеми та катаклізми, але й ситуацію на світових ринках. Окрім того, розвиток ринку державних цінних паперів можна стимулювати за рахунок розширення бази інвесторів і введення системи первинних дилерів, як тільки буде розроблено чітку стратегію управління боргом і збільшено обсяг первинної емісії.

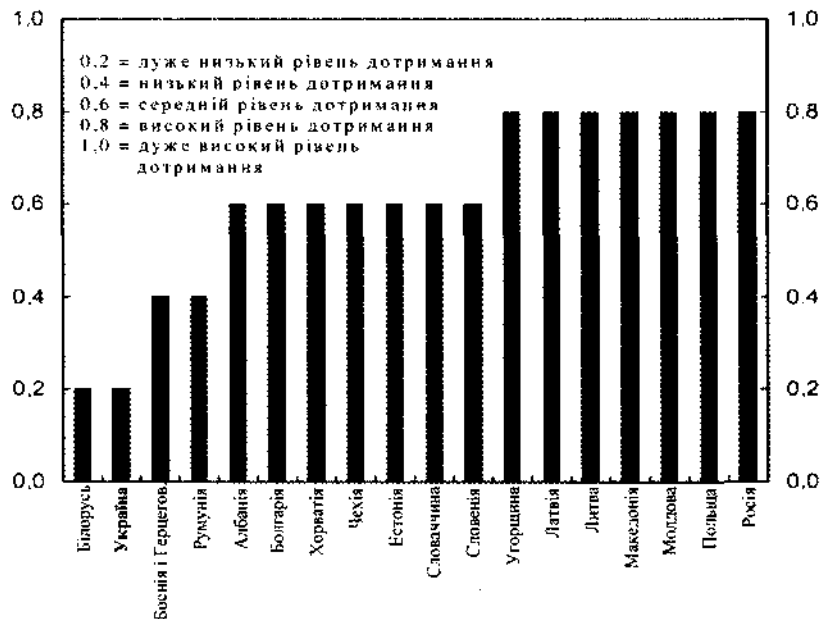
Щодо ринку корпоративних цінних паперів, то в останні роки спостерігалось різке зростання українського ринку корпоративних боргових цінних паперів. У 2006 році сукупний обсяг випусків досяг 4,1% ВВП. Однак ліквідність ринку залишається низькою. Виникненню цього ринку сприяли зростаючі потреби українських компаній у фінансуванні на тлі слабкості та ресурсної обмеженості банківського сектору щодо можливості задовольнити попит на довгострокові гривневі кошти, яких бракувало у банках, широта спредів процентних ставок і відсутність практики внутрішнього синдикуваного кредитування. Попри це, за останні декілька років значно зріс і ринок акціонерного капіталу. Капіталізація цього ринку у 2006 році досягла 40,4% ВВП у порівнянні із менш ніж 4,0% у 1999 році. Щоправда кількість компаній, які мають котирування незначна, а концентрація доволі висока, так на частку 10 великих компаній припадає 68% загальної капіталізації ринку. Окрім того, кількість акцій у вільному обігу невелика (близько 5% ринкової капіталізації), а обсяг ринку вкрай незначний.

У 2007 році спостерігалось збільшення виконання договорів на ринку цінних паперів порівняно з 2006 роком: з облігаціями підприємств – 72,35 млрд.грн., векселями – на 70,43 млрд.грн., акціями – на 57,93 млрд.грн.

Змінити ситуацію на краще, сприяти подальшому здоровому розвитку ринку корпоративних боргових цінних паперів і цінних паперів, які забезпечать участь в капіталі може низка реформ. По-перше, слід покращити якість інституційного середовища і забезпеченість виконання законів правовою санкцією, оскільки судові розгляди, як правило, затяжні і обтяжливі. Не менш важливим є також укріплення корпоративного управління, оскільки на нинішній день якість законодавства, яке визначає відповідальність ради директорів, права акціонерів, розкриття інформації і забезпечення прозорості, нижчі за міжнародні стандарти (рис. 3). Не завадило б усунути недоліки у сфері регулювання ринку цінних паперів і нагляду за його функціонуванням, а також у системі клірингів та розрахунків; модернізувати системи проведення операцій на ринку і реєстрації цінних паперів; з метою формування відповідних кон'юнктурних тенденцій сформувати еталон кривої доходності державних цінних паперів, що в свою чергу полегшило б процес ціноутворення на корпоративні цінні папери. Фахівці Міжнародного Валютного Фонду ставлять Україну як хороший конкретний приклад того, як покращення якості інституційного середовища і корпоративного управління може сприяти розвитку корпоративних фінансів.

Найбільш важливим у цьому сенсі, на наш погляд є те, що нові тенденції фінансового розвитку ставлять нові, складніші завдання перед регуляторами і наглядовими органами та обумовлюють потребу у формуванні нової стратегії розвитку вітчизняного фінансового ринку. Адекватність оцінки переваг та недоліків таких майбутніх нововведень потребує відповідного вивчення, проте отриман-

Рис. 3 Управління корпораціями
(дотримання принципів ОЕСР), 2004 рік



Джерело: Європейський банк реконструкції та розвитку

ня конструктивної та аргументованої відповіді можна очікувати уже від практики. А поки що реалії такі, що: фондовий ринок України не структурований; банківська система недокапіталізована (власні капітали, як, між іншим і активи усієї банківської системи України еквівалентні аналогічним показникам одного європейського банку – найбільшого); валютний ринок зарегульований; страховий ринок недорозвинутий (як з точки зору обсягів операцій, так і кількості та якості відповідних продуктів). А на нерозвинутий ринок іноземні інвестиції в сучасних умовах не спрямовуються. І готовність українського ринку до включення у світову систему руху капіталів, у глобальну економіку, в якій на зміну міжнародного поділу праці приходить система глобальних альянсів – це відповідальність як суб'єктів ринку, так і органів державного регулювання.

Відповіддю повинна бути економічна політика чіткого і послідовного проведення фінансових реформ, яка одночасно забезпечувала б стабільність у країнах, що розвиваються і ви-

годи від інтеграції у світові ринки капіталу. Існує чотири ключових компоненти такого підходу:

- для отримання вигод від внутрішньої фінансової лібералізації країни, що розвиваються повинні зміцнити банківське регулювання і, по можливості, створити взаємодоповнюючі і чітко регульовані ринки цінних паперів;
- одночасно зі зміцненням банківського регулювання повинні бути вжиті заходи політики щодо скорочення попиту на короткострокові іноземні запозичення і коливання їх обсягів;
- слід розглянути можливості посилення міжнародного співробітництва у розробці і проведенні податково-бюджетної, грошово-кредитної і валютної політики;

- довгострокові іноземні інвестиції повинні стимулюватися політикою забезпечення здорового економічного середовища – включаючи інвестиції в людський капітал, створення умов для роботи внутрішніх ринків без непотрібних диспропорцій, прихильності до сильного режиму дотримання прав і виконання зобов'язань інвесторів – а не пропозицій субсидій чи інших стимулів. ■